REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 1 - 24
De 18 de abril de 2024

Tema: Se ha solicitado a la Superintendencia del Mercado de Valores que se pronuncie y emita formal Opinión Administrativa con relación a ciertos conceptos de la Actividad Forex.

El solicitante de la Opinión formula las siguientes interrogantes:

"1. ¿Cuál es el alcance del término "asesorar en Forex" contenido en la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo 4-2013? ¿esto incluye recomendar apertura de cuentas?;

2. ¿Cuáles Actividades Forex son instrumentos financieros?;

3. ¿A quiénes le son aplicables las reglas de información, publicidad y promoción contenidas en el Acuerdo 4-2013? ¿Cuándo se encuentran estas actividades sujetas a fiscalización de la Superintendencia?

Respecto a la excepción a la Actividad Forex que contempla el numeral 4 del artículo 3 del Acuerdo 4-2013:

4. ¿Existen limitantes en cuanto al destino y objetivo de las transacciones al contado (spot) realizadas por los bancos con terceros?;

5. ¿Cuándo se considera que el banco ejerce un rol en la transacción al contado (spot) que le impide invocar dicha excepción?"

Solicitante: **ALEJANDRO ABOOD ALFARO**
Abogado-Infante & Pérez Almillano

Criterio del Solicitante:

"I "Asesorar en Forex"
La Ley 67 de 2011 introdujo los conceptos de la "Actividad Forex" a la Ley del Mercado de Valores y desde entonces la definición del término "Asesor de inversiones" contenida en la referida Ley, lee así:
*"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
8. Asesor de inversiones. 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 instrumentos financieros o a preparar y publicar estudios o informes sobre valores y asesorar en Forex. Este término no incluye contadores, abogados, profesores u otros profesionales, cuya asesoría de inversión sea meramente incidental en el ejercicio de su profesión..."
(el subrayado es nuestro)
Aquel concepto se repite en el Capítulo V de la Ley del Mercado de Valores, sobre asesores de inversión:

"Capítulo IV
Asesores de Inversión

***Artículo 74.** Actividades permitidas. Los asesores de inversión se dedicarán al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender valores y otros instrumentos*

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

9

financieros. También podrán preparar y publicar estudios financieros o informes sobre valores y otros instrumentos financieros, asesorar en Forex y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras..."
(el subrayado es nuestro)
*El hecho de que la frase "**asesorar en Forex**" esté separada con comas y una "y" de las frases: i) "**asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores o instrumentos financieros o a preparar y publicar estudios o informes sobre valores y otros instrumentos financieros**"; y ii) "**recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras**" denota que asesorar en Forex es un acto distinto a aquellas otras actividades, es decir, es evidente que la Ley del Mercado de Valores parece disponer que asesorar en valores e instrumentos financieros no es lo mismo que asesorar en Forex[1], pero también nos parece que da a entender que recomendar la apertura de cuentas de inversión no equivale a asesorar en Forex.*

El artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores, que contiene las "definiciones" de esta Ley, no incluye una definición de "Actividad Forex" ni tampoco una de "Asesorar en Forex".

*Por su parte, el Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013 **"Por el cual se reglamenta la actividad de inversión en el Mercado Internacional de Divisas (FOREX) en o desde la República de Panamá, y se establecen requisitos especiales y tecnológicos que deben mantener las Casas de Valores y los Asesores de inversión para el ejercicio de esta actividad"** contiene una definición de "Actividad FOREX", la cual a continuación se transcribe, pero no contiene una definición de "Asesorar en Forex", pese a que al igual que la Ley del Mercado de Valores, el Acuerdo contiene dicho concepto.*

"Artículo 2. (Definiciones).
Para los propósitos del presente Acuerdo, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones en concordancia con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores:

*1. **Actividad FOREX**. Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.*

Esta actividad incluye ofrecer al público en general realizar operaciones de compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas: y/o intermediar y/o actuar por cuenta de clientes en la compra y/o venta de monedad extrajera y/o divisas; o realizar asesoramiento de inversión en divisas y/o asesoría de compra y venta de monedas extranjeras y divisas, en todos los casos como actividad de inversión, a un precio o tipo de cambio pactado en el momento en que fue contratado, y actuando por cuenta de clientes para este propósito.
Incluye también las operaciones de contado (spot), forwards, contratos por diferencia (CFD), swaps y opciones, todos ellos sobre monedas extranjeras, siempre que dichas operaciones sean ofrecidas al público en general, y que no estén contempladas en las excepciones indicadas en el artículo 3 del presente Acuerdo."
(el subrayado es nuestro)

Si bien no hay como tal una definición en el Acuerdo 4-2013 para "Asesorar en Forex", la definición arriba transcrita nos ofrece una posible definición cuando

[1] Cfr. Concepto debatible, como se aprecia más adelante, ya que algunas de las llamadas actividades Forex mantienen características que las hace instrumentos financieros de conformidad con la Ley del Mercado de Valores.

*señala "**o realizar asesoramiento de inversión en divisas y/o asesoría de compra y venta de monedas extranjeras y divisas**". Ciertamente lo anterior nos conduce a entender que la asesoría se relaciona a actos de inversión, compra y venta de monedas y divisas, pero no brinda elementos que permitan concluir con precisión cuáles actos son aquellos que representan una "asesoría".*

Podríamos análogamente elaborar una tesis, basados en prácticas de mercado de valores, pero sin amparo en la legislación nacional, y decir que si una persona recomienda a otra, por una remuneración o compensación, la conveniencia de comprar o vender una moneda extranjera y/o divisa particular (Euro, Renmibi, Peso, etc.) a un tipo o tasa de cambio particular, o adquirir una posición a corto, mediano o largo plazo en una moneda extranjera y/o divisa particular, basado en sus fortalezas percibidas, o en la debilidad percibida de la moneda que la otra persona mantiene (moneda con la fondearía la compra),o una combinación de todos estos factores, de que la primera ha brindado asesoría a la otra.

La redacción anterior en el Acuerdo también nos lleva a deducir que asesorar en Forex es una de las múltiples actividades Forex contempladas bajo la legislación nacional.

No obstante, consideramos de esencia el citar el Artículo 67 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores el cual es del siguiente tenor:

*"**Artículo 67. Recomendación adecuada.** Ninguna casa de valores y ningún corredor de valores podrá recomendar a un cliente que compre, venda o mantenga una inversión en un valor determinado, a menos que tuviese motivos razonables para creer que dicha recomendación es adecuada para dicho cliente basándose en la información suministrada por este en una investigación hecha por la casa de valores o por el corredor de valares para determinar los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades de dicho cliente y en cualquiera otra información sobre dicho cliente que sea del conocimiento de la casa de valores o del corredor de valores. El requisito antes mencionado no será aplicable a las siguientes situaciones: 1. La ejecución de órdenes de compra y de venta que no hayan sido solicitadas por la casa de valores o por el corredor de valores. 2. La publicación de reportes informativos que en forma general recomienden la compra o la venta de un valor. 3. Cualquiera otra situación que determine la Superintendencia."*

(el subrayado es nuestro)

Como está redactado el Texto Único, y sin necesidad de acudir al espíritu de la ley, puesto que su objetivo es claro, no podría un corredor de valores o analista[2] aconsejar a su cliente a invertir, desinvertir o mantener determinada posición en una moneda extranjera y/o divisa, sin que esto se considere asesoría Forex.

*Determinar el alcance de la frase "asesorar en Forex" resulta de suma importancia, debido a que el Acuerdo 4-2013 en su artículo 1 prohíbe "realizar o asesorar en la Actividad FOREX sin la debida autorización, conforme a lo establecido en el artículo 255[3] de la Ley del Mercado de Valores"; mientras que en su artículo 3, que analizaremos más adelante, contempla actividades Forex que están exceptuadas "de la obligatoriedad de obtener una licencia de Casas de Valores". Observamos que este Acuerdo no contempla una lista de actividades Forex exceptuadas de obtener una licencia de **Asesor de Inversiones**.*

---

[2] Cfr. Debe recordarse que, a la fecha, ambas actividades son amparadas bajo una misma licencia.

[3] Cfr. Se debe interpretar esto como una referencia al primer párrafo del Artículo 255 que indica "Ninguna persona, natural o jurídica, podrá realizar sin licencia o sin registro actividades **que según la Ley del Mercado de Valores requieren autorización expresa de la Superintendencia.**"

DIRECCIÓN JURÍDICA

Como hemos señalado previamente, somos de la opinión que recomendar la apertura de cuentas de inversión no es un equivalente a asesorar en Forex. Así mismo podemos llegar a la conclusión que recomendar a los clientes abrir una cuenta de inversión en Forex[4] no equivale a asesorar en Forex, puesto que el artículo 5 del Acuerdo 4-2013 mantiene separadas aquellas dos actividades:

"Artículo 5. (operatoria FOREX de los Asesores de Inversiones)

Los Asesores de Inversiones podrán asesorar en FOREX y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en FOREX en casas de valores nacionales o extranjeras, siempre que cumplan con lo indicado en el artículo 7 del presente Acuerdo.

..."

(el subrayado es nuestro)

Se torna importante también debatir sobre los conceptos de recomendar la apertura de "cuentas de inversión en casas de valores" y "cuentas de inversión en FOREX en casas de valores", versus otros tipos de cuentas.

El artículo 74 de la Ley del Mercado de Valores arriba transcrito indica en términos irrefutables que los asesores de inversión podrán recomendar a sus clientes la apertura de cuentas de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras; en términos igualmente irrefutables el artículo 5 del Acuerdo 4-2013 indica que los asesores de inversión podrán recomendar a sus clientes la apertura de cuentas de inversión en FOREX en casas de valores nacionales o extranjeras. La premisa básica de estas actividades entonces no es el tipo de inversión que se maneja con/en estas cuentas, sino más bien que las mismas sean abiertas en casas de valores.

Por lo anterior, somos de la opinión que ninguno de estos conceptos de la Ley es aplicable a la actividad de recomendar la apertura de cuentas que no sean abiertas en casas de valores, tales como cuentas de suscripciones pagas o gratuitas para recibir información o cotizaciones de moneda extranjera y/o divisas, o cuentas para realizar transacciones sin mantener activos (Ejm. cuentas transacciones donde se cubre la operación Forex mediante el cobro a una tarjeta de crédito y al momento de que se redime la operación los fondos recibidos pasan directamente a la misma tarjeta de crédito), posiciones en moneda extranjera y/o divisas mantenidas con bancos para propósitos de cobertura o cuentas multi- moneda, o en términos generales, cualquier cuenta que, aunque guarde relación al Forex o las actividades Forex, no se encuentre enmarcada dentro del concepto de cuenta de inversión (o inversión en Forex) en casas de valores nacionales o extranjeras.

Tampoco se puede perder de vista la distinción entre actividades reservadas y actividades permitidas. El artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores reconoce las siguientes como actividades del mercado de valores:

"Artículo 4. Actividades del mercado de valores. Serán actividades del mercado de valores las siguientes:

1. *El registro de valares y autorización de la oferta pública de valares.*
2. *La asesoría de inversión.*
3. *La intermediación de valores e instrumentos financieros.*
4. *La apertura y gestión de cuentas de inversión y de custodia.*
5. *La administración de sociedades de inversión.*
6. *La custodia y depósito de valores.*
7. *La administración de sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros.*

[4] Cfr. Supondremos para los efectos de esta solicitud que el término "cuenta de inversión en Forex" se refiere a una cuenta destinada a realizar el intercambio de monedas extranjeras y/o divisas, ya que la única definición de "cuenta" en el Acuerdo 4-2013 es la de "Cuenta de Margen".

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

8. La compensación y liquidación de valores e instrumentas financieros.
9. La calificación de riesgo.
10. El servicio de proveer precios sobre valores.
11. La autorregulación a que se refiere la ley del Mercada de Valores.
12. El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de esta.
13. Las demás actividades previstas en la Ley del Mercado de Valores o que se determinen a través de otras leyes, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, que se efectúen mediante valares o instrumentos financieros.

Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en este artículo, en Panamá o desde ella, estarán sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores.

No quedarán sujetos a la fiscalización de esta entidad los bancos (excepto cuando sean casas de valores), las empresas financieras, además de las entidades y personas naturales o jurídicas que la ley exceptúe expresamente."

(el subrayado es nuestro)

La Ley del Mercado de Valores dispone que quienes obtengan una licencia para ejercer actividades del mercado de valores se dedicarán exclusivamente a las actividades propias de la licencia correspondiente, pudiendo realizar aquellas otras actividades incidentales que les son permitidas.

Por disposición del régimen corporativo y comercial panameño, las personas o empresas que no tienen una licencia especial se pueden dedicar, en principio, a todas aquellas actividades licitas que no sean reservadas para quienes si mantienen una o más licencias.

Vale la pena también mencionar que la Superintendencia del Mercado de Valores y la otrora Comisión Nacional de Valores se pronunciaron sobre Forex en múltiples oportunidades mediante Opiniones expedidas antes, y después, de la entrada en vigencia de la Ley 67 de 2011 y el Acuerdo 4-2013, siendo la más relevante de estas la Opinión (de Oficio) No. 11-2012. En dicha Opinión tampoco se cuenta con una interpretación acerca del concepto "asesorar en Forex".

En conclusión, somos de la opinión que la legislación no contiene una clara y precisa determinación de las actividades cuya realización implica "asesorar en Forex" y que tampoco se ha pronunciado el ente regulador al respecto, sin embargo, consideramos que la norma contiene suficientes elementos para que la Superintendencia del Mercado de Valores exprese su juicio sobre el alcance que le corresponde a dicho concepto.

Igualmente solicitamos a la Superintendencia que se pronuncie respecto a la distinción entre asesorar en Forex y recomendar la apertura de cuentas de inversión en Forex, que como hemos indicado, consideramos son actividades distintas y no entrelazadas; y que diga si la recomendación de apertura de algún tipo o clase de "cuentas" distintas a las "cuentas de inversión (o inversión en Forex) en casas de valores nacionales o extranjeras", se considera una actividad que se encuentra reservada bajo la Ley del Mercado de Valores para quienes cuenten con una licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores, por el mero hecho de guardar relación con Forex.

II "CLASIFICACIÓN DE CIERTAS ACTIVIDADES FOREX"

Conceptos familiares como la "Ley del Mercado de Valores", y la "Superintendencia

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

del Mercado de Valores" a simple vista dejan ver que esta Ley y las facultades del regulador y supervisor atañen a los instrumentos de inversión que se conocen como "valores", sin embargo, reconocemos que la Ley del Mercado de Valores también es aplicable a actividades que guardan relación con otros tipos de activos. Para efectos ilustrativos a continuación transcribimos algunas definiciones contenidas en la Ley del Mercado de Valores:

*"**Artículo 49. Definiciones.** Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
1. ...
2. Activos financieros. Incluyen 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 X de este Decreto Ley, siempre que dicho bien no haya sido excluido de este término por la Superintendencia.
...
28. Forex (Foreign Exchange Currency Market) o Mercado de Intercambio de Divisas. Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.
...
32. Instrumento financiero. Cualquier contrato que origina el nacimiento de un activo financiero para una entidad y el nacimiento de un pasivo financiero o un instrumento de capital para la otra entidad. Los instrumentos financieros incluyen de esta forma todos los activos financieros y pasivos financieros que estén titularizados o no, así como todos sus derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser divisas, metales preciosos y otros.
...
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.
Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:
1. Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos par bancos a sus clientes como parte de sus servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, 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. Cualesquier otros instrumentos, títulos o derechos.
..."

(el subrayado es nuestro)

*El motivo que nos lleva a analizar la clasificación que la Superintendencia brinda a ciertas actividades Forex, o más bien a productos que se ofrecen en el mercado Forex, es que la definición de Actividad Forex contenida en el Acuerdo 4-2013, transcrita arriba, indica que son también Actividad Forex **"las operaciones al contado (spot), forwards, contratos por diferencia (CFD), swaps y opciones, todos ellos sobre monedas extranjeras",** a nuestro criterio, siempre y cuando el activo subyacente de esas operaciones sean las monedas extranjeras y/o divisas.*

La otrora Comisión Nacional de Valores se pronunció sobre los CFD en la Opinión No. 13-2008 indicando que estos son instrumentos financieros y no valores.

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

Por definición de la Ley del Mercado de Valores, los instrumentos financieros son contratos, y por definición del Acuerdo 4-2013, los "CFD de moneda extranjera", los "forwards", las "opciones de moneda" y los "swaps de moneda extranjera" también son contratos. Lo opuesto ocurre con las operaciones al contado (spot), es decir, el Acuerdo no ha determinado que estas operaciones sean contratos.

Así las cosas, somos del criterio que las operaciones al contado (spot) en moneda extranjera y/o divisas no encajan en la definición de instrumentos financieros, y por lo tanto no lo son.

*Por lo anterior solicitamos a la Superintendencia que se pronuncie, de manera individual sobre: a) las operaciones al contado (spot), b) los forwards, c) los CFD, d) los swaps y e) las opciones, todos las anteriores sobre moneda extranjera, y determine cuales de ellos son "instrumentos financieros", **y cuales no lo son, de conformidad con la definición contenida en el numeral 32 del artículo 49 de** la Ley del Mercado de Valores y demás elementos de juicio.*

III "EXCEPCIONES A LA OBLIGATORIEDAD DE LICENCIA PARA EJERCER ACTIVIDAD FOREX"

Señala el artículo 3 del Acuerdo 4-2013:

"Artículo 3. (Excepciones a la Actividad Forex)

Se exceptúan de la obligatoriedad de obtener una licencia de Casas de Valores para el ejercicio de la actividad FOREX las siguientes actividades:
1. El intercambio de divisas que se efectúe por cuenta propia y sin ofrecimiento al público en general.
2. Las operaciones de las tesorerías de los bancos y de las Casas de Valores cuando se efectúen por cuenta propia.
3. Las operaciones bancarias, transferencias o compra y venta de divisas de los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá, por cuenta de terceros, únicamente coma resultado de una operación de comercio exterior.
4. Las operaciones de cambio de divisas de contado (spot) que sean realizadas por los bancos con licencia expedida par la Superintendencia de Bancas de Panamá con terceros, cualquiera sea el destino u objetivo de la transacción.
5. Las operaciones de futuros, opciones y otras modalidades de operaciones con divisas que sean realizadas por los bancos con licencia expedida la Superintendencia de Bancos de Panamá con terceros siempre y cuando:
a. No se canalicen a través de plataformas electrónicas de negociación, y/o
b. Tengan cama propósito declarado por el cliente el de Lamar cobertura sobre sus expansiones en moneda extranjera,
6. Las propias de las casas de cambio y de remesas de dinero.
7.Las operaciones con divisas cualquiera sea su modalidad que realicen las administradoras de jubilaciones y pensiones y los fondos o sociedades de inversión, que deberán regirse conforme a los Acuerdos respectivos.
8. La compra o venta de valores o moneda extranjera o que reciban sus rendimientos en moneda extranjera.
9.Cualquier otra que la Superintendencia mediante Acuerdo defina como excepción."

(el subrayado es nuestro)

Información, publicidad y promoción.
Aquel Acuerdo dispone también reglas de información, promoción y publicidad,

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

como podemos ver en su Artículo 11:

"Artículo 11 – (Información al Público, Promoción y Publicidad)

El objetivo de la publicidad es proporcionar a los clientes y al público en general una información clara, veraz, suficiente y actualizada, en un formato de fácil compresión y debe permitir comparar en forma equitativa entre las diversas ofertas de inversiones realizadas por quienes tengan licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores para operar o asesorar en FOREX y evaluar si las mismas satisfacen sus necesidades y expectativas.

La publicidad de la actividad FOREX debe respetar los siguientes principios:

a) Claridad: ...
b) Veracidad: ...
c) Integridad y suficiencia: ...
d) Identificación e independencia:
...

(el subrayado es nuestro)

Partimos nuestro análisis de la premisa cierta que las actividades contenidas en la lista del artículo 3 son, en efecto, actividades FOREX, y no se trata de una lista de actividades que se consideran ajenas o distintas de las demás actividades Forex. Se sobreentiende además que estas son actividades que, cuando son realizadas por las personas y/o en la forma que prescribe el Acuerdo 4-2013, no requieren de una autorización o licencia de la Superintendencia del Mercado de Valores.

También hemos considerado lo dispuesto en el artículo 1 del Acuerdo 4-2013, que es del siguiente tenor:

"Artículo 1. (Ámbito de aplicación).
El presente Acuerdo se aplica a toda Casa de Valores o Asesor de Inversiones que en forma directa ejerza, ofrezca y/o asesore en la Actividad FOREX, en o desde lo República de Panamá.
Queda expresamente prohibido realizar o asesorar en la Actividad FOREX sin la debida autorización, conforme a lo establecido en el artículo 255 de la Ley del Mercada de Valores."

(el subrayado es nuestro)

Adicionalmente apreciamos que el artículo 11 señala que el objetivo de la publicidad es permitir a los clientes y al público comparar las ofertas de inversión realizadas ***"por quienes tengan licencia otorgada por la superintendencia del mercado de Valores"****.*

Así las cosas, podemos asumir que el artículo 3 contiene la lista de las actividades Forex que no solamente no están sometidas a la obligatoriedad de obtener una licencia de casas de valores, sino que tampoco están sometidas a las disposiciones y reglas contenidas en el Acuerdo 4-2013 y, en ese orden de ideas, consideramos que las reglas de información, promoción y publicidad contenidas en el artículo 11 son únicamente exigibles a las casas de valores y asesores de inversión con licencia otorgada por la Superintendencia.

A manera de ejemplo, no veríamos viable que los bancos que ofrecen el cambio de divisas para fines de comercio exterior se tengan que someter a las reglas de información, publicidad y promoción de la Superintendencia del Mercado de Valores, como tampoco veríamos cónsone con la legislación vigente que la Superintendencia del Mercado de Valores les exigiera a las casas de cambio seguir estas reglas al ofrecer sus servicios al público.

Por otro lado, es importante recalcar y analizar lo que dispone el último párrafo del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, ya transcrito en esta solicitud:

"No quedarán sujetos a la fiscalización de esta entidad los bancos (excepto cuando sean casas de valores), las empresas financieras, además de las entidades y personas naturales o jurídicas que la ley exceptúe expresamente."

La Ley del Mercado de Valores ha dispuesto en el penúltimo párrafo del artículo 4 que las entidades que realicen las actividades del mercado de valores contenidas en aquel artículo están sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores, e inmediatamente seguido ha dispuesto que los bancos, empresas financieras y demás que la Ley exceptúe no quedarán sujetos a la fiscalización de la Superintendencia del Mercado de Valores. El hecho que estos párrafos se encuentren seguidos uno del otro en el mismo artículo no es una coincidencia. La intención es evidentemente de exceptuar a los bancos y las empresas financieras de la supervisión, fiscalización y escrutinio de la Superintendencia del Mercado de Valores, en términos que son casi absolutos, ya que la única excepción contenida en esta norma jurídica es respecto a los bancos que sean también casas de valores.

Observamos además que aquel párrafo no habla de exceptuar unas u otras actividades particulares de los bancos y las empresas financieras, solo habla de las entidades, es decir, los bancos y las empresas financieras; por lo cual también se comprende esto en términos absolutos. Según nuestro análisis, esto se debe a que ya estas entidades se encuentran sujetas a la supervisión, fiscalización y escrutinio del ente regulador que les otorgó su respectiva licencia. Al menos en la Ley Bancaria, se precisa que la Superintendencia de Bancos tiene la competencia privativa para supervisar a los bancos (véase artículo 4 del Decreto Ejecutivo No. 52 de 30 de abril de 2008).

Así las cosas, somos de la opinión que, conforme a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y lo señalado en los artículos 1 y 3 del Acuerdo 4-2013, las reglas o parámetros para la información, publicidad y promoción contenidas en el artículo 11 del precitado Acuerdo son exclusivas para las casas de valores y asesores de inversión; y además que la Superintendencia del Mercado de Valores carece de competencia suficiente para realizar la fiscalización o escrutinio de las actividades de publicidad y promoción de los bancos que no sean casas de valores, las empresas financieras o cualquier otra entidad expresamente exceptuada de conformidad con el artículo 4 y otros de la Ley del Mercado de Valores, o cualquier otra Ley.

Por lo anterior, solicitamos a la Superintendencia que proceda a esbozar su posición respecto al ámbito de aplicación del artículo 11 del Acuerdo 4-2013 y, en términos generales, sobre sus facultades de fiscalización de la publicidad y promoción realizada por personas o empresas que no mantengan una licencia otorgada de la Superintendencia del Mercado de Valores ni estén registradas ante dicha entidad, por no dar sus actividades Forex lugar a la obligatoriedad de obtener tal licencia o registro, o cualquier otra razón.

Operaciones al contado (spot).

*Por otro lado, como se aprecia arriba, el numeral 4 del artículo 3 del Acuerdo 4-2013 claramente dispone que es una excepción de mantener licencia "Las operaciones de cambia de divisas de contado (spot) que sean realizadas por los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá con terceros, cualquiera sea el destino u objetivo de la transacción." **(el subrayado es***

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

nuestro)

La operación al contado (spot), conocida como "Spot FX" implica que el interesado, llámese comprador o vendedor, procede a adquirir o vender una moneda o divisa a cambio de otra moneda o divisa, intercambio que se ha de realizar a una determinada tasa o tipo de cambio, transacción que se va a acordar al instante, o "on the spot". Las operaciones al contado (spot) no son sinónimo de otro tipo de operaciones tales como opciones, futuros, forwards, etc.

Como hemos observado, el Acuerdo 4-2013 al definir la Actividad Forex señala diversas características que procedemos a desglosar:

- *Operación habitual de compraventa de monedas y divisas*
- *A un precio o tipo de cambio*
- *En el momento en que fue contratado como actividad de inversión*
- *Actuando por cuenta de clientes*
- *Incluye*
  - *ofrecer al público en general realizar operaciones de compra y venta de moneda extranjera y/o divisas*
  - *intermediar y/o actuar por cuenta de clientes en la compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas*
  - *Realizar asesoramiento de inversión en divisas y/o asesoría de compra y venta de monedas extranjeras y divisas*
  - *En todos los casos:*
    - *como actividad de inversión*
    - *Actuando por cuenta de clientes para este propósito*
- *Incluye también:*
  - *Las operaciones de contado (spot), forwards, contratos por diferencia (CFD), swaps y opciones*
  - *Todas ellas:*
    - *sobre monedas extranjeras*
    - *siempre que dichas operaciones sean ofrecidas al público en general*
    - *siempre que no estén contempladas en las excepciones indicadas en el artículo 3.*

Si damos por sentado que los bancos comúnmente realizan todas las operaciones exceptuadas para los bancos contenidas en el artículo 3, de manera habitual, a un precio o tipo de cambio y en su mayor parte actuando por cuenta de clientes, nos queda por determinar si los bancos pueden ofrecer, intermediar, actuar, asesorar en estas transacciones al público en general, como una actividad de inversión.

De esa forma, para desglosar el numeral 4 del artículo 3 arriba transcrito, debemos proceder de la siguiente manera:

- *Las operaciones de cambio de divisa de contado (spot) son:*
  - *actividades Forex que, a diferencia de la regla general, se pueden realizar sin necesidad de una licencia de casa de valores, siempre que se cuente con una licencia bancaria (sin importar que tipo de licencia bancaria)*
  - *operaciones que los bancos han de realizar con terceros*
  - *realizables indiferentemente de cuál sea su destino y objetivo de la transacción.*

Esto nos lleva a inevitablemente ahondar sobre el alcance de los siguientes términos: "realizadas", "terceros", "cualquiera", "destino" y "objetivo" en el contexto de esta actividad Forex particular que los bancos han sido legalmente facultados para llevar a cabo, sin necesidad de mantener una licencia de casa de valores.

Si aceptamos que "tercero" es cualquiera que no sea el mismo sujeto; que "realizar" es sinónimo de "ejecutar", "efectuar y "consumar"; que "cualquiera" lo es de "indeterminado" y por ende es un concepto no excluyente; y que "destino" y

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

"objetivo" son ambos sinónimos de "finalidad", es fácil concluir que, frente al banco sus clientes son terceros, y que el propósito de inversión del cliente es un objetivo como cualquier otro.

Así las cosas, somos de la Opinión que el Acuerdo 4-2013 no restringe a los bancos de ninguna manera a la hora de ejecutar operaciones de contado (spot) con moneda extranjera y/o divisas para clientes cuyo objetivo para ordenar la transacción es la inversión, de hecho, como se encuentra construida la norma, no infiere que el banco requiera conocer el objetivo para el cual su cliente realiza la transacción, ya que absolutamente ningún objetivo se encuentra excluido de aquella excepción de realizar transacciones al contado (spot).

Por lo anterior, solicitamos a la Superintendencia del Mercado que se pronuncie dando su opinión acerca de la existencia o no de limitantes al destino y objetivo de las transacciones al contado (spot) con moneda extranjera y/o divisa que pueden realizar los bancos con terceros.

Rol de los bancos.

Esto nos lleva a la última de nuestras consultas. ¿Cuáles roles del banco en la realización de operaciones de contado (spot) con moneda extranjera y/o divisas están excluidas de la excepción contenida en el numeral 4 del artículo 3 del Acuerdo 4-2013?

La norma regente solamente indica que están exentas las operaciones al contado (spot) que son realizadas por los bancos con terceros. No indica la norma si se entiende que el banco "realiza" la operación cuando ordena una transacción por cuenta de su cliente, cuando el banco es parte (una punta) de la transacción, cuando provee liquidez al cliente, cuando pone a disposición del cliente plataformas para que aquel canalice directamente las transacciones, cuando compensa o confirma los fondos necesarios para la transacción, cuando ejecuta la instrucción de su cliente, etc.

Así las cosas, no podemos arribar a una conclusión a nuestra inquietud por medio de la normativa, lo cual nos lleva a suponer que ningún rol se encuentra excluido de la excepción de realizar operaciones al contado (spot), salvo que así hubiese dispuesto (o lo disponga) la Superintendencia del Mercado de Valores mediante Acuerdo u Opinión.

Por ende, solicitamos a la Superintendencia que se pronuncie sobre si existen o no roles del banco en las operaciones al contado (spot) de sus clientes, los cuales requerirían que el banco obtenga una licencia de casa de valores.

Para finalizar el análisis de todas las consultas realizadas en esta solicitud de Opinión Administrativa, traemos a colación la conclusión de la Superintendencia del Mercado de Valores esbozada en una reciente Opinión con respecto a la realización que actividades que no requieren de una licencia de casa de valores o asesor de inversiones, es decir, la Opinión No. 1-2022, la cual es del siguiente tenor:

"Una vez transcritas las normas aplicables, procedemos con el análisis de fondo de la consulta presentada.

Iniciamos nuestro análisis indicando que la ley del mercado de valores le permite a sus entidades con licencia ofrecer a los inversionistas y clientes una amplia gama de servicios relacionados con el mercado de valores bajo un marco de regulación y supervisión con miras a mantener la transparencia, eficiencia y estabilidad del mercado de valores panameño con la finalidad de cumplir con la

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

función de protección al inversionista establecida en la Ley del mercado de valores.

Dentro de las actividades permitidas tanto a la casa de valores como al asesor de inversiones, existen aquellas reservadas para las entidades con licencia emitida por esta Superintendencia, así como otras que si se realizan en su forma pura, bien pueden ser realizadas por una sociedad comerciales, como por ejemplo el referir o prospectar cliente, siempre y cuando la persona que atienda al cliente no realice funciones o tenga responsabilidad propias de un corredor de valores o analista conforme la Ley del Mercado de Valores y el texto Único del Acuerdo 5-2014. En este tema es importante que las cláusulas de los contratos o mandatos que sustentan el servicio de referir o prospectar cliente cumpla las leyes panameñas, así como la de otras jurisdicciones, si fuera el caso.

De esta forma, ante el cuestionamiento de si para brindar un servicio se requiere o no una licencia del regulador del mercado de valores esta Superintendencia procede analizar las actividades que se van a realizar y/u ofrecer, conforme su plan de negocios, y luego las compara con aquellas, cuyo ejercicio, es de objeto exclusivo para las Casas de Valores y Asesores de Inversión para concluir si conforme a la Ley del mercado de Valores una persona debe proceder con la respectivo solicitud.

Lo comparación antes mencionado fue efectuado por el solicitante al establecer claramente en su solicitud que la empresa extranjera, objeto de la consulta y cuya intención es establecer una oficina en Panamá, no brindará ninguna de los actividades principales, incidentales o accesorios conforme lo descrito en el artículo 3 del texto único del Acuerdo 2-2011 y en este mismo sentido lo ha expresado respecto a lo actividades del asesor de inversión, al señalar que tampoco se realizará actividades ni se prestará servicios propios de este, al tenor de lo Ley del Mercado de Valores.

Conclusión: mientras no se lleve a cabo ninguna de las actividades señaladas por la Ley del mercado de valores para ser ofrecidas o ejecutadas por una casa de volares o Asesor de Inversiones, así como por un Corredor de Valores o Analista, la oficina a establecerse en Panamá de la empresa extranjera no requerida ningún tipo de licencia y/o autorización por parte de esta Superintendencia. Lo anterior no limita las facultades de fiscalización e investigación de lo Superintendencia, si previo análisis, considera que posiblemente ha sido infringida la Ley del Mercado de Valores."

(el subrayado es nuestro)

En ese sentido, la Superintendencia ha sido clara en sentar su posición de que una empresa establecida en Panamá que se dedique a actividades que bajo la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos se haya dispuesto que no requieren obtener una licencia, en efecto no tiene necesidad de obtener una licencia ante la Superintendencia; y la presente solicitud se encuentra encaminada a definir, con mayor precisión de la que a la fecha nos ofrece el Acuerdo y las Opiniones vertidas sobre la materia: i) cuáles son aquellas actividades de asesoría en Forex que obligan a tener una licencia (de casa de valores o asesor de inversiones) para ser brindadas en o desde Panamá, ii) cuáles de las actividades Forex son consideradas instrumentos financieros, iii) quienes deben seguir las reglas de la Superintendencia respecto a información, publicidad y promoción, y cuando esas actuaciones están sujetas a fiscalización, iv) cuales son aquellas operaciones al contado (spot) en moneda extranjera y divisa que pueden llevar a cabo los bancos para mantenerse exceptuados de obtener licencia de Casa de Valores o Asesor de Inversiones, y v) cuáles son los roles que esos bancos pueden asumir dentro y/o fuera del marco de aquella excepción."

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

Ampliación aclaratoria:

"...
Nuestra solicitud de opinión se refiere a las entidades que brinden servicios en o desde Panamá, siendo aquella una delimitación geográfica de las facultades de la SMV.

También es importante diferenciar para propósitos de este asunto entre el acto de efectivamente brindar o prestar un servicio y el acto de ofrecerlo o promocionarlo.

Para efectos de aclarar lo consultado respecto a las normas de publicidad, promoción e información Forex, procedo a dividir los potenciales proveedores de servicios Forex en tres grupos:

1 – Los que tienen licencia otorgada por la SMV
2 – Los que se encuentran exceptuados de obtener una licencia de la SMV
3 – Los que operan sin licencia al margen de la ley

***La posición nuestra** es que, en base al ámbito de aplicación del Acuerdo 4-13, y en particular la redacción de su artículo 11, las reglas de publicidad y promoción **existen únicamente como reglas de conducta de los intermediarios a quienes la SMV les ha otorgado una licencia**, es decir el primer grupo:*

*"**Artículo 1. (Ámbito de aplicación).***
El presente Acuerdo se aplica a toda Casa de Valores o Asesor de Inversiones que en forma directa ejerza, ofrezca y/o asesore en la Actividad FOREX, en o desde la República de Panamá. ...

*"**Articulo 11- (Información al Público, Promoción y Publicidad)***
El objetivo de la publicidad es proporcionar a los clientes y al público en general una información clara, veraz, suficiente y actualizada, en un formato de fácil compresión y debe permitir comparar en forma equitativa entre las diversas ofertas de inversiones realizadas por quienes tenga licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores para operar o asesorar en FOREX y evaluar si las mismas satisfacen sus necesidades y expectativas. ...

En ese sentido, creemos que la SMV no puede aplicar ni fiscalizar el cumplimiento de esta regla de conducta a quienes no ha otorgado una licencia, o sea, a entidades que pertenecen a los otros dos grupos, ya que no están obligados a cumplirla. Nuestro argumento no infiere de ninguna manera que la SMV carece de la facultad para determinar si estas entidades están realizando sus actividades dentro o fuera del marco de lo exceptuado o bien al margen de la ley, y a aplicar las medidas y sanciones correspondientes por la realización de actividades sin la debida licencia, pues somos plenamente conscientes de que esa facultad está consagrada en la Ley y también en el Acuerdo 4-13."

"...la SMV debe asumir que las entidades en los tres grupos que hemos identificado para el ejercicio que nos ocupa van a tener interés en promocionar, publicitar y ofrecer información al público acerca de sus servicios de cambio de moneda y divisas.

En el caso exclusivo del grupo 1, es decir aquellos que tienen licencia de la SMV, consideramos que esa publicidad, promoción e información debe seguir los lineamientos del artículo 11 y además debería estar dirigida con otras restricciones, en sujeción al perfil del inversionista al que se dirige la misma. En nuestro planteamiento se ha procedido a asumir y argumentar que los otros dos grupos al no

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

9

tener licencia, y en particular el grupo 2 que ofrece legalmente los servicios que por Ley y/o el Acuerdo están exceptuados de la obligatoriedad de obtener una licencia en la SMV, no está sujeto a limitación alguna respecto al perfil ni los lineamientos contenidas artículo 11. De hecho, por años hemos visto en revistas locales la publicidad de estos servicios por parte de entidades del grupo 2."

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 ordenado por la Asamblea Nacional, que comprende el Decreto Ley 1 de 1999 y sus leyes reformatorias y el Título II de la Ley 67 de 2011 "Sobre el mercado de valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores", debidamente publicado mediante Gaceta Oficial No.26979-A del 23 de febrero de 2012**[5], del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

*"**Artículo 19. Acuerdos, opiniones y resoluciones de la Superintendencia.** Los acuerdos se limitarán a poner en ejecución, en lo administrativo, lo que corresponda de la Ley del Mercado de Valores, para permitir que la Junta Directiva y el superintendente ejerzan las facultades que estos ordenamientos legales les otorgan. Los acuerdos serán adoptados por la Junta Directiva y tendrán aplicación general.*
Los acuerdos no podrán contravenir la Ley del Mercado de Valores o los reglamentos que dicte el Órgano Ejecutivo sobre la materia.
Las posiciones administrativas serán adoptadas por el superintendente y se denominarán opiniones, las cuales tendrán carácter vinculante y serán de aplicación general. 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 en particular, pero no podrán contravenir decisiones que sobre la misma materia hubiera dictado la Junta Directiva o el Órgano Judicial.
El superintendente podrá emitir opiniones de oficio o a solicitud de parte interesada y podrá dejar sin efecto una opinión previa si es contraria a acuerdos u opiniones dictados con posterioridad.
Las resoluciones podrán ser emitidas por el superintendente y por la Junta Directiva. Cuando sean emitidas por la Junta Directiva podrán ser de aplicación individual o general, pero cuando lo haga el superintendente solo serán de aplicación individual.

***Artículo 49: <u>Definiciones</u>.** Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
1. ...
2. ...
3. ...
4. ...
5. ...
6. ...
7. ...
***8. Asesor de inversiones.** <u>Persona que por una remuneración se dedica al negocio de</u> asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores o instrumentos financieros o a preparar y publicar estudios o informes sobre valores y <u>asesorar en Forex</u>. Este 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 que dichas personas solo emitan criterios u opiniones como parte de su empleo o posición en el medio de*

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

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

comunicación, no tengan o adquieran interés, directa o indirectamente, en los valores sobre los cuales emitan criterios u opiniones y no reciban comisión o pago por estos, salvo la remuneración ordinaria por su posición o empleo en dicho medio de comunicación.

...

10. Casa de valores. *Persona que se dedica al negocio de comprar y vender valores o instrumentos financieros, por cuenta de terceros o por cuenta propia. También se entienden como tal el ofrecimiento y apertura de cuentas de inversión. Dicha expresión no incluye a los corredores de valores.*

...

28. Forex *(Foreign Exchange Currency Market) o Mercado de Intercambio de Divisas. Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.*

...

32. Instrumento financiero. *Cualquier contrato que origina el nacimiento de un activo financiero para una entidad y el nacimiento de un pasivo financiero o un instrumento de capital para la otra entidad. Los instrumentos financieros incluyen de esta forma todos los activos financieros y pasivos financieros que estén titularizados o no, así como todos sus derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser divisas, metales preciosos y otros.*

...

Artículo 50. Licencia obligatoria. *Solo podrán ejercer el negocio de casa de valores o de asesor de inversiones, en la República de Panamá o desde esta, las personas que hayan obtenido la correspondiente licencia expedida por la Superintendencia, independientemente de que dichas personas presten servicios en relación con valores que estén registrados en la Superintendencia o no. Las casas de valores podrán ejercer el negocio de asesor de inversiones sin necesidad de obtener una licencia de asesor de inversiones.*

...

Artículo 54. Actividades permitidas. *La persona a quien la Superintendencia otorgue Licencia de Casa de Valores solo podrá dedicarse al negocio de casa de valores, salvo en el caso de bancos o administradores de inversiones.*

Los bancos que obtengan Licencia de Casa de Valores podrán ejercer también la actividad fiduciaria, previa obtención de la licencia correspondiente.

No obstante, la persona a quien se le otorgue Licencia de Casa de Valores podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de casa de valores, como Forex, el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones y el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores. También podrá realizar la actividad de administración de inversiones de sociedades de inversión para lo cual deberá requerir la respectiva Licencia de Administrador de Inversiones de Sociedad de Inversión.

La Superintendencia podrá restringir las actividades que realicen las casas de valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista.

...

Artículo 64. Cuentas de inversión, manejo de valores y dineros de clientes. *Las casas de valores mantendrán los valores y los dineros de clientes en cuentas de inversión de conformidad con las disposiciones que dicte la Superintendencia. La Superintendencia dictará reglas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores en relación con el manejo y la administración de cuentas de inversión y dineros de clientes, el traspaso de cuentas de inversión entre casas de valores, la constitución de garantías sobre valores y dineros de clientes, el otorgamiento de préstamos en dinero o valores a clientes y demás operaciones bursátiles efectuadas con estos. En aquellos casos en que una casa de valores o un corredor de valores tengan facultades discrecionales en el manejo de cuentas de inversión de un cliente, deberá administrar dichas cuentas con aquella diligencia y aquel cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.*

Las cuentas de inversión podrán contener valores o dinero en efectivo, siempre que este

DIRECCIÓN JURÍDICA ASMV

último sea incidental y no el objeto principal de la cuenta de inversión. Los dineros depositados en cuentas de inversión podrán devengar intereses, según lo establezca el reglamento de la cuenta de inversión.
Las cuentas de inversión ofrecidas por casas de valores quedarán sujetas a las disposiciones del Título X de este Decreto Ley.
...
Artículo 72. Forex. *El Mercado de Intercambio de Divisas (Foreign Exchange Currency Market, Forex por sus siglas en inglés) es la operación habitual de compra y venta de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.*
La actividad Forex, tal como se define en este Decreto Ley, será realizada exclusivamente por las casas de valores.
La Superintendencia del Mercado de Valores queda facultada para desarrollar los procedimientos, así como los requisitos especiales y tecnológicos que deben mantener las casas de valores para el ejercicio de esta actividad.

Artículo 73. Excepciones a la actividad Forex. *Se exceptúan de la obligatoriedad de obtener una Licencia de Casas de Valores para el ejercicio de la actividad Forex las siguientes actividades:*
1. El intercambio de divisas que se efectúe por cuenta propia.
2. Las operaciones de las tesorerías de los bancos cuando se efectúen por cuenta propia.
3. Las operaciones bancarias, transferencias o compra y venta de divisas de los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá, por cuenta de terceros, únicamente como resultado de una operación de comercio exterior.
4. Las propias de las casas de cambio y de remesas de dinero.
5. Cualquiera otra que la Superintendencia mediante acuerdo defina como excepción.

Artículo 74. Actividades permitidas. *Los asesores de inversión se dedicarán al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender valores y otros instrumentos financieros. También podrán preparar y publicar estudios financieros o informes sobre valores y otros instrumentos financieros, asesorar en Forex y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras. Los asesores de inversión podrán administrar las cuentas de inversión de sus clientes mantenidas con un intermediario. En estos casos, podrán transmitir las órdenes de compra y venta a las casas de valores que las ejecutarán cuando así el cliente lo autorice, pero no podrán mantener cuentas de custodia.*
La Superintendencia reglamentará mediante acuerdo los requisitos para obtener su licencia, así como el alcance de las actividades que podrán realizar los asesores de inversión, para la protección del público inversionista.
...
Artículo 255. Actividades sin licencia y sin registro. *Ninguna persona, natural o jurídica, podrá realizar sin licencia o sin registro actividades que según la Ley del Mercado de Valores requieran autorización expresa de la Superintendencia. Las entidades con licencia no podrán contratar ni emplear como ejecutivo principal, ejecutivo principal de administradores de inversiones, oficial de cumplimiento, corredor de valores o analista a personas que no posean la licencia necesaria para ocupar el cargo. Tampoco se podrán realizar ofertas públicas de valores sin el registro requerido por la Ley del Mercado de Valores.*
...
Artículo 332. <u>Uso exclusivo de denominaciones</u>. *El uso de las siguientes denominaciones descriptivas como parte de la razón social, denominación comercial u objeto social de personas jurídicas a ser organizadas o existentes bajo las leyes de la República de Panamá, en su forma singular y plural, en masculino o femenino, requiere de la autorización previa de la Superintendencia, así como las reformas al pacto social que modifiquen la razón social o comercial, objetos de una entidad con licencia expedida por la Superintendencia. Únicamente los emisores registrados o personas registradas y las entidades que obtengan*

la respectiva licencia o registro ante la Superintendencia podrán utilizar dichas denominaciones expresamente. La limitación es extensiva al uso de las siguientes denominaciones descriptivas en cualquier idioma, las cuales por conveniencia se incluyen en la siguiente tabla con su versión en el idioma inglés:

En español	***En inglés***
Sociedad de Inversión	*Mutual Fund*
Fondo de Pensiones	*Pension Fund*
Casa de Valores	*Brokerage House, Broker Dealer House, Securities Brokerage Firm*
Asesor de Inversiones	*Investment Advisor*
Administrador de Inversiones	*Investment Fund Manager*
Proveedor de Servicios Administrativos del Mercado de Valores	*Fund Administrator*
Entidad Calificadora de Riesgo	*Credit Rating Agency*
Entidad Proveedora de Precios	*Price Appraiser, Liquidity Provider*
Bolsa de Valores	*Stock Exchange*
Central de Valores	*Clearing Corporation, clearinghouse*
Emisor Registrado	*Registered Issuer*
Forex	*Forex, FX Trading*

La Superintendencia es la única entidad facultada para autorizar el uso de las denominaciones descriptivas de uso restringido de acuerdo con este artículo.
Se prohíbe a los notarios el otorgamiento o protocolización de escrituras que contravengan lo dispuesto en este artículo. Igual prohibición se hace al Registro Público de Panamá en cuanto a sus inscripciones, estando el director general del Registro Público obligado a informar a la Superintendencia de la existencia de cualquiera inscripción que contravenga las disposiciones del presente artículo.
De darse tal contravención, la Superintendencia deberá ordenar la anotación de una marginal en los registros de la persona jurídica en situación de violación por un plazo de sesenta días calendario, luego del cual la entidad afectada quedará disuelta de pleno derecho de tratarse de una entidad panameña, o inhabilitada para efectuar negocios en Panamá de tratarse de una sociedad extranjera.

Queda expresamente establecido que este Decreto Ley no restringe el uso de denominaciones no señaladas en el cuadro anterior. Tampoco el uso individual de las siguientes palabras, en cualquier idioma, como parte de la razón social o denominación comercial de personas jurídicas panameñas estará sujeto a la limitación en el uso contenido en este artículo:

En español	***En inglés***
Inversión	*Investment*
Finanzas	*Finance*
Financiero	*Financial*
Financiera	*Finance Company, Finance Corporation*
Asesor	*Advisor, Consultant*
Asesoría	*Advice, Consulting*
Administrador	*Administrator, Manager*
Fondo	*Fund*
Casa	*House*
Valores	*Securities*
Pensiones	*Pensions*
Pensión	*Pension, Retirement*
Calificadora	*Rating*
Bolsa	*Exchange*
Central	*Central*

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

9

2. **Texto Único del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013 "Por el cual se reglamenta la actividad de inversión en el Mercado Internacional de Divisas (FOREX) en o desde la República de Panamá, y se establecen requisitos especiales y tecnológicos que deben mantener las Casas de Valores y los Asesores de Inversión para el ejercicio de esta actividad."**

*"**Artículo 1. (Ámbito de aplicación).** El presente Acuerdo se aplica a toda Casa de Valores o Asesor de Inversiones que en forma directa ejerza, ofrezca y/o asesore en la Actividad FOREX, en o desde la República de Panamá.*

Queda expresamente prohibido realizar o asesorar en la Actividad FOREX sin la debida autorización, conforme a lo establecido en el artículo 255 de la Ley del Mercado de Valores.

Artículo 2. (Definiciones).

Para los propósitos del presente Acuerdo, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones en concordancia con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores:

1. ***Actividad FOREX**. Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.*

   Esta actividad incluye ofrecer al público en general realizar operaciones de compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas; y/o intermediar y/o actuar por cuenta de clientes en la compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas; o realizar asesoramiento de inversión en divisas y/o asesoría de compra y venta de monedas extranjeras y divisas, en todos los casos como actividad de inversión, a un precio o tipo de cambio pactado en el momento en que fue contratado, y actuando por cuenta de clientes para este propósito.

   Incluye también las operaciones de contado (spot), forwards, contratos por diferencia (CFD), swaps y opciones, todos ellos sobre monedas extranjeras, siempre que dichas operaciones sean ofrecidas al público en general, y que no estén contempladas en las excepciones indicadas en el artículo 3 del presente Acuerdo.

...

Artículo 3. (Excepciones a la Actividad FOREX).

Se exceptúan de la obligatoriedad de obtener una licencia de Casas de Valores para el ejercicio de la actividad FOREX las siguientes actividades:

1. El intercambio de divisas que se efectúe por cuenta propia y sin ofrecimiento al público en general.

2. Las operaciones de las tesorerías de los bancos y de las Casas de Valores cuando se efectúen por cuenta propia.

3. Las operaciones bancarias, transferencias o compra y venta de divisas de los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá, por cuenta de terceros, únicamente como resultado de una operación de comercio exterior.

4. Las operaciones de cambio de divisas de contado (spot) que sean realizadas por los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá con terceros, cualquiera sea el destino u objetivo de la transacción.

5. Las operaciones de futuros, opciones y otras modalidades de operaciones con divisas que sean realizadas por los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de Bancos de Panamá con terceros siempre y cuando:

a. No se canalicen a través de plataformas electrónicas de negociación, y/o

b. Tengan como propósito declarado por el cliente el de tomar cobertura sobre sus exposiciones en moneda extranjera.

6. Las propias de las casas de cambio y de remesas de dinero.

7. Las operaciones con divisas -cualquiera sea su modalidad- que realicen las administradoras de jubilaciones y pensiones y los fondos o sociedades de inversión, que deberán regirse conforme a los Acuerdos respectivos.

8. La compra o venta de valores en moneda extranjera, o que reciban sus rendimientos en moneda extranjera.

9. Cualquier otra que la Superintendencia mediante Acuerdo defina como excepción.

...

*[6]**Artículo 5. (Asesoría en FOREX de los Asesores de Inversiones).** Los Asesores de Inversiones podrán asesorar en FOREX y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en FOREX en casas de valores nacionales o extranjeras, siempre que cumplan con lo indicado en el artículo 7 del presente Acuerdo. La Superintendencia podrá solicitar a los Asesores de Inversiones un informe que incluya el listado de las jurisdicciones extranjeras en donde haya cuentas de inversión en FOREX asesoradas por el Asesor de*

[6] Cfr. Modificado por el Artículo Segundo del Acuerdo No.1-2015 de 3 de junio de 2015.

Inversiones, así como el número total de cuentas asesoradas, sus montos y tipos de clientes, para cada jurisdicción.

...

[7]***Artículo 7. (Solicitud de autorización de Asesores de Inversiones para asesorar cuentas de inversiones en FOREX. Plan de negocios).***

Los Asesores de Inversiones que quieran ofrecer y prestar asesoramiento sobre inversiones en el mercado FOREX, deberán presentar ante la Superintendencia del Mercado de Valores un Plan de Negocios que, además de contemplar los requisitos generales establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus acuerdos vigentes, contemple, como mínimo, los siguientes requisitos específicos para el desarrollo de tal actividad:

1. Descripción detallada y precisa de las operaciones en FOREX sobre las que tienen intención de asesorar, informando los productos que ofrecerán y el segmento de clientes a atender.

2. Información de las Casas de Valores o instituciones del exterior que recomendarán a sus clientes para canalizar sus inversiones en el mercado FOREX y los criterios a adoptar para su selección.

3. Establecer un cronograma de implementación de estas actividades proyectado para los dos (2) años siguientes.

4. Copia de los modelos de contratos-tipo para celebrar con sus clientes y sus respectivos anexos, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10 de este Acuerdo.

5. Manual de Políticas y procedimientos formalizados para la evaluación del perfil de riesgos del cliente y las acciones a adoptar cuando las operaciones del cliente en FOREX se desvíen (por tipo de producto y/o monto de las operaciones) respecto de las consistentes con su perfil de riesgo.

6. Manual de Políticas de Deslizamiento de Precios: el cual contendrá las políticas, acciones, y formas de comunicación con los clientes para el manejo de situaciones de deslizamiento de precios de conformidad con lo establecido en el artículo 16 del presente Acuerdo.

***PARÁGRAFO TRANSITORIO:** Los Asesores de Inversiones que administren cuentas en FOREX deberán limitar sus servicios a asesoría en FOREX, en un plazo no mayor de tres (3) meses contados a partir de la fecha de entrada en vigencia del presente Acuerdo.*

...

Artículo 11. (Información al Público, Promoción y Publicidad).

El objetivo de la publicidad es proporcionar a los clientes y al público en general una información clara, veraz, suficiente y actualizada, en un formato de fácil comprensión, y debe permitir comparar en forma equitativa entre las diversas ofertas de inversiones realizadas por quienes tengan licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores para operar o asesorar en FOREX y evaluar si las mismas satisfacen sus necesidades y expectativas.

La publicidad de la actividad FOREX debe respetar los siguientes principios:

a) Claridad: debe ser directa y completa, de forma que resulte fácil de entender por el público y útil para orientar sus decisiones.

b) Veracidad: debe ser cierta, no inducir a engaño, equívocos o confusiones. Las condiciones ofrecidas en la publicidad tendrán carácter vinculante.

c) Integridad y suficiencia: la información contenida en la publicidad deberá comprender los elementos o datos fundamentales para dar una información precisa y suficiente sobre el oferente y los productos ofrecidos, con el fin de que el público pueda hacerse una imagen fiel de los mismos.

d) Identificación e independencia: deberá, necesariamente, mostrar la denominación y los signos distintivos y marcas comerciales de la Casa de Valores o Asesor de Inversiones, y la mención de que está debidamente autorizada por la Superintendencia del Mercado de Valores para operar en el mercado internacional de divisas (FOREX). Si la Casa de Valores o Asesor de Inversiones forma parte de un grupo financiero o económico, la publicidad puede hacer referencia al citado grupo, pero sin inducir al público a creer que el referido grupo, o alguno de sus miembros, garantizan de alguna manera las inversiones FOREX ofrecidas.

La publicidad que realicen las Casas de Valores y Asesores de Inversiones, no estará sujeta al control previo de la Superintendencia del Mercado de Valores, sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia de disponer y decretar la suspensión y retiro del material publicitario que se considere no conforme con lo establecido en el presente Acuerdo y de las sanciones que le resulten aplicables según lo previsto en los Capítulos II y III del Título XII de la Ley del Mercado de Valores.

---

[7] Cfr. Modificado por el Artículo Tercero del Acuerdo No.1-2015 de 3 de junio de 2015.

DIRECCIÓN JURÍDICA
SMV

El material de publicidad no puede ofrecer garantías de rentabilidad ni acuerdos que establezcan compartir utilidades y/o pérdidas. En caso de hacer mención a rendimientos pasados deberá aclarar que los resultados pasados son meramente indicativos y no necesariamente son garantía de resultados futuros, haciéndose constar el período de obtención de esos retornos, con indicación de si incorporan o no las comisiones de administración y custodia y su equivalente calculado sobre una base anual.
Las políticas y procedimientos formalizados deberán contemplar el responsable a cargo de la evaluación y aprobación del material publicitario. El material utilizado para la promoción deberá guardarse por un período mínimo de cinco (5) años desde la última vez que fue utilizado. Los datos de soporte empleados para la elaboración de la información contenida en el material promocional, tales como resultados observados en un determinado período, deben ser guardados por las Casas de Valores y Asesores de por un período mínimo de cinco (5) años.
Queda prohibido realizar publicidad sobre inversiones FOREX, a entidades no autorizadas para operar en FOREX por la Superintendencia del Mercado de Valores."

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

1. ¿Cuál es el alcance del término "asesorar en Forex" contenido en la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo 4-2013? ¿esto incluye recomendar apertura de cuentas?;
R. El alcance del término "asesorar en Forex", está desarrollado mediante el Texto Único "Ordenado por la Asamblea Nacional, que comprende el Decreto Ley 1 de 1999 y sus leyes reformatorias y el Título II de la Ley 67 de 2011" debidamente publicado mediante Gaceta Oficial No.26979-A de 23 de febrero de 2012, en adelante la "Ley del Mercado de Valores" y el Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013 "Por el cual se reglamenta la actividad de inversión en el Mercado Internacional de Divisas (FOREX) en o desde la República de Panamá, y se establecen requisitos especiales y tecnológicos que deben mantener las Casas de Valores y los Asesores de Inversión para el ejercicio de ésta actividad", como es del entender, la Superintendencia del Mercado de Valores, es la entidad, cuyos objetivos son la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, siendo así y por lo complejo que es el mercado de valores, a fin de poder realizar el análisis de lo que contempla el término "asesorar en Forex" , nos lleva más que aplicar una definición, a considerar dicho término bajo los siguientes elementos : (i) Sujeto y (ii) Servicio; de manera tal que, el análisis del alcance se aplique sobre la base de lo que integran dichos elementos a saber:

a. **Sujeto:**
Ciñéndonos al término indicado por el solicitante, este es, "asesorar en Forex", nos lleva primeramente a distinguir:

- **¿Quién es la persona que, de acuerdo con la Ley del mercado de valores, puede asesorar en Forex?**, siendo esta, la figura del "Asesor de Inversiones", toda vez que de acuerdo con lo establecido a través del numeral 8 del Artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores, un Asesor de Inversiones es aquella persona que por una remuneración se dedica al negocio de asesorar en Forex.
  A su vez, a través del Artículo 50 de la Ley del Mercado de Valores, se establece que solo podrán ejercer el negocio de asesor de inversiones, en la República de Panamá o desde esta, las personas que hayan obtenido la correspondiente licencia expedida por la Superintendencia independientemente de que dichas personas presten servicios en relación con valores que estén registrados en la Superintendencia o no.
  Adicionalmente se indica, en el artículo 50 antes señalado, que las Casas de Valores podrán ejercer el negocio de asesor de inversiones sin necesidad de obtener una licencia de asesor de inversiones.

  Las personas que podrán asesorar en Forex son: los Asesores de Inversiones y las Casas de Valores que hayan obtenido la licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores tras cumplir con la aplicación indistinta del artículo 6 (Casas de Valores) o artículo 7 (Asesores de Inversión) del Acuerdo 4-2013, según el caso, sobre la presentación del plan de negocios y el cumplimiento de los requisitos mínimos para desarrollar dicha actividad.

  Conforme a lo anterior, es oportuno señalar que la denominación Forex o FX Trading, es de uso exclusivo para entidades autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores, conforme lo establece la Ley del Mercado de Valores a través del Artículo 332 sobre el "Uso

exclusivo de denominaciones". Y, por lo que, consideramos oportuno, definir "uso" y "denominación" de acuerdo con el concepto otorgado por la Real Academia Española, a saber:

"Uso.

1. m. Acción de usar.
2. m. uso específico y práctico a que se destina algo."

"Denominación.

1. F. Nombre, título o sobrenombre con que se distinguen las personas y las cosas."

Por lo tanto, de lo antes señalado se entenderá, que los nombres y títulos que se incluyan en el desarrollo del Artículo 332 de la Ley del Mercado de Valores, serán de uso exclusivo, es decir, usados específicamente para los fines que destina la Ley del Mercado de Valores, sin que esto implique desconocer las excepciones establecidas en la misma norma respecto a la Actividad Forex.

Ahora bien, adentrándonos al contenido del Artículo 332 de la Ley del Mercado de Valores, el mismo, (i) lista dentro de las denominaciones de uso exclusivo la denominación "Forex (en español), Forex, FX Trading (en inglés) (o la presente denominación en cualquier otro idioma)" y (ii) establece diversas obligaciones a cumplir entre las cuales se encuentran las siguientes:

1. El uso de la denominación "Forex (en español) - Forex, FX Trading (en inglés) (o la presente denominación en cualquier otro idioma)" como parte de la razón social, denominación comercial u objeto social de personas jurídicas a ser organizadas o existentes bajo las leyes de la República de Panamá, en su forma singular y plural, en masculino o femenino, requiere de la autorización previa de la Superintendencia, así como las reformas al pacto social que modifiquen la razón social o comercial, objetos de una entidad con licencia expedida por la Superintendencia.

2. Únicamente las entidades que obtengan la respectiva licencia o registro ante la Superintendencia **podrán utilizar** la denominación "Forex (en español) – Forex, FX Trading (en inglés) (o la presente denominación en cualquier otro idioma)". Es decir que, cualquier otra entidad que no cumpla con los requisitos señalados al inicio del presente párrafo, **no podrá utilizar** la denominación "Forex (en español) – Forex, FX Trading (en inglés) (o la presente denominación en cualquier otro idioma)", en el alcance que le ha otorgado la Ley del Mercado de Valores.

Es oportuno, tener presente, que la Real Academia Española, define el término **utilizar** bajo el siguiente concepto:

- Hacer que algo sirva para un fin.

3. La Superintendencia es la única entidad facultada para autorizar el uso de la denominación "Forex (en español) – Forex, FX Trading (en inglés) (o la presente denominación en cualquier otro idioma)", en el alcance de lo que se conceptúa como Actividad Forex en la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, deseamos hacer la salvedad que el análisis de la presente opinión ha sido efectuado considerando las actividades propias del mercado de valores en materia de Forex que se desarrolle en la República de Panamá o desde ella; y se excluyen, las actividades exceptuadas mediante el Artículo 73 de la Ley del Mercado de Valores, así como todas y cada una de las actividades que están sujetas a la supervisión de otro regulador.

b. **Servicios:**

Luego de haber identificado quién es la persona que puede "asesorar en Forex", se debe distinguir ¿cuál es el objetivo de quien se disponga a "asesorar en Forex"?, teniendo así que, la meta de dicha persona hacia la cual se dirijan sus acciones, será la emisión de criterios, recomendación u opiniones en materia de **"Forex"**, lo anterior con el beneficio de la obtención de una remuneración tras la dedicación a dicho negocio.

Habiendo indicado lo anterior, sobre el "Forex" es importante resaltar lo que se entenderá por Forex a través de la Ley del Mercado de Valores, de acuerdo con lo establecido mediante el numeral 28 de su Artículo 49 y Artículo 72, a saber:

Forex (Foreign Exchange Currency Market) o Mercado de Intercambio de Divisas: Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el

momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.

Siendo así, y por ser dos (2) tipos de personas quienes podrán "asesorar en Forex", procederemos a distinguir algunas de las actividades que permite la Ley del Mercado de Valores para cada una de estas dos personas, a saber:

1. **Casas de Valores**:
   1.1. De acuerdo con lo establecido mediante el numeral 10 del Artículo 49 (Definiciones) del Título I (Definiciones) de la Ley del Mercado de Valores:
      1.1.1. Las Casas de Valores se dedicarán al negocio de comprar y vender valores o instrumentos financieros, por cuenta de terceros o por cuenta propia.
      1.1.2. Las Casas de Valores podrán realizar la actividad de ofrecimiento y apertura de cuentas de inversión.
   1.2. De acuerdo con lo establecido mediante el Artículo 50 (Licencia Obligatoria) del Capítulo I (Disposiciones Generales) del Título II (Casas de Valores y Asesores de Inversión) de la Ley del Mercado de Valores:
      1.2.1. Las casas de valores podrán ejercer el negocio de asesor de inversiones sin necesidad de obtener una licencia de asesor de inversiones.
   1.3. De acuerdo con lo establecido mediante el Artículo 54 (Actividades Permitidas) del Capítulo II (Casas de Valores) de la Ley del Mercado de Valores:
      1.3.1. *La persona a quien la Superintendencia otorgue licencia de* Casa de Valores, solo podrá dedicarse al negocio de casa de valores, salvo en el caso de bancos o administradores de inversiones.
      1.3.2. Los bancos que obtengan Licencia de Casa de Valores podrán ejercer también la actividad fiduciaria, previa obtención de la licencia correspondiente.
      1.3.3. La persona a quien se le otorgue Licencia de Casa de Valores podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y **negocios incidentales del negocio de casa de valores, como Forex**, el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones y el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores. También podrá realizar la actividad de administración de inversiones de sociedades de inversión para lo cual deberá requerir la respectiva Licencia de Administrador de Inversiones de Sociedad de Inversión.
      1.3.4. La Superintendencia podrá restringir las actividades que realicen las casas de valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista.
   1.4. De acuerdo con lo establecido mediante el Artículo 64 (Cuentas de Inversión, manejo de valores y dineros de clientes) del Capítulo II (Casas de Valores) de la Ley del Mercado de Valores, entre las actividades permitidas más relevantes que nos atañen a la presente consulta, están las siguientes:
      1.4.1. Las Casas de Valores mantendrán los valores y los dineros de clientes en cuentas de inversión de conformidad con las disposiciones que dicte la Superintendencia.
      1.4.2. La Superintendencia dictará reglas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores en relación con el manejo y la administración de cuentas de inversión y dineros de clientes, el traspaso de cuentas de inversión entre casas de valores; entre otras.
      1.4.3. En aquellos casos en que una casa de valores o un corredor de valores tengan facultades discrecionales en el manejo de cuentas de inversión de un cliente, deberá administrar dichas cuentas con aquella diligencia y aquel cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.
      1.4.4. Las cuentas de inversión podrán contener valores o dinero en efectivo, siempre que este último sea incidental y no el objeto principal de la cuenta de inversión. Los dineros depositados en cuentas de inversión podrán devengar intereses, según lo establezca el reglamento de la cuenta de inversión.
      1.4.5. Las cuentas de inversión ofrecidas por casas de valores quedarán sujetas a las disposiciones del Título X de la Ley del Mercado de Valores.

2. **Asesores de Inversión**:
   2.1. De acuerdo con lo establecido mediante el Artículo 74 (Actividades Permitidas) del Capítulo IV (Asesores de Inversión) de la Ley del Mercado de Valores:
      2.1.1. Los asesores de inversión se dedicarán al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o

vender valores y otros instrumentos financieros. También podrán preparar y publicar estudios financieros o informes sobre valores y otros instrumentos financieros, **asesorar en Forex** y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras.

2.1.2. Los asesores de inversión podrán administrar las cuentas de inversión de sus clientes mantenidas con un intermediario. En estos casos, **podrán transmitir las órdenes de compra y venta a las casas de valores** que las ejecutarán cuando así el cliente lo autorice, **pero no podrán mantener cuentas de custodia**.

2.1.3. La Superintendencia reglamentará mediante acuerdo los requisitos para obtener su licencia, así como el alcance de las actividades que podrán realizar los asesores de inversión, para la protección del público inversionista.

2.2. De acuerdo con lo establecido mediante el Artículo 5 (Operatoria FOREX de los Asesores de Inversiones) del Acuerdo 4-2013:

2.2.1. Los asesores de inversiones podrán asesorar en Forex y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en Forex en Casas de Valores nacionales o extranjeras, siempre que cumplan con lo indicado en el Artículo 7 del Acuerdo 4-2013.

2.3. De acuerdo con lo establecido a través del Artículo 7 del Acuerdo 4-2013 debidamente reformado por el Artículo Tercero del Acuerdo 1-2015:

2.3.1. Los Asesores de Inversiones que quieran ofrecer y prestar asesoramiento sobre inversiones en el mercado FOREX, deberán presentar ante la Superintendencia del *Mercado de Valores un Plan de Negocios que, además de contemplar* los requisitos generales establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus acuerdos vigentes, contemple una serie de requisitos que el mismo lista, entre los que se encuentra el siguiente: **Información de las Casas de Valores o instituciones del exterior que recomendarán a sus clientes para canalizar sus inversiones en el mercado FOREX** y los criterios a adoptar para su selección.

Teniendo en cuenta todos los aspectos analizados, se llega a la conclusión de que el alcance del término "asesorar en Forex", es amplio y el mismo recaerá sobre los elementos que previamente hemos explicado, estos son: (i) sujeto y (ii) Servicio. Siendo ejercido así dicho asesoramiento por parte del Asesor de Inversión o la Casa de Valores, de acuerdo con lo permitido a través de la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013.

Ahora bien, con el fin de avanzar con lo consultado, procedemos a atender la siguiente interrogante del solicitante, la cual subrayamos y resaltamos a continuación: "¿Cuál es el alcance del término "asesorar en Forex" contenido en la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo 4-2013? **¿esto incluye recomendar apertura de cuentas?**".

Como hemos señalado en el literal "c" anterior, sobre Servicios, los mismos deben ser vistos desde el tipo de persona que realiza dicho servicio, ya que, de acuerdo con el tipo de licencia, las Casas de Valores o los Asesores de Inversión, podrán llevar a cabo su asesoría en Forex de acuerdo con los servicios que les han sido permitidos a través de la Ley del Mercado de Valores, dentro de los cuales, dependiendo el tipo de licencia, se podrá encontrar la "recomendación de apertura de cuentas".

Siendo así, se tendrá que en lo que concierne a "recomendar apertura de cuentas":

- **Las Casas de Valores: Podrán realizar dos tipos de recomendación de apertura de cuentas, a saber:**
  - **Recomendar la apertura de una cuenta de inversión en Forex en su Casa de Valores** o bien,
  - **Recomendar la apertura de una cuenta de inversión en Forex en Casas de Valores nacionales o extranjeras** (de acuerdo con lo establecido en el Artículo 50 de la Ley del Mercado de Valores, entendiendo que las Casas de Valores podrán ejercer el negocio de Asesor de Inversiones sin necesidad de obtener una licencia de asesor de inversiones).

- **Los Asesores de Inversiones: Podrán únicamente recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en Forex en Casas de Valores nacionales o extranjeras**, siempre que su Plan de Negocios contemple además de los requisitos establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus acuerdos vigentes, la Información de las Casas de Valores o instituciones del

exterior que recomendarán a sus clientes para canalizar sus inversiones en el mercado Forex y los criterios a adoptar para su selección. No obstante, es claro que los Asesores de Inversión no podrán mantener cuentas de custodia, ya que, como se ha indicado, los Asesores de Inversión deberán girar o transmitir la orden a una casa de valores que ejecute la orden del cliente.

Por lo anterior, podemos concluir que dentro del negocio de Asesorar en Forex, se incluye la recomendación de apertura de cuentas. No obstante, como bien se ha indicado, el tipo de recomendación de apertura de cuenta que se efectúe, dependerá de la persona que realice la misma, la cual deberá hacerlo atendiendo lo permitido por la licencia que le haya sido otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores.

2. ¿Cuáles Actividades Forex son instrumentos financieros?
R. Considerando lo plasmado por el solicitante en su consulta, es oportuno aclarar, que a través del Texto Único del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013 se definen un listado de términos para los propósitos de dicho acuerdo, siendo uno de los términos definidos el siguiente:

> *"Artículo 2. (Definiciones). Para los propósitos del presente Acuerdo, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones en concordancia con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores:*
> *1. **Actividad FOREX**. Operación habitual de compraventa de monedas y divisas a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito. Esta actividad incluye ofrecer al público en general realizar operaciones de compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas; y/o intermediar y/o actuar por cuenta de clientes en la compra y/o venta de moneda extranjera y/o divisas; o realizar asesoramiento de inversión en divisas y/o asesoría de compra y venta de monedas extranjeras y divisas, en todos los casos como actividad de inversión, a un precio o tipo de cambio pactado en el momento en que fue contratado, y actuando por cuenta de clientes para este propósito. Incluye también las operaciones de contado (spot), forwards, contratos por diferencia (CFD), swaps y opciones, todos ellos sobre monedas extranjeras, siempre que dichas operaciones sean ofrecidas al público en general, y que no estén contempladas en las excepciones indicadas en el artículo 3 del presente Acuerdo." (el **resaltado** es nuestro)*

En este sentido, de la presente definición consideramos oportuno hacer la distinción que el Acuerdo 4-2013 hace alusión al término "Actividad Forex", dándole a dicho sustantivo un trato singular como una operación, actividad que tiene una serie de inclusiones en la misma, las cuales se encuentran debidamente detalladas y explicadas en el artículo citado en párrafo anterior.

-El Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, a través del numeral 32 de su Artículo 49, define el término "Instrumento Financiero" como:

> *"32. **Instrumento financiero**. Cualquier contrato que origina el nacimiento de un activo financiero para una entidad y el nacimiento de un pasivo financiero o un instrumento de capital para la otra entidad. Los instrumentos financieros incluyen de esta forma todos los activos financieros y pasivos financieros que estén titularizados o no, así como todos sus derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser divisas, metales preciosos y otros."*

Por lo anterior y contemplando lo consultado por el solicitante, tenemos a bien denotar que esta Superintendencia, considera que (i) la definición otorgada al concepto Actividad Forex a través del numeral 1 del Artículo 2 del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013, es clara, exacta y precisa; y que (ii) la definición otorgada al concepto Instrumento Financiero a través del numeral 32 del Artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores también es clara, exacta y precisa; por lo que no hay más que añadir respecto a la aplicación de dichas normas de acuerdo con lo establecido en el Artículo 19 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

DIRECCIÓN JURÍDICA SMV

3. ¿A quiénes le son aplicables las reglas de información, publicidad y promoción contenidas en el Acuerdo 4-2013? ¿Cuándo se encuentran estas actividades sujetas a fiscalización de la Superintendencia?

R. A fin de atender la presente consulta, debemos tomar en consideración lo establecido en los Artículos 1 y 11 del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013, por lo que, las reglas de información, publicidad y promoción contenidas en el Acuerdo 4-2013, serán aplicables a todas y cada una de las Casas de Valores o Asesores de Inversiones que en forma directa ejerzan, ofrezcan y/o asesoren en la Actividad Forex, en o desde la República de Panamá de acuerdo con la *autorización dada por la Superintendencia del Mercado de Valores* ***para realizar actividad FOREX o asesorar en FOREX***. No obstante, se deberá tener presente que, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 255 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, ninguna persona, natural o jurídica, podrá realizar sin licencia o sin registro **actividades que según la Ley del mercado de Valores requiera autorización expresa de la Superintendencia**, tema este que hemos desarrollado en la respuesta a la pregunta 1 de la presente Opinión Administrativa.

En lo que respecta a la consulta sobre ¿cuándo se encuentran estas actividades sujetas a fiscalización de la Superintendencia?, de acuerdo con lo establecido en el Artículo 11 del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013, la publicidad que realicen las Casas de Valores y Asesores de Inversiones, no estará sujeta al control previo de la Superintendencia del Mercado de Valores, **sin perjuicio** de la facultad de la Superintendencia de **disponer y decretar la suspensión y retiro del material publicitario** que se considere no conforme con lo establecido en el presente Acuerdo y de las sanciones que le resulten aplicables según lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Continuando con el análisis de las consultas efectuadas por el solicitante, en lo que se refiere a la excepción a la Actividad Forex que contempla el numeral 4 del artículo 3 del Acuerdo 4-2013, el mismo formula las siguientes consultas:

4. ¿Existen limitantes en cuanto al destino y objetivo de las transacciones al contado (spot) realizadas por los bancos con terceros?;

R. Considerando que la consulta del solicitante se ha hecho para obtener información sobre actividades realizadas por los bancos con terceros, la Superintendencia del Mercado de Valores, no podrá pronunciarse al respecto, ya que las opiniones de la Superintendencia se limitarán a expresar la posición administrativa de esta en cuanto a aplicar una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores a un caso particular. Lo anterior, bajo el precepto, de que la Superintendencia tendrá competencia privativa para regular y supervisar a los emisores, sociedades de inversión, intermediarios y demás participantes del mercado de valores.

5. ¿Cuándo se considera que el banco ejerce un rol en la transacción al contado (spot) que le impide invocar dicha excepción?"

R. Considerando que la consulta del solicitante se ha hecho para obtener información sobre el papel de un banco, la Superintendencia del Mercado de Valores, no podrá pronunciarse, ya que las opiniones de la Superintendencia se limitarán a expresar la posición administrativa de la misma en cuanto a la aplicación de una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores a un caso particular. Lo anterior, bajo el precepto, de que la Superintendencia tendrá competencia privativa para regular y supervisar a los emisores, sociedades de inversión, intermediarios y demás participantes del mercado de valores.

Encontrándose atendidas las consultas efectuadas por el solicitante, antes de culminar, procedemos a considerar un último punto que el solicitante requirió que sea atendido por la Superintendencia del Mercado de Valores, este es:

> *"Solicitamos a la Superintendencia que se pronuncie, de manera individual sobre: a) las operaciones al contado (spot), b) los forwards, c) los CFD, d) los Swaps y e) las opciones, todas las anteriores sobre moneda extranjera, y determine cuáles de ellos son "instrumentos financieros"* ***y cuáles no lo son, de conformidad con la definición contenida en el numeral 32 del Artículo 49*** *de la Ley del Mercado de Valores y demás elementos de*

juicio."

R. Considerando lo plasmado por el solicitante en su consulta, es oportuno señalar, que a través del Texto Único del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013 se definen los términos, CFD, Forwards de moneda extranjera, Opciones de moneda y Swaps de moneda extranjera, de la siguiente manera:

> *"Artículo 2. (Definiciones). Para los propósitos del presente Acuerdo, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones en concordancia con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores:*
> *1. ...*
> *4. **Contrato por Diferencia de moneda extranjera (CFD).** Contrato, sin vencimiento, en el que el comprador (inversor) adquiere un certificado representativo de una cantidad determinada de moneda extranjera que compra (posición larga) o vende (posición corta) respecto de otra moneda a un determinado tipo de cambio. Las operaciones de CFD son apalancadas, para lo cual se requiere la constitución de saldos de márgenes (en la respectiva cuenta constituida para ello), en la que el inversor deberá reconstituir (o se le liberará) saldos por la diferencia según la evolución del tipo de cambio de la moneda adquirida respecto de la moneda de pago involucradas en el CFD.*
> *5. ...*
> *7. **Forwards de moneda extranjera.** Contrato de compra/venta de monedas extranjeras a una fecha futura y a un tipo de cambio determinado. A la fecha de vencimiento, el comprador y vendedor intercambian las monedas al tipo de cambio pactado (forwards con entrega) o bien compensan la diferencia resultante de la Moneda Cotizada del tipo de cambio contado vigente a la fecha valor respecto del tipo de cambio pactado. (forwards sin entrega)*
> *8. ...*
> *9. **Opciones de moneda.** Contrato que contempla el derecho del comprador/tomador de la opción y, en caso de ejercerse la opción, la obligación del vendedor/lanzador de la opción de comprar y/o vender la moneda cotizada a un determinado tipo de cambio, liquidable mediante la entrega de la moneda cotizada y su pago con otra moneda de referencia; o la compensación de la diferencia resultante de la moneda cotizada al tipo de cambio contado vigente a la fecha valor respecto del tipo de cambio pautado. La opción es "europea" cuando sólo puede ser ejercida en la fecha de su vencimiento, mientras que se denomina "americana" cuando la opción puede ser ejercida por el comprador/tomador en cualquier momento dentro del plazo establecido.*
> *10. ...*
> *14. **Swaps de moneda extranjera.** Contrato que establece el intercambio futuro de flujos financieros expresados en diferentes monedas extranjeras a tipos de cambio prefijados en relación a un valor nocional determinado.*
> *15. ..."*

En lo que respecta a las Operaciones al contado (spot), si bien, la misma no mantiene una definición dentro del Artículo 2 del Acuerdo 4-2013 y del Artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, es considerable indicar que en el Acuerdo 4-2013, en el desarrollo del mismo, se indica dentro del término Actividad FOREX, todas y cada una de las operaciones que se incluyen dentro de dicha actividad, entre estas, contado (spot), sobre monedas extranjeras, siempre que dichas operaciones sean ofrecidas al público en general, y que no estén contempladas en las excepciones indicadas en el artículo 3 del Acuerdo 4-2013.

El Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, a través del numeral 32 de su Artículo 49, define el término "Instrumento Financiero" como:

> *"32. **Instrumento financiero**. Cualquier contrato que origina el nacimiento de un activo financiero para una entidad y el nacimiento de un pasivo financiero o un instrumento de capital para la otra entidad. Los instrumentos financieros incluyen de esta forma todos los activos financieros y pasivos financieros que estén titularizados o no, así como todos sus*

derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser divisas, metales preciosos y otros."

Esta Superintendencia, tomando en consideración que la definición otorgada al concepto Instrumento Financiero a través del numeral 32 del Artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores es clara, exacta y precisa, solo queda referir al solicitante a las definiciones otorgadas a los conceptos CFD, Forwards de moneda extranjera, Opciones de moneda y Swaps de moneda extranjera, a través del Artículo 2 del Acuerdo 4-2013 de 29 de mayo de 2013, ya que las mimas también son claras en su descripción.

Conclusión:

Tomando en consideración todo lo desarrollado en la presente Opinión, se concluye lo siguiente:

- Las personas que podrán asesorar en Forex son: los Asesores de Inversiones y las Casas de Valores que obtuvieron la licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores tras cumplir con la aplicación del artículo 6 (Casas de Valores) o artículo 7 (Asesores de Inversión) del Acuerdo 4-2013, según el caso, relativo a la presentación del plan de negocios, además de contemplar los requisitos generales establecidos en la Ley del Mercado de Valores y sus acuerdos vigentes, para desarrollar dicha actividad.
- Que el alcance del término "asesorar en Forex", es amplio y el mismo recaerá sobre los elementos que previamente hemos explicado, estos son: (i) sujeto y (ii) Servicio. Ejercen dicho asesoramiento el Asesor de Inversión o la Casa de Valores, de acuerdo con lo permitido por la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo 4-2013 del 29 de mayo de 2013.
- Dentro del negocio de Asesorar en Forex, se incluye la recomendación de apertura de cuentas. No obstante, como bien se ha indicado, el tipo de recomendación de apertura de cuenta que se efectúe, dependerá de la persona que realice la misma, la cual deberá hacerlo atendiendo lo permitido por la licencia que le haya sido otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores.
- Las reglas de información, publicidad y promoción contenidas en el Acuerdo 4-2013 son aplicables a todas y cada una de las Casas de Valores o Asesores de Inversiones que en forma directa ejerzan, ofrezcan y/o asesoren en la Actividad Forex, en o desde la República de Panamá de acuerdo con la *autorización dada por la Superintendencia del Mercado de Valores* ***para realizar actividad FOREX o asesorar en FOREX***.
- La publicidad de las Casas de Valores y Asesores de Inversiones no estará sujeta al control previo de la Superintendencia del Mercado de Valores, sin perjuicio de la facultad de la Superintendencia de disponer y decretar la suspensión y retiro del material publicitario no conforme con el Acuerdo No.4-2013 de 29 de mayo de 2013 y de las sanciones aplicables según lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Fundamento legal: Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, Acuerdo No.4-2013 de 29 de mayo de 2013.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Julio Javier Justiniani
Superintendente

/agl/D.Jurídica