SMV

Superintendencia del Mercado de Valores

República de Panamá

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ

TOMO V

MARZO 2021


SMV
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá

MARZO 2021

SMV
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ

TOMO V

MARZO 2021

332.642

P191 Panamá. Superintendencia del Mercado de Valores
Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá / Darío Sandoval... [et al.]. – Panamá: Superintendencia del Mercado de Valores, 2020. 1 recurso en línea ; 1 KB

ISBN 978-9962-8529-0-2

1. MERCADO DE VALORES
2. BOLSA DE VALORES - PANAMÁ
3. ECONOMÍA - PANAMÁ I. Título.

Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV)
Panamá, Ciudad de Panamá, Calle 50, Edificio Global Plaza, Piso 8
Teléfono: (507) 501-1700
Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá
E-mail: Info@supervalores.gob.pa

Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá. Tomo V. Primera Edición digital.

Trabajado en formato digital en la ciudad de Panamá, República de Panamá, 2020.

Publicación Oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá.

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ. TOMO V. PRIMERA EDICIÓN DIGITAL
© Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV)

Diseño, diagramación y corrección:



Teléfono: (507) 395-5607

Dirección: Victoria Lacayo
Diseño y diagramación: José Martínez

Primera Edición digital. Panamá, 2021.
Todos los Derechos Reservados en esta edición son de la SMV. Prohibida la reproducción parcial o total de esta obra, por cualquier medio, sin el previo consentimiento y expresa autorización por escrito de la SMV.

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ
TOMO V

NOTA

La presente obra es una recopilación de artículos académicos y/o de opinión. Por ende, las opiniones expresadas en estos artículos son personales y la responsabilidad por el contenido de cada uno de estos será de su autor.

La publicación y distribución de esta obra tanto en forma física como digital ha sido autorizada por sus autores. Cualquier otra publicación y/o distribución total o parcial de esta obra, por cualquier medio, deberá contar con la autorización del autor o autores, según aplique y de la SMV.

ÍNDICE

AUTORIDADES DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

LISTADO DE AUTORES

PRÓLOGO

CAPÍTULO I
REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

1. FONDOS PRIVADOS Y SU APORTE COMO COMPLEMENTO A LAS JUBILACIONES EN PANAMÁ
Autor: **Jorge Mesa**

2. BONOS VERDES, BONOS SOCIALES Y BONOS SOSTENIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALES
Autor: **Pablo Epifanio**

3. CROWDFUNDING A TRAVÉS DE LA OFERTA DE VALORES REPRESENTATIVOS DE CAPITAL SOCIAL O DEUDA
Autor: **Oliver Muñoz Esquivel**

4. LA POTENCIAL REGULACIÓN DE LAS OFICINAS FAMILIARES DE ADMINISTRACIÓN PATRIMONIAL
Autor: **Darío Sandoval**

5. EL PAPEL DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO Y LA IMPORTANCIA DE UNA TERCERA OPINIÓN
Autor: **Ellis Cano**

6. RESUMEN DE TEMAS MATERIALES EN UN ANÁLISIS LEGAL DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO EN VIRTUD DEL CUAL SE CONSTITUYE UN FIDEICOMISO EMISOR COMO PARTE DE LAS ESTRUCTURAS DE FINANCIAMIENTO REALIZADAS A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES
Autora: **Kharla Aizpurúa**

CAPÍTULO II
ÉTICA, TRANSPARENCIA Y GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES

1. EL USO DE LA TECNOLOGÍA EN LA GESTIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES PANAMEÑO
Autora: **Tatiana Abadía R.**

2. FINTECH EN PANAMÁ: RETOS Y REGULACIÓN CON ESTÁNDARES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO
Autora: **Rosaura González Marcos**

3. PSICOLOGÍA DEL TRADING; EL ARTE PARA SER EXITOSO EN LAS INVERSIONES
Autora: **Marelissa Quintero de Stanziola**

AUTORIDADES DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

JUNTA DIRECTIVA

EDUARDO LEE
Presidente*

LUIS ANTONIO CHALHOUB MORENO
Secretario*

ADRIANA CARLES
Directora

JOSÉ RAMÓN GARCÍA DE PAREDES
Director

LUIS VÁSQUEZ BROWN
Director

NICOLÁS ARDITO BARLETTA
Director cruzado, designado por la Junta Directiva de la Superintendencia de Bancos de Panamá

GLORIANNA DE LUCA
Directora cruzada, designada por la Junta Directiva de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá.

*Del 18 de octubre de 2020 hasta el 18 de octubre de 2021.

JULIO JAVIER JUSTINIANI
Superintendente

ISABEL PÉREZ HENRÍQUEZ
Secretaria General

DIRECTORES

CELIA ANA BRAVO
Directora de Administración y Finanzas

YOLANDA G. REAL S.
Directora de Emisores

RAMÓN DIEZ BECCIU
Director Jurídico

JAVIER A. MIRANDA G.
Director de Investigaciones Administrativas y Régimen Sancionador

ZAIDA LLERENA
Directora de Supervisión de Intermediarios a.i.

ITZEL BARNETT
Directora de Prevención y Control de Operaciones Ilícitas a.i.

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ TOMO V

AUTORES

(En orden alfabético)

ABADÍA, Tatiana

Abogada de trayectoria con experiencia en Derecho Corporativo enfocada en Banca y Finanzas, Valores y Mercados de Capital. Más de 15 años de práctica asesorando a clientes en transacciones financieras nacionales y transfronterizas. Ha ofrecido servicios en varios sectores industriales en asuntos relacionados con financiamiento transfronterizo, reestructuración de deuda, préstamos corporativos sindicados garantizados y no garantizados, financiamiento de adquisición, ofertas públicas y privadas, estructuración de fideicomisos de garantía, estructuración y registro de fondos de inversión en Panamá, entre otros, y Fusiones y Adquisiciones en el sector financiero y otras industrias. Socia de Fábrega-Molino. Estudió en Universidad Santa María La Antigua, Panamá (LL.B., Cum Laude, 1997-2002) y en la Universidad Pontificia Comillas, Madrid, España (LL.M., Mercados Financieros, 2002- 2003).

AIZPURÚA OLMOS, Kharla

Socia en el Departamento de Derecho Corporativo de Morgan & Morgan. Frecuentemente asesora a clientes en transacciones de financiamiento tanto locales como transfronterizas. También ha participado en operaciones relacionadas con préstamos sindicados, financiamiento de proyectos públicos (transporte y energía), titularizaciones y emisiones públicas, fusiones y adquisiciones en servicios relacionados al sector de telecomunicaciones, entre otros, cumplimiento y protección de datos. Antes de integrarse a Morgan & Morgan, adquirió experiencia como asociada en el Departamento Corporativo de Garrigues en España, atendiendo materias relacionadas a fusiones y adquisiciones, banca y financiamiento de proyectos y mercado de valores. Ha sido reconocida por sus logros profesionales en la primera edición de los Premios Latinoamericanos de Energía e Infraestructura organizados por Iberian Legal Group. También, ha sido distinguida por Chambers & Partners y Legal 500 por su trabajo en la práctica de banca y financiamientos, y en temas de diversidad dentro de la profesión legal. Es afiliada y miembro de la Junta Directiva de WIP Panamá, capítulo panameño del programa de Mujeres en la Profesión (WIP) del Vance Center, organización pro-bono del New York City Bar Association. En materia pro-bono, participa como voluntaria en las Jornadas de Atención Legal gratuita que organiza la firma en comunidades en riesgo social. Adicionalmente, fue pieza clave en el desarrollo del proyecto de Ley de Voluntariado de Panamá, así como también asesora a diferentes ONG en sus temas

legales. Es graduada de la Universidad Complutense de Madrid en España y cuenta con una Maestría de Cornell Law School, University of Cornell, Ithaca, Nueva York. También posee un Diplomado de Gerencia de ONG otorgado por la Universidad de Louisville en la Ciudad de Panamá, y una certificación de INIDEM Business Law School por su participación en la especialización en Financial Skills for Practice and Management.

CANO PLATA, Ellis

Master en administración de Empresas con especialidad en Banca y Finanzas, de INCAE Business School. Licenciado en comercio con especialización en contabilidad de la Universidad de Panamá. Contador Público Autorizado. Ha tomado diferentes cursos y seminarios relacionados con el mercado de valores, en Estados Unidos, Brasil, España, Costa Rica y Panamá. Ha sido fundador y Gerente en varios emprendimientos propios. Fundador y director 1990-1997 de la Bolsa de Valores de Panamá. Director de la Bolsa Agropecuaria e Industrial (BAISA) 1998-1999. Comisión de Reglamentación de la ley de Fondo de Pensiones, 1994. Comisionado designado por el Presidente de la República, Lic. Guillermo Endara G. en representación de la Bolsa de Valores de Panamá. Director de familia de fondos (Banistmo/HSBC). Ha sido director de bancos y de casas de valores, y diversas empresas. Jubilado en la actualidad, se mantiene fungiendo como Asesor en diversas empresas de la localidad.

EPIFANIO, Pablo

Es asociado senior de Morgan & Morgan y actualmente forma parte del equipo de Derecho Corporativo de la firma donde ha estado involucrado en operaciones de fusiones y adquisiciones, mercado de valores y

ofertas públicas, banca y financiamiento de proyectos, y prevención de blanqueo de capitales. Obtuvo su Licenciatura en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Santa Maria La Antigua (2007), además de una Maestría en Derecho Bancario (Magna Cum Laude, 2010) y una segunda Maestría en Derecho Mercantil (Magna Cum Laude, 2011) en la Universidad Santa María La Antigua en Panamá. Posteriormente obtuvo una Maestría con énfasis en Derecho Bursátil y Corporativo en la Escuela de Derecho de Vanderbilt University, Nashville TN, Estados Unidos. Está habilitado para ejercer el derecho en la República de Panamá.

GONZÁLEZ MARCOS, Rosaura

Abogada con treinta y cinco años de ejercicio profesional en el área del derecho comercial, tributario, derecho bancario y del mercado de valores. Con Maestría en Administración de empresas y Post Grado en alta Gerencia. Ex Presidenta y Directora del Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá. Fundadora de Rgmarcos Consultores asesoría en buenas prácticas de gobierno, estándares de conducta de regulados del mercado financiero. Ha ejercido como Directora Nacional Legal y de Auditoría y Fiscalización de la Comisión Nacional de Valores hoy Superintendencia del Mercado de Valores. Docente Universitaria a nivel de Licenciatura y Maestría en materia de Derecho Comercial, Derecho Fiscal, Derecho Bancario y Títulos Valores.

MESA SIERRA, Jorge Humberto

Tiene más de 25 años de experiencia en la Industria de Fondos de Pensiones Privadas y de Cesantías en Colombia y Panamá. Actualmente es Vicepresidente de Negocios de Pro- Futuro Administradora de Fondos y Cesantías, en Panamá. Es Ingeniero Administrador de la Facultad de Minas de la Universidad Nacional de Colombia en Medellín, cuenta con un diplomado en gestión de Negocios del Instituto de Estudios Superiores en Administración (IESA) y una especialización en Marketing de la Universidad George Washington. Es miembro de la Comisión Macroeconómica de la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa y del Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá.

MUÑOZ ESQUIVEL, Oliver

Socio de la firma de abogados Quijano & Asociados en Panamá.

Obtuvo el título de Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá (2000).

Posee una Maestría del Comercio Internacional de la Universidad de Arizona (2001) y el Título de Especialista en Análisis Bursátil del Instituto de Estudios Bursátiles (IEB) (2002).

Ha cursado estudios de Derecho y Políticas FinTech en el Global Financial Markets Center de la Escuela de Leyes de la Universidad de Duke (2019).

Es miembro del Colegio Nacional de Abogados de Panamá, Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa (APEDE), Asociación Interamericana de la Propiedad Intelectual (ASIPI) y la Cámara de Comercio Británica de Panamá.

QUINTERO DE STANZIOLA, Marelissa

Abogada, Ex superintendente del Mercado de Valores, con una reconocida trayectoria en el sector financiero de Panamá. Trabajó por 16 años en el regulador del mercado de valores panameño, ocupando varios cargos directivos; Comisionada Interina en varios periodos, hasta ser nombrada como Superintendente del Mercado de Valores para el periodo 2015 -2019, siendo la primera mujer en ocupar este importante cargo. En el sector bancario laboro en MMG Bank Corporation, además de apoyar en otras empresas de la Unidad Financiera del Grupo Morgan & Morgan, como MMG Asset Management, Casa de Valores.

Se destacó a nivel internacional ocupando cargos importantes en IOSCO, Organización Internacional de Reguladores del Mercado de Valores. Electa en dos periodos como Vice- Presidenta del Comité Interamericano; igualmente fue parte de la Directiva de IOSCO. Haciendo que por primera vez Panamá participara en el cuerpo de gobierno encargado de establecer los estándares a nivel mundial. Participa activamente en gremios como Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGCP), Women in Profession (WIP), Asociación Directoras de Panamá (ADP). Activista en igualdad de género, fue miembro del Consejo Nacional por la Paridad de Género.

Es directora Independiente y consultora en Berg Associates. Posee una Maestría en Derecho Internacional y Negocios, LLM de la Stetson University College of Law, Florida U.S.

SANDOVAL SHAIK, Darío Sandoval

Abogado en ejercicio. Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Obtuvo el Diploma de Estudios Avanzados con especialización en Derecho Mercantil (DEA-Suficiencia Investigadora) en la Universidad de Salamanca, y es egresado del Curso de Formación de Asesores Jurídicos en Consumo, programa auspiciado por la Unión Europea y la Junta de Castilla y León.

Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas y Especialista en Docencia Superior por la Universidad de Panamá (Capítulo de Honor Sigma Lambda).

Graduado del Curso Superior en Derecho de Seguros del Centro de Estudios Financieros (CEF) de Madrid, España, y del Programa de Análisis Financiero Estratégico de la Universidad de Notre Dame, Mendoza College of Business, Estados Unidos de América (Executive Education).

Ha sido Asesor Legal en la otrora Comisión Nacional de Valores, actual Superintendencia del Mercado de Valores y Director del programa de Doctorado en Derecho de la Universidad Católica Santa María La Antigua (USMA). A nivel de grado imparte las cátedras de Derecho Económico, Derecho de Seguros y de Legislación del Mercado de Valores en el mismo centro de educación superior.

Autor de la obra “Derecho de los Mercados Financieros. Ensayos sobre regulación, contratos y régimen de prevención”.

Su activa participación en el Colegio Nacional de Abogados de Panamá le ha llevado a ocupar importantes cargos dentro dicha agrupación gremial, tales como Presidente de la Comisión de Banca, Fideicomiso y Bolsa de Valores; Presidente de la Comisión de Publicaciones Jurídicas y Director de la Revista Lex.

Es miembro de honor del Consejo Superior Europeo de Doctores (CONSEDOC) y Socio Numerario de IVS CIVILE SALMANTICENSE, Red Salmantina integrada por estudiosos del Derecho Civil de España y Latinoamérica. Además, se desempeña como miembro del Consejo Editorial de la Revista Cultural Lotería desde el año 2017.

En el 2008 fue elegido por el Semanario Capital Financiero como parte de su prestigiosa lista de 40 personas menores de 40 años, por su destacada trayectoria profesional. Ganador del Premio “Enrique Linares”, otorgado en el 2016 por la Revista Cultural Lotería a la mejor investigación en el campo de Economía y Finanzas, por su obra “El Arbitraje en la Solución de Controversias en Materia de Seguros y Reaseguros”.

Galardonado con la Medalla “Profesor Secundino Torres Gudiño”, otorgada por el Colegio Nacional de Abogados en el bicentenario del natalicio del Dr. Justo Arosemena, en reconocimiento a sus ejecutorias en los estudios, el ejercicio de la profesión, la docencia y actividades gremiales.

PRÓLOGO

La educación al inversionista, a los sujetos regulados y al público general, forma parte de los pilares fundamentales de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV). Es por ello, y pese a que el 2020 fue un año lleno de mucha incertidumbre, asumimos el reto de presentarles la Compilación de artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá, Tomo V, en su primera versión digital. Para lograr esta meta, invitamos a un grupo de especialistas en el mercado de capitales, quienes desde el primer momento aceptaron gustosamente formar parte de esta obra, cuyo norte ha sido sin duda alguna educar.

Desde la primera publicación en el año 2006 de esta Compilación de Artículos, seguido de los Tomos II y III, en el 2007 y 2008 respectivamente, y el tomo IV en el año 2017, esta obra se convirtió en una herramienta de consulta y referencia para toda persona interesada en conocer sobre lo que acontece en el mercado de capitales del país.

El libro “Compilación de artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá”, incluye la participación en esta ocasión de nueve autores cuyos escritos muestran un alto contenido académico y/o de opinión divididos en dos capítulos. El capítulo I cuenta con temas relacionados a la Regulación, Supervisión y Funcionamiento del Mercado de Valores; mientras que el capítulo II trata acerca de la Ética, Transparencia y Gobierno Corporativo en el Mercado de Valores.

Le reiteramos a los autores nuestro agradecimiento, al dedicar su tiempo y plasmar sus conocimientos en esta obra, que es para beneficio de los lectores y de Panamá.
Panamá, marzo de 2021.

JULIO JAVIER JUSTINIANI
SUPERINTENDENTE

CAPÍTULO I

REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

FONDOS PRIVADOS Y SU APORTE COMO COMPLEMENTO A LAS JUBILACIONES EN PANAMÁ

JORGE HUMBERTO MESA SIERRA
VICEPRESIDENTE DE NEGOCIOS DE PROFUTURO ADMINISTRADORA DE FONDOS Y CESANTÍAS, EN PANAMÁ

I. INTRODUCCIÓN

El envejecimiento de la población, producto del aumento de la esperanza de vida y la disminución de la tasa de natalidad, afecta a los sistemas de pensiones de beneficio definido. Esto es, porque la relación entre el número de cotizantes y el de pensionados cada vez es menor y porque los beneficios pagados no guardan relación con lo aportado.

A nivel global, tanto los sistemas de beneficio definido como aquellos basados en la capitalización individual, afrontan el desafío de pagar por más tiempo las pensiones debido al aumento en las expectativas de vida. Esto plantea la necesidad de hacer reformas estructurales a los sistemas de pensiones, que sean sostenibles y además permitan financiar pensiones adecuadas.

En Panamá tenemos ambos sistemas de pensiones, los cuales coexisten dentro del sistema de pensiones de la Caja del Seguro Social (CSS). Uno es el Subsistema Exclusivamente de Beneficio Definido (SEBD) y el otro es el Subsistema Mixto (SM), el cual tiene un componente basado en cuentas individuales. Por otro lado, existen los fondos de pensiones voluntarias, el Sistema de Ahorro y Capitalización de los Servidores Públicos (SIACAP) y el programa solidario de pensiones 120 a los 65.

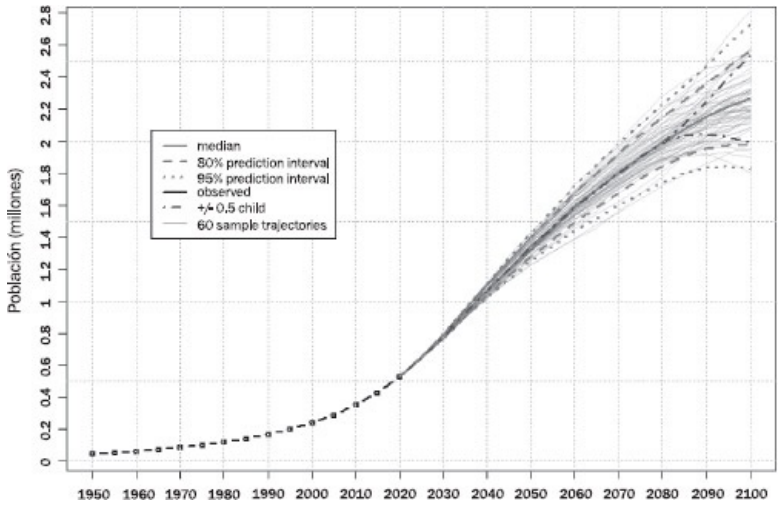
El presente artículo tiene como propósito destacar la importancia de fortalecer, promover y aumentar la cobertura de los fondos privados de pensiones, como parte de la solución al problema de las pensiones en Panamá. Para esto, analizaremos las características y situación actual del sistema de pensiones, tanto para la parte obligatoria como para la voluntaria y complementaria. Destacaremos también, que es necesario integrar los 3 pilares que conforman el sistema de pensiones para mejorarlas: El primer pilar solidario no contributivo, El segundo pilar obligatorio contributivo y El tercer pilar voluntario complementario.

II. ENVEJECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

La población mundial está envejeciendo por un efecto combinado del aumento en las expectativas de vida y la disminución de los índices de fecundidad. En Panamá, la expectativa de vida al nacer aumentó en 22 años pasando de 57 años en 1950 a 79 años en 2020, mientras que la tasa de fecundidad disminuyó en un 59%, pasando de un promedio de 5.9 hijos a 2.4 hijos en el mismo período[1]. El gráfico 1, ilustra la evolución del número de personas mayores de 60 en Panamá. Como porcentaje de la población, este número pasó de representar el 6% de la población en 1950 al 12% en el 2020 y se estima que será del 23% en el año 2050.

Esta realidad es irreversible, ya que las personas que serán mayores a 60 años en el 2050 ya nacieron. El envejecimiento afecta el crecimiento económico, el ahorro, el consumo, el mercado laboral, los Impuestos, los sistemas de salud, los servicios sociales, la vida familiar, las condiciones de vida, las políticas migratorias y las relaciones entre generaciones. Pero además, afecta a los sistemas de pensiones y de manera especial a los de beneficio definido, ya que se basan en que la generación de trabajadores activos paga a los pensionados actuales. Por otro lado, el aumento en las expectativas de vida hace que sea necesario pagar por períodos más prolongados las pensiones.

GRÁFICO 1
Población Mayor a 60 años en Panamá



© 2019 United Nations, DESA, Population Division. Licensed under Creative Commons license CC BY 3.0 IGO.
United Nations, DESA, Population Division. World Population Prospects 2019
https://population.un.org/wpp/Graphs/Probabilistic/POP/60plus/591

III. SISTEMAS DE PENSIONES OBLIGATORIOS

En 1881 Otto Von Bismarck, llamado el Canciller de Hierro, creó en Prusia el primer sistema estatal de reparto también llamado de beneficio definido. Un sistema de pensiones que consiste en pagar a los pensionados con aportes de los trabajadores activos. En ese entonces, la esperanza de vida promedio de un prusiano era solo 45 años y para jubilarse se exigía 65 años.

El envejecimiento de la población y el pago de beneficios que no guardan relación con lo aportado impactan los sistemas de pensiones. En los últimos 22 años, 78 países aumentaron la tasa de cotización, 61 aumentaron la edad de retiro y 61 modificaron las fórmulas de cálculo[2].

Un siglo después de creados los sistemas de reparto, cuando la esperanza de vida de un chileno era de 67 años, José Piñera, ministro de trabajo en el gobierno de Augusto Pinochet, creó un sistema de pensiones basado en la capitalización individual. Su idea se propagó por el mundo como una solución a los problemas que el envejecimiento global ocasionó a los sistemas de pensiones basados en la idea de Bismarck.

Desde la reforma chilena en 1981, 33 países han incorporado en sus sistemas de pensiones las cuentas individuales. En América latina, 10 países miembros de la Federación Internacional de Fondos de Pensiones (FIAP) tienen cuentas individuales. Más de 106 millones de trabajadores son propietarios de 638 mil millones de dólares, que pueden ver en sus cuentas individuales (ver cuadro 1). Estos trabajadores no dependerán de las futuras generaciones para financiar su pensión.

CUADRO 1
Cuentas Individuales en América

PAÍS	AÑO	TIPO DE SISTEMA			DATOS DICIEMBRE 2019			
		ÚNICO	MIXTO INTEGRADO	MIXTO EN COMPETENCIA	AFILIADOS (MILLONES)	VALOR FONDO (USD MILLONES)	% COTIZACIÓN	% CUENTA INDIVIDUAL
CHILE	1981	●			10.96	215,373	12.77	10
PERÚ	1993			●	7.43	52,254	12.95	10
COLOMBIA	1994			●	16,46	85,963	16	11,5
URUGUAY	1996		●		1,45	15,111	22,5	11,53
BOLIVIA	1997	●			2,43	19,188	12,71	10
MÉXICO	1997	●			56.88	214,275	10.21	7,71
EL SALVADOR	1998	●			3.36	11,775	15	8.05
COSTA RICA	2000		●		2,74	11,982	14,41	4,5
REPÚBLICA DOMINICANA	2003	●			3,9	10,502	9,97	8
PANAMÁ (*)	2005		●		0,59	1,693	13,5	10
TOTAL					106.14	638,116	14.00	9.13

Elaboración propia. Fuentes FIAP - *Panamá: Estados financieros no auditados CSS

En América Latina, se incorporaron 3 tipos de sistemas con cuentas individuales. Un Sistema Único, en el cual desapareció el sistema de beneficio definido (Chile. Bolivia, México, El Salvador y República Dominicana). El Sistema Mixto Integrado, en el cual coexisten el régimen de capitalización individual y el

de beneficio definido (Uruguay, Panamá y Costa Rica) y el Sistema Mixto en Competencia, en el cual subsisten y compiten entre sí, el régimen de capitalización individual y el de beneficio definido (Colombia, Perú).

Estas reformas mejoraron la sostenibilidad en el largo plazo de los sistemas de pensiones, resultando más eficaces los sistemas únicos. En el corto y mediano plazo, los países enfrentaron el reto del déficit operativo ocasionado por el desvío de las cotizaciones y asumieron con responsabilidad la deuda, al reconocer el tiempo cotizado a los trabajadores que se cambiaron al sistema de cuentas individuales. (Deuda implícita)3.

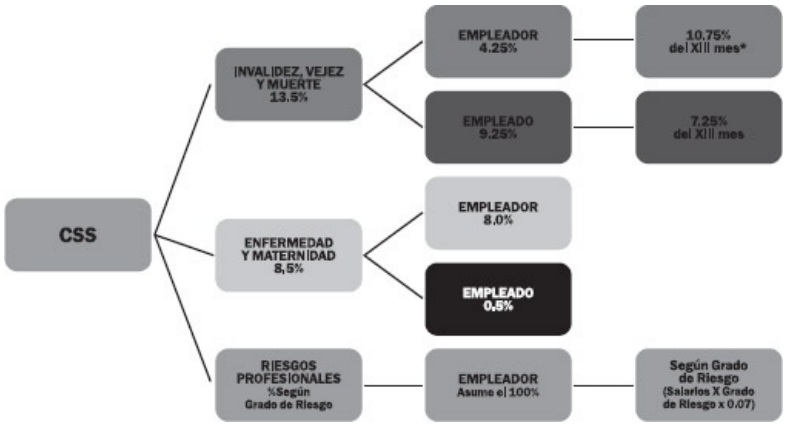
Los estados que han implementado sistemas de cuentas individuales, disminuyeron su deuda[3], son más solventes, tienen menos burocracia, sus ciudadanos son inversionistas, han fortalecido la empresa privada, el mercado de capitales[4], su infraestructura y han tenido crecimiento económico sostenido[5].

Sin embargo, estos sistemas afrontan el desafío que implica el aumento en la expectativa de vida y por lo tanto pagar por más tiempo las pensiones. Esto ha planteado la necesidad de promover iniciativas, que permitan financiar pensiones adecuadas, dadas las bajas tasas de cotización y la caída de los niveles de rentabilidad.

IV. PENSIONES OBLIGATORIAS EN PANAMÁ (EL PILAR OBLIGATORIO CONTRIBUTIVO)

En 1941 se creó en Panamá la Caja del Seguro Social (CSS)[6], una institución estatal con cobertura nacional, que administra los riesgos de Enfermedad, Maternidad, Invalidez, Vejez y Muerte (IVM), para todos sus asegurados y beneficiarios. La CSS ha sido reformada varias veces[7] desde su creación, la última reforma fue en el 2005 y estableció entre otras cosas, la separación de las reservas para los diferentes riesgos, nuevos porcentajes de cotización[8] (ver Gráfico 2), nuevos parámetros para el reconocer las pensiones y un nuevo sistema para la administración del programa de IVM, el cual incluye cuentas individuales de ahorro.

GRÁFICO 2
Distribución de la cotización a la CSS



Elaboración propia, fuente ley 51 2005. *El XIII, es una bonificación equivalente a un día de salario por cada once (11) días de trabajo y se hace mediante tres pagos proporcionales (abril, agosto y diciembre).

Al programa de IVM cotizan los trabajadores de los sectores público y privado. Está integrado por un régimen compuesto en el que coexisten dos subsistemas, un Sistema Exclusivamente de Beneficio Definido (SEBD) y un Subsistema Mixto (SM), este último con un componente de ahorro personal (cuenta individual), al que pudo afiliarse la población más joven[9] y al cual ingresa obligatoriamente toda la nueva fuerza laboral a partir de enero de 2008.[10]

a. Subsistema Exclusivamente de Beneficio Definido (SEBD)

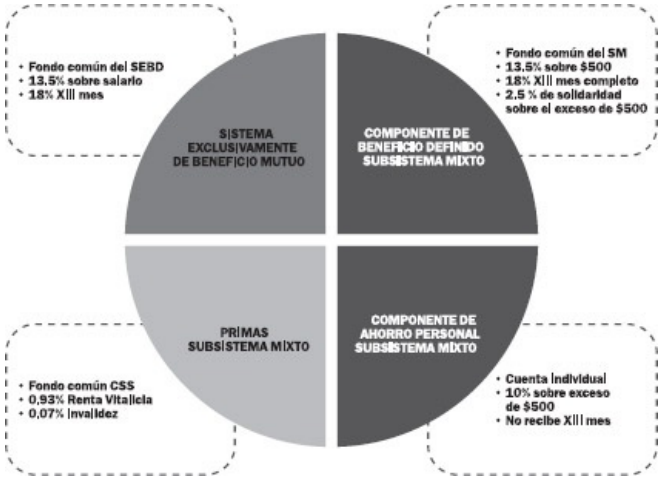
El SEBD, es un sistema de reparto, en el cual la pensión de vejez normal se obtiene al cumplir con los requisitos[11] de edad (57/62 años, Mujeres/Hombres) y cuotas de referencia (240 cuotas). El monto de la pensión se calcula sobre el 60% del promedio del salario mensual de los 10 mejores años de cotizaciones, este porcentaje puede incrementarse con cada año de cotización adicional al mínimo requerido[12]. El monto máximo de pensión es de $1,500[13] y el mínimo de $245.[14]

Para la financiación de las pensiones, el SEBD cuenta con activos acumulados, a diciembre de 2019 por $3,233 millones, las cuotas regulares pagadas por empleadores y empleados a este componente (Ver Gráfico 2) y el apoyo estatal para la sostenibilidad financiera[15], principalmente. En el 2019 este Subsistema tuvo ingresos por $1,260 Millones[16], un 74% de los ingresos del programa de IVM.

El SEBD, presenta las debilidades propias de los sistemas de reparto, los cuales no son sostenibles en el tiempo por el envejecimiento de la población y porque los beneficios que pagan no guardan relación con lo aportado al sistema. Las pensiones en el SEBD son generosas, dado que se liquidan basadas en los mejores 10 años de cotización, con edades anticipadas y cuotas reducidas11. Por otro lado, si bien existen límites máximos para la pensión, no existen esos límites para la base de cotización, situación que genera brechas y desincentivos a personas con ingresos superiores a los límites establecidos.

El SEBD no recibe nuevos afiliados, pero si pensionados. Según información de la CSS, este subsistema cuenta con 590 mil cotizantes y más de 273 mil pensionados por vejez que no cuentan con el respaldo de una nueva generación, por lo que su futuro es incierto.

GRÁFICO 3
Distribución de cotizaciones en los subistemas



Elaboración propia, fuente ley 51 de 2005 y reglamentos

b. Sub- Sistema Mixto (SM)

Este Subsistema tiene dos componentes, un componente de beneficio definido y un componente de ahorro personal con cuentas individuales, a continuación una descripción de cada componente:

i. Componente de beneficio definido

Es un sistema de reparto igual al SEBD. La diferencia es que aplica únicamente sobre lo cotizado hasta los primeros $500 del salario. Los requisitos y montos para la pensión de vejez normal son los mismos que en el SEBD y el monto máximo de la pensión es de $500 (El cual se lograría con 52 años de cotización). Además de las cotizaciones regulares (13.5%), este componente recibe lo aportado sobre la totalidad del XIII mes y el 2.5% de solidaridad sobre el excedente de $500 (Grafico 3). Al cierre de 2019 los activos en el fondo común de este componente eran de $3,339 Millones.[16]

ii. Componente de ahorro personal

Es administrado por la CSS bajo un régimen financiero de cuenta individual, al cual se cotiza sobre el exceso de los primeros $500 del salario a una de ahorro personal. Al cierre de 2019 los activos de este componente eran de $1,693 Millones.[16]

El porcentaje que va a la cuenta individual, es únicamente el 10% de la cotización sobre el exceso de los primeros $500. De de la cotización total (13.5%), se destina un 2.5% como solidaridad para el fondo común del componente de beneficio definido, un 0.93% al pago de una prima de renta vitalicia para el componente de ahorro personal[17] y el 0.07% a una prima de Invalidez[18](ver gráfico 3). Además, a este componente no llegan las aportaciones especiales del XIII.

En el cuadro 2, se ejemplifica la distribución de aportes por componentes, para diferentes niveles de salario

y muestra el porcentaje ahorrado en la cuenta individual con respecto a la cotización total realizada.

Para obtener la pensión de vejez normal en el componente de ahorro personal, se tienen los mismos requisitos de cuota y edad establecidos en el componente de Beneficio Definido. El monto de la pensión, se determina dividiendo el monto total aportado y capitalizado en la cuenta de ahorro, entre el valor actuarial de la expectativa de vida, considerando una tasa de descuento que definirá la CSS.

CUADRO 2
Distribución de cotización en el Subsistema Mixto

DISTRIBUCIÓN DE COTIZACIONES EN EL SUBSISTEMA MIXTO (Cifras anuales)											
SALARIO BASE	COMPONENTE DE BENEFICIO DEFINIDO						COMPONENTE AHORRO PERSONAL	PRIMAS DE SEGUROS		TOTAL COTIZACIÓN	% CUENTA INDIVIDUAL
	EMPLEADO		EMPLEADOR		Aporte Solidario 2,5%	TOTAL SUBSISTEMA	10% sobre el exceso de $500	Prima de Renta Vitalicia (0,93%)	Prima de Invalidez (0,07%)		
	Aporte 9,25% sobre $500	Aporte 7,25% sobre XIII	Aporte 4,25% sobre $500	Aporte 10,75% sobre XIII							
500	555	36	255	54	-	900	-	-	-	900	0%
1,000	555	73	255	108	150	1,140	600	56	4	1,800	33%
1,500	555	109	255	161	300	1,380	1,200	112	8	2,700	44%
2,000	555	145	255	215	450	1,620	1,800	167	13	3,600	50%
2,500	555	181	255	269	600	1,860	2,400	223	17	4,500	53%
3,000	555	218	255	323	750	2,100	3,000	279	21	5,400	56%
3,500	555	254	255	376	900	2,340	3,600	335	25	6,300	57%
4,000	555	290	255	430	1,050	2,580	4,200	391	29	7,200	58%
4,500	555	326	255	484	1,200	2,820	4,800	446	34	8,100	59%
5,000	555	363	255	538	1,350	3,060	5,400	502	38	9,000	60%
5,500	555	399	255	591	1,500	3,300	6,000	558	42	9,900	61%
6,000	555	435	255	645	1,650	3,540	6,600	614	46	10,800	61%
6,500	555	471	255	699	1,800	3,780	7,200	670	50	11,700	62%
7,000	555	508	255	753	1,950	4,020	7,800	725	55	12,600	62%
7,500	555	544	255	806	2,100	4,260	8,400	781	59	13,500	62%
8,000	555	580	255	860	2,250	4,500	9,000	837	63	14,400	63%

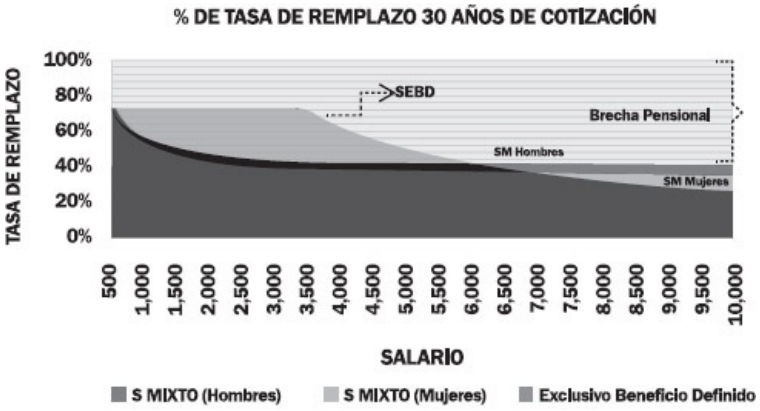
Elaboración propia, fuente ley 51 2005 y reglamentos

Si bien el SM no tiene los urgentes problemas financieros del SEBD, hacia el futuro su componente de beneficio definido tendrá problemas similares, dado que funciona bajo los mismos principios. De este subsistema quizás la mayor preocupación, es la falta de información con respecto a las cuentas individuales de ahorro personal, pues después de 15 años de reforma, la CSS no ha entregado la información periódica a los afiliados con sus saldos, rendimientos e inversiones.

Por otro lado, las personas que ingresaron voluntariamente a este subsistema y cotizaron previamente al SEBD, no saben aún cómo se les reconocerán esas cotizaciones. La ley estableció, que se les reconocerían los aportes hechos en exceso de los primeros $500, capitalizados hasta la edad de jubilación, pero no se ha reglamentado la forma en que esto se hará.

c. Tasas de reemplazo
La tasa de remplazo es la relación porcentual entre la pensión obtenida y el salario previo en un período específico. El gráfico 4 ilustra las tasas de remplazo obtenidas con 30 años de cotización previos a cumplir las edades de jubilación (57 Mujeres y 62 Hombres). Para los cálculos se supone que no hay cambios en los salarios y una tasa de interés del 4%.

GRÁFICO 4
Tasas de remplazo



Elaboración propia

En el SEBD, la tasa de remplazo obtenida con 30 años de cotización (360 cuotas) es del 72.5% del salario, (60% por los primeros 20 años + 12.5% por los 10 siguientes). Esa tasa de remplazo, es igual para los hombres y mujeres y se mantiene estable hasta lograr el límite máximo de pensión de $2,500 en este subsistema, lo cual se logra con un salario base $3,448. Las cotizaciones por salarios superiores a este monto, no contribuyen a aumentar el monto de la pensión en este subsistema, lo que genera desincentivos para cotizar por encima de ese valor. En la medida que aumenta el salario en este subsistema la tasa de remplazo desciende hasta llegar a un 25% para un salario de $10,000.

En el Subsistema Mixto se deben calcular dos montos de pensión. La primera es la pensión que se obtiene del componente de beneficio definido, la cual se calcula para los primeros $500 del salario de igual forma que en el SEBD. Así, el salario base sería $500 y la tasa de remplazo 72.5% para un monto de pensión de $363. Este valor se paga por igual a las mujeres y a los hombres independientemente de la edad de jubilación y expectativa de vida.

Para el componente de ahorro personal, se divide el capital acumulado a las edades de jubilación entre el valor actuarial de las expectativas de vida. El capital acumulado en la cuenta de ahorro, se constituye con los aportes efectuados a este componente más sus rendimientos (4%), los cuales como vimos son menores al 10% del salario (10% del exceso de $500 va a la cuenta individual). Para este ejercicio, se obtuvo el pago mensual necesario, para que con una tasa de interés del 4%, el capital alcance para pagar la pensión a las mujeres[19] desde los 57 hasta los 87 años y a los hombres desde los 62 hasta los 85.

Se observa en el gráfico, que las tasas de remplazo, son mayores en el SEBD respecto a las obtenidas en el subsistema mixto, para salarios hasta 6,250 en el caso de los hombres y 7,250 en el caso de las mujeres. Esta diferencia se da por que en el SEBD la pensión no guarda relación con lo aportado, mientras que en el componente de ahorro personal solo se recibe lo ahorrado.

Existe una brecha pensional en ambos subsistemas, ya que ninguno paga pensiones suficientes para mantener el nivel de vida de los afiliados, por lo que es necesario complementar con las pensiones voluntarias.

El caso del SEBD, tiene el agravante que no es sostenible, dado que promete pagar pensiones que a la larga no puede pagar. Por esto siempre habrá la urgente necesidad de hacer ajustes a los parámetros de edad, tiempo cotizado o a la fórmula de beneficios.

La pensión de vejez es una prestación económica que se recibe mediante pagos mensuales, durante el tiempo a que una persona y el último de sus beneficiarios tenga derecho, el costo de la misma dependerá de la suma mensual y la duración de los pagos. El costo de una pensión es el mismo, independientemente del sistema que la pague, un sistema de cuentas individuales o un sistema de beneficio definido, lo diferente es la forma en que se financia este costo. En un sistema de cuentas individuales se financia con el ahorro propio y en el sistema de beneficio definido con aportes de los demás.

d. Situación actual

La implementación de la reforma del 2005, trajo como consecuencia la generación de un déficit operativo para el SEBD, situación conocida desde la aprobación de la reforma, dado que las cotizaciones de la nueva fuerza laboral y de aquellos que voluntariamente eligieron el Subsistema Mixto se desviarían hacia el SM.

En el SEBD también se aumentaría el número de pensionados ya que en él permanecieron los afiliados de mayor edad. Por otro lado, las reservas del nuevo SM crecieron, por las cotizaciones de los nuevos afiliados

en saldos separados, las cuentas individuales y el hecho de que no hay una carga de pensionados.

En los años de 2018 y 2019 el SEBD, presentó déficit por $48 y $250 millones respectivamente y el SEBD enfrenta a una situación de iliquidez que requiere el uso de las reservas acumuladas y del fideicomiso[15]establecido para financiar el déficit del programa de IVM.

El déficit Operativo del SEBD era previsible, dada la magnitud de la reforma, sin embargo también es preocupante la administración del Subsistema Mixto, por la falta de información y trasparencia para sus afiliados. La CSS no cuenta con estados financieros auditados y presenta dificultades con sus sistemas de información y bases de datos, lo cual genera incertidumbre y preocupación por la verdadera situación financiera del programa de IVM.

En cuanto a cobertura, la CSS actualmente cuenta con 1,215,000 cotizantes activos[20], lo cual representa el 59% de la Población Económicamente Activa[21](PEA), lo cual quiere decir que el 41% de la población permanece en la informalidad y no cotiza a la seguridad social.

Esta situación nos lleva a pensar que estas personas en la informalidad nunca obtendrán una pensión. La CSS informó que cuenta con 283,124 mil pensionados. Si contrastamos este número con las 528,156 personas mayores a 60 años[22], encontramos que más de 245 mil personas no tienen una pensión y muchas estarán o ejercerán presión sobre el pilar solidario del que hablaremos más adelante.

El Gobierno, ha convocado a un acuerdo nacional con el objeto de encontrar una solución sostenible para la Caja del Seguro Social que perdure en el tiempo.

V. PENSIONES VOLUNTARIAS EN PANAMÁ (EL PILAR VOLUNTARIO COMPLEMENTARIO)

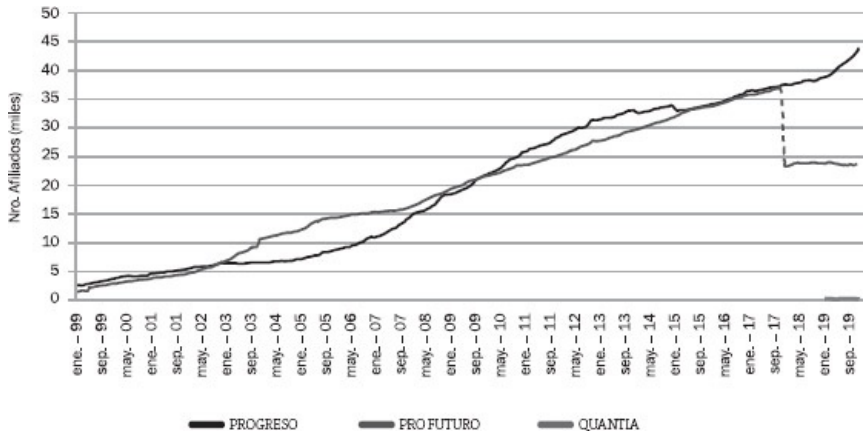
a. Fondos de pensiones voluntarias

El envejecimiento de la población presiona las reformas a los sistemas de pensiones de beneficio definido, estas reformas recortan los beneficios ofrecidos y cambian los parámetros como edad de jubilación y cuotas exigidas. Pero también, el aumento en las expectativas de vida, las bajas tasas de cotización y menores rentabilidades, afectan las tasas de remplazo de los sistemas basados en la capitalización individual.

Es por esto, que es necesario fortalecer los fondos de pensiones voluntarias, ya sea como un complemento a la pensión obligatoria para aquellos que logran obtenerla ó como la única opción de pensión para aquellos que no la tienen.

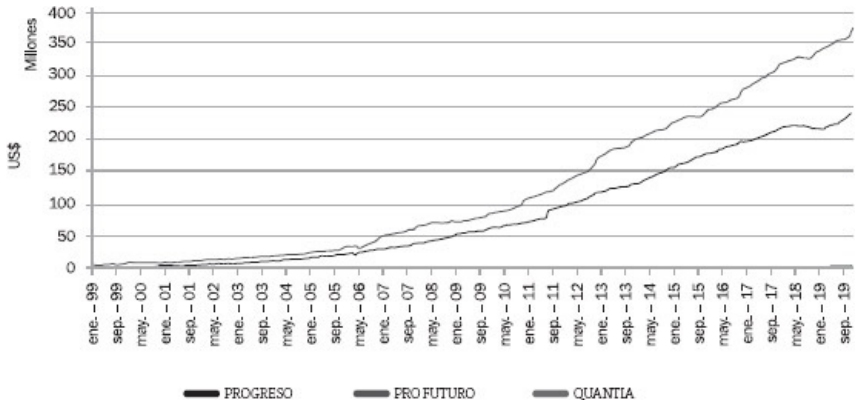
La industria de pensiones voluntarias en Panamá comenzó a desarrollarse desde 1997, en el marco de la Ley 10 de 1993. Al 31 de diciembre de 2019, 3 administradoras reportaron 67,052 afiliados y $ 623.9 millones de dólares en activos administrados. El número de afiliados de ProFuturo es de 43,827 (65.4%), Progreso 23,023 (34.3%) y Quantia 202 (0.3%). En valor de Fondo ProFuturo tiene $377,050,609 (60.4%), Progreso $242,895,286 (38,9%) y Quantia $3,940,832.80 (0.6%). Los gráficos 5 y 6[23] muestran la evolución de los fondos de pensiones voluntarias en número de afiliados y valor de fondo.

GRÁFICO 5
Afiliados Pensión
(diciembre 2019)



Fuente: Reportes de las AFP publicados por la Superintendencia del Mercado de Valores

GRÁFICO 6
AUMs Pensión
(diciembre 2019)



Fuente: Reportes de las AFP publicados por la Superintendencia del Mercado de Valores

En Panamá existen algunas condiciones para el desarrollo de las pensiones voluntarias[24], como lo son las bajas tasas de remplazo del sistema obligatorio de pensiones, los incentivos fiscales para afiliados y empleadores[25], un nivel alto de bancarización, buenos esquemas de recaudo y una liquidez razonable para el retiro de los fondos. Sin embargo, a pesar de esto, se observa una muy baja cobertura. Solamente el 3,2% de la Población Económicamente Activa y un 5,5% de los cotizantes activos a la CSS, tienen una cuenta de pensión voluntaria.

Dentro de las razones para esta baja cobertura, se encuentran la falta de educación previsional, altos costos de comercialización, niveles de aportación y requisitos complejos para la afiliación. A pesar de los avances tecnológicos, aún no se usan canales electrónicos, digitales y métodos de identificación, tales como telefonía móvil, aplicaciones móviles, identificación biométrica, internet, puntos de venta para recepción de aportes etc.

Con el fin de aumentar esta cobertura y lograr que el tercer pilar sea parte de la solución al problema de pensiones, se requieren incentivos para que los empleadores establezcan planes complementarios de pensiones a favor de los trabajadores, que se facilite el enrolamiento automático[26], que se promueva la inclusión de las personas de todos los niveles de ingresos, se facilite la innovación y el uso de la tecnología para adaptarse a las necesidades y comportamientos actuales de la población.

El cuadro 3 muestra la evolución del ahorro de pensiones voluntarias en 4 países, en el que se destaca México, con un crecimiento compuesto anual del 32% y Chile con el mayor ahorro per cápita entre el 2009 y 2019.

CUADRO 3
Colombia – México – Chile – Panamá

País / Año	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR	Población Millones	Ahorro Per Cápita	PIB 2019 Millones	% PIB
Chile	3,073	4,072	3,620	4,309	4,349	4,449	4,232	4,769	5,830	5,358	5,935	7%	19.0	313	282,318	2.1%
Colombia	3,955	5,093	5,161	6,541	6,063	5,276	4,213	4,931	5,753	5,603	6,515	5%	50.3	129	323,803	2.0%
México	199	299	407	695	942	1,178	1,343	1,449	1,992	2,354	3,297	32%	127.6	26	1,258,287	0.3%
Panamá	146	178	229	288	333	384	427	478	537	557	624	16%	4.2	147	66,801	0.9%
Total	**7,376**	**9,641**	**9,417**	**11,834**	**11,687**	**11,288**	**10,214**	**11,627**	**14,112**	**13,872**	**16,371**	**8%**	**201.1**	**81**	**1,931,208**	**0.8%**

Fuente: FIAP, SMV Panamá

En México, el gobierno a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar) lanzaron el programa aportaciones voluntarias para el retiro, en las tiendas 7-Eleven. Para hacer aportes, los trabajadores sólo deben ir a una tienda 7-Eleven y dar el número de su identificación. Los aportes pueden ser mínimos desde 50 pesos mexicanos. (5 centavos de dólar).

En octubre de 2012 el Reino Unido, introdujo el enrolamiento automático obligatorio a planes

complementarios para todos los trabajadores que no estaban cubiertos por un plan de pensiones privado. Esta reforma se implementó de manera gradual hasta el 2018, año en que todas las empresas incorporarían a todos sus trabajadores.

b. SIACAP

En 1997 Panamá implementó por primera vez un sistema de cuentas individuales. El Sistema de Ahorro y Capitalización de los Servidores Públicos (SIACAP). Un sistema complementario al de la Caja del Seguro Social que funciona con cuentas individuales de propiedad de los afiliados. Los afiliados recibieron un bono o Certificado de Participación Negociable (CERPAN), como reconocimiento a las contribuciones realizadas al Fondo Complementario de Prestaciones Sociales. El SIACAP cuenta con más de 494 mil afiliados dueños de más de 785 Millones de dólares. Una suma importante, teniendo en cuenta que allí los afiliados tan solo ahorran el 2.0% del salario y el estado les aporta otro 0.3%.

La administración de este sistema contrasta con la administración de cuentas individuales en el Subsistema Mixto de la CSS. En el SIACAP, los afiliados si pueden ver su estado de su cuenta de ahorro individual. Este sistema cuenta con 3 características ideales para un sistema de pensiones complementarias, la primera es que es obligatoria para todos servidores públicos, la segunda es que tanto la afiliación como el descuento del aporte son automáticos y la tercera es que no se pueden hacer retiros hasta cumplir con las edades de jubilación[27].

VI. LA SOLIDARIDAD EN PENSIONES (EL PILAR SOLIDARIO NO CONTRIBUTIVO)

El hecho de que las cotizaciones se usen para pagar a otros pensionados, como ocurre en el SEBD, no hace a este sistema solidario. No existe garantía de que los aportes en este subsistema sean usados para favorecer a las personas más vulnerables y necesitadas. Es más, muchas personas que hoy aportan a este sistema, se encontrarán en el futuro en una condición de vulnerabilidad o extrema necesidad.

Esto ocurre, ya que muchos no completarán las cuotas exigidas en el SEBD para acceder a una pensión a la edad de jubilación. Más del 50% de las personas en los sistemas de beneficio definido no alcanzan a pensionarse, porque no cumplen con el número de cuotas necesarias Generalmente son las personas de menos ingresos y con menor estabilidad laboral.

En el SEBD, con las cotizaciones de los activos se pagan a los pensionados, tanto pensionados de altos ingresos como aquellos de bajos ingresos. Las personas de mayores ingresos tienen mayores expectativas de vida[28] , ya que tienen acceso a una mejor calidad de vida y a mejores sistemas de salud, cobran por más tiempo la pensión y obtienen mayores beneficios de este sistema que aquellos que vivan menos tiempo.

Los pensionados de altos ingresos reciben mayores subsidios de este sistema, ya que reciben pensiones que no se alcanzan a financiar con las cotizaciones. Las personas de altos ingresos tienen una curva salarial ascendente y se favorecen cuando el sistema toma sus mejores 10 años para calcular la pensión. (Las personas de más bajos ingresos tienen una curva salarial más plana y no se favorecen de esta situación[29]. Es por esto que la solidaridad no debe financiarse con las cotizaciones de los trabajadores, ya que se llega al absurdo que personas de bajos ingresos financien personas de altos ingresos.

Un pilar verdaderamente solidario debe financiarse con los impuestos , tal como se hace con el programa 120 a los 65, el cual cuenta con más de 125 mil beneficiarios, esto es más del 44% de los pensionados actuales de la CSS. Muchos de los beneficiarios de 120 a los 65, a pesar de haber efectuado cotizaciones al sistema de beneficio definido, nunca lograron una pensión.

VII. LA INTEGRACIÓN DE LOS 3 PILARES

Debemos avanzar hacia un sistema de pensiones que sea sostenible en el largo plazo, que pague pensiones adecuadas, con una mayor cobertura y verdaderamente solidario. Para esto será necesario mejorar, fortalecer e integrar las bases del sistema de tres pilares que ya tenemos.

Un pilar solidario no contributivo (120 a los 65), que debe fortalecerse para aumentar su cobertura y beneficios pagados a las personas mayores en situación de vulnerabilidad. Este pilar debe ser financiado directamente del presupuesto público y no con cotizaciones de los trabajadores. Este pilar recibirá a aquellas personas que nunca lograron una pensión y se encuentran en una situación de pobreza o vulnerabilidad, ya sea porque no alcanzaron las cuotas necesarias para una pensión[30] o porque permanecieron siempre en la informalidad.

Un pilar obligatorio contributivo, el cual deberá reformarse para que sea sostenible y pague pensiones adecuadas. Se ha demostrado que los sistemas de beneficio definido no son sostenibles. Se les tienen que hacer tantas reformas que al final se convierten en sistemas indefinidos y los cotizantes activos piensan que no habrá dinero con que pagarles la pensión prometida. Por otro lado, se tiene la experiencia de los sistemas de cuentas individuales, los cuales son sostenibles, pero deben mejorarse, dado que con bajos niveles de cotización, bajas tasas de rentabilidad y mayores expectativas de vida, no logran pagar tasas de remplazo adecuadas. En Panamá tenemos ambos sistemas y el gran debate se dará entre cuál de los modelos elegir. Este debate deberá darse con base a un análisis técnico y no político ni ideológico.

Finalmente, el pilar voluntario contributivo, necesario para complementar las pensiones obligatorias. Es evidente la baja cobertura de los fondos privados de pensiones, después de 27 años de aprobada la ley 10 de 1993, la cual contrasta con el sistema complementario del SIACAP en cuanto al número de afiliados (67 mil versus 494 mil). Los servidores públicos gozan de un sistema de pensiones complementario del cual no gozan los trabajadores del sector privado. Se hace necesario revisar el sistema como un todo, fortalecerlo y mejorarlo para ampliar su cobertura y lograr que se convierta en un pilar que verdaderamente aporte a complementar las jubilaciones en Panamá.

---

[1] Fuente: Naciones Unidas

[2] FIAP: Reformas Paramétricas en los Programas de Pensiones Públicos de Reparto 1995 – diciembre 2019

[3] Las reformas previsionales basadas en la capitalización individual y su impacto sobre la sostenibilidad fiscal Nro. 4 FIAP Julio 2013

[4] Efectos Macroeconómicos de la Reforma de Pensiones en Chile. Vittorio Corbo; Klaus Schmidt-Hebbel

[5] Contribución del sistema privado de pensiones al desarrollo económico de Latinoamérica, experiencias Colombia, México, Chile y Perú agosto 2013 Leonardo Villar, Alejandro Villagómez, Rodrigo Fuentes, Pablo Secada, Rodrigo Acuña

[6] Ley 23 de 21 marzo de 1941; Ley 37 de abril de 1941

[7] Leyes (134 de 27 de abril de 1943; 14 de 27 de agosto de 1954; 30 de 26 de diciembre de 1991 y 51 de 27 de diciembre de 2005)

[8] Artículos 101,130,153,154 ley 51 diciembre 27 2005, Decreto Gabinete 68 de 31 de marzo de 1970 (RP)

[9] Afiliados de 35 ó menos años al 01 de enero de 2006 y nuevos ingresos del 2006-2007, que se afilien voluntariamente

[10] Reglamento de incorporación al Subsistema Mixto, Resolución 39,470 de marzo 0 de 2007 JD CSS

[11] Se permiten pensiones anticipadas (55/60 años) y desde 180 meses de cotización, con un factor de reducción para su monto.

[12] 1.25% por cada año adicional a los primeros 20 y 2% por cada año adicional después de cumplir la edad

[13] Puede ser a $2,000/2500 (25/30 años cotizados y mejores 15/20 años cotizados con promedio de $2,000/ $2,500)

[14] Ley 70 de septiembre de 2011

[15] Fideicomiso del estado a favor del programa de IVM por $7245 Millones entre 2007 y 2060 (art 212 ley 51 2005)

[16] Cifras de estados financieros no auditados de la CSS 2019-2018

[17] Cubre al pensionado del Componente de Ahorro Personal cuando se extingan sus fondos y sobreviva la expectativa de vida

[18] Cubre al pensionado por invalidez del SM, la diferencia resultante en el monto de la pensión por invalidez del SM y el SEBD

[19] Tablas abreviada de la República de Panamá 2015- [Mujeres (55-60)~30];[- Hombres (60-65)~23]

[20] Información de prensa CSS

[21] Según Cifras Contraloría General de la República la PEA Agosto de 2019 fue de 2,066,753

[22] División de población Naciones Unidas

[23] Fuente: Histórico de publicaciones Superintendencia del Mercado de Valores

[24] Augusto Iglesias, Ahorro Previsional Voluntario, Publicación FIAP Desarrollando el potencial de los sistemas de capitalización 2010 Chile. 173 p.

[25] Los aportes son deducibles del Impuesto Sobre la Renta hasta el 10% del Ingreso Bruto Anual, máximo $15,000

[26] Sistemas donde la empresa afilia al trabajador automáticamente a un plan complementario de pensión, el trabajador puede optar después por desvincularse, pero la realidad es que la mayoría no lo hace.

[27] Esta última no aplica para trabajadores cesantes a partir del 2002, quienes pueden retirar sus aportes.

[28] Chetty R, Stepner M, Abraham S, et al. The Association Between Income and Life Expectancy in the United States, 2001-2014.

[29] Luis Fernando Alarcón, reformas a las pensiones y déficit fiscal, FIAP-Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones 2007

[30] Según estudios actualriales de la CSS de 2018 , es probable que solo el 54% de las mujeres y 64% de los hombres logren alcanzar la pensión prometida en el SEBD

BONOS VERDES, BONOS SOCIALES Y BONOS SOSTENIBLES EN EL MERCADO DE CAPITALES

PABLO EPIFANIO
ASOCIADO SENIOR DE LA FIRMA MORGAN & MORGAN

La industria bursátil es, sin duda, uno de los motores de la economía mundial. Como participantes activos en el engranaje de la industria bursátil están bancos, financieras, empresas multinacionales que buscan financiamiento a un costo más barato, e inversionistas que buscan un rendimiento más alto que el que ofrecen las inversiones tradicionales.

El mundo por su parte está cambiando rápidamente, asuntos como el cambio climático, calentamiento global, desastres naturales, y bienestar social, cada día cobran más relevancia en todas las áreas, incluyendo en los objetivos empresariales de miles de empresas que se unen a la responsabilidad que todos tenemos de contribuir activamente para llegar a tener un mundo con menos desigualdad y con mayor conciencia ecológica.

Iniciativas como la Convención de París del 2015, unió a todas las naciones en un objetivo común consistente en el esfuerzo conjunto de combatir el cambio climático y mitigar sus efectos, incluyendo a países en desarrollo. Esta convención tuvo como principal objetivo dar pie a una estrategia global ante la amenaza del cambio climático a fin de mantener, en este siglo, el incremento del calentamiento global muy por debajo a los dos grados Celsius sobre los niveles preindustriales e inclusive realizar esfuerzos para limitar tal incremento a uno punto cinco grados Celsius. Para tal objetivo, nuevas tecnologías, fuentes de financiamiento y marcos reglamentarios son importantes para apoyar a los países en desarrollo a alinearse con la estrategia climática.

El concepto de la sostenibilidad desde la perspectiva empresarial consiste en que prevalezcan actividades que generen utilidades hoy, quizá en menos escala, pero que no pongan en riesgo las utilidades del mañana. Es decir, buscar opciones de generación de ingresos que tengan un impacto positivo, y, por ende, puedan ser desarrolladas a largo plazo, y a la vez, tomar decisiones a corto plazo que no impacten resultados a largo plazo. Por esto, estrechamente atado al concepto de sostenibilidad están las mejoras en el impacto que generamos en el medio ambiente y en la sociedad.

Producto de lo anterior, nacen precisamente los conceptos de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, como iniciativa de emisores que buscan generar un impacto positivo a través del financiamiento de ciertas actividades con propósitos ambientales y/o sociales.

Desde la década de los 90’ las inversiones sostenibles captaban la atención en el mercado de capitales, lo que llevó a la creación del índice bursátil *Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)*, lanzado en 1999 en una colaboración entre Dow Jones & Company (adquirida posteriormente por News Corp) y la compañía de inversión internacional RebecoSam, ésta última especializada en inversiones sostenibles. Hoy en día, el índice *Dow Jones Sustainable índices (DJSI)* es parte de *S&P Dow Jones Indices,* en virtud del joint venture ejecutado en el año 2012 entre S&P Global, CME Group y News Corp. Este índice evalúa los resultados y criterios financieros, sociales y ambientales de empresas públicas, a fin de dar transparencia a aquellos inversionistas con apetito en inversiones sostenibles. Además, colateralmente, crea conciencia social y ambiental para aquellas empresas que deseen cumplir con los criterios para ser evaluadas en este índice. Notablemente, estos índices han demostrado en las últimas dos décadas mejores resultados que los índices bursátiles más tradicionales.

El primer programa de bonos verdes fue lanzado el 4 de julio de 2007 por el Banco de Inversión Europeo *(European Investment Bank)* con sede en Luxemburgo. A diciembre de 2019, bajo dicho programa se han captado alrededor de 26.7 billones de Euros en 13 divisas distintas. A partir de esta iniciativa, la emisión de estos instrumentos en el mercado de capitales se ha disparado en los trece años que han transcurrido desde entonces.

Los **bonos verdes** no son más que instrumentos de deuda cuyo propósito exclusivo es financiar o refinanciar, parcial o totalmente, proyectos con un impacto ambiental positivo, entre los cuales están, por ejemplo, aquellos relacionados con:

- Energías renovables (incluyendo producción, transmisión, aplicación y productos);
- Eficiencia energética (almacenamiento de energía, automatización de interconectividad de servicios públicos, etc.);
- Prevención y control de contaminación (reducción de emisiones de gas, restauración de suelo, manejo y disposición de desechos, etc.);
- Manejo ambiental de actividades agropecuarias, agrícolas e industriales (irrigación, acuicultura, reforestación, entre otros);
- Transporte sostenible; y
- Manejo de fuentes de agua o tratamiento de aguas residuales.

Los **bonos sociales** son instrumentos de deuda cuyo propósito es captar fondos en el mercado de capitales para financiar o refinanciar, exclusivamente, proyectos nuevos o existentes con un impacto social positivo.

Ejemplo de los tipos de proyectos más comúnmente financiados mediante la emisión y colocación de bonos social son los que busquen proveer o promover:

- Infraestructuras relacionadas a necesidad básicas (e.g. agua potable, alcantarillado, transporte, energía);
- Acceso a servicios esenciales (e.g. salud, educación, créditos y servicios financieros);
- Viviendas sociales;
- Generación de empleos;
- Seguridad alimentaria; y
- Avances socioeconómicos.

Estos propósitos van dirigidos a producir un impacto positivo en un segmento vulnerable de la población de cada mercado, como, por ejemplo, en:

1. Aquellas personas que viven en pobreza;
2. Comunidades marginadas o excluidas;
3. Grupos vulnerables, incluyendo como resultado de desastres naturales;
4. Personas con discapacidades;
5. Inmigrantes o personas desplazadas;
6. Personas con grado bajo o nada de educación;
7. Personas o comunidades con poco o nada de acceso a servicios básicos;
8. Personas desempleadas.

Los **bonos sostenibles** por su parte son instrumentos de deuda cuyo propósito es captar fondos en el mercado de capitales para financiar o refinanciar, exclusivamente, proyectos nuevos o existentes con una combinación de impactos sociales y ambientales; es decir, que combina los propósitos de los bonos verdes y los bonos sociales.

Para una adecuada estructuración de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, existen cuatro elementos esenciales que deben implementarse: (1) uso de los fondos captados en el mercado de capitales, (2) evaluación y selección de los proyectos a financiar, total o parcialmente, (3) manejo de los fondos captados del mercado de capitales y (4) reportería. Estos cuatro elementos conforman los principios angulares de las emisiones sostenibles que fueron formulados por la Asociación Internacional del Mercado de Capitales (o ICMA por sus siglas en inglés), y que constituyen una guía voluntaria que se recomienda en emisiones sostenibles para lograr la transparencia, revelación de información e integridad que se busca desarrollar en el mercado abierto de estos instrumentos.

(1) Uso de los Fondos Captados en el Mercado de Capitales

Como hemos mencionado, la piedra angular de toda emisión de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles se basa en el uso de los fondos captados del mercado de capitales en proyectos con un impacto positivo social y/o ambiental, según sea el caso. Este uso debe estar claramente descrito y exhaustivamente

detallado en la documentación legal de los bonos. Todos los proyectos a financiar parcial o totalmente, con productos captados de bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles, deben proveer claramente un beneficio social y/o ambiental, según sea el caso, que deberá ser evaluado y, en lo posible, cuantificado por el emisor.

(2) Evaluación y Selección de los Proyectos a Financiar

El emisor de bonos verdes, bonos sociales o bonos sostenibles deberá comunicar claramente a sus inversionistas: (i) los objetivos sociales y/o de sostenibilidad ambiental, (ii) el proceso mediante el cual, el emisor determina como los proyectos encajan dentro de las categorías elegibles para bonos verdes o bonos sociales y (iii) los criterios de elegibilidad, incluyendo los criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y manejar riesgos sociales y ambientales asociados con los proyectos.

Los emisores deben a su vez revelar cualquier certificación o estándar requeridos en su proceso de selección de los proyectos a financiar.

(3) Manejo de los Fondos Captados del Mercado de Capitales

El producto neto de la colocación de los bonos verdes, sociales o sostenibles en el mercado de capitales debe ser monitoreado de manera apropiada, de forma que pueda fácilmente evidenciar el uso de los fondos de la manera indicada en los documentos legales de la oferta pública. Para lo anterior, se recomienda que el producto neto de la colocación de los bonos sea acreditado en una cuenta o sub-cuenta especial del emisor, de manera que quede segregado de otros fondos del emisor, y así se tenga un mejor control del uso dado a dichos dineros.

Siempre que existan bonos verdes, sociales o sostenibles emitidos y en circulación, el balance del producto neto de la colocación de ellos debe ser monitoreado y periódicamente ajustado en base a los desembolsos asignados y distribuidos a cada proyecto elegible durante la vigencia de los bonos. El emisor también debe dar a conocer al público inversionista las inversiones transitorias que pretende realizar con los fondos captados del mercado de capitales, mientras no sean distribuidos ni asignados a ningún proyecto en particular.

(4) Reportería

El emisor deberá preparar y mantener información actualizada de fácil acceso respecto al uso de los fondos captados en la colocación de los bonos verdes, sociales y sostenibles en el mercado de capitales para ser revisada, periódicamente, hasta que los mismos sean desembolsados en su totalidad para el financiamiento o refinanciamiento de proyectos elegibles. Estos reportes periódicos deberán incluir, al menos, (i) un detalle de los proyectos elegibles a los cuales se le ha distribuidos fondos del producto neto de la colocación de los bonos, (ii) una descripción completa de dichos proyectos, (iii) las sumas desembolsadas a cada uno y (iv) el impacto esperado de cada proyecto financiado o refinanciado. La transparencia es elemental al momento de comunicar el impacto esperado de los proyectos a los inversionistas, de modo que los emisores deben implementar mecanismos para monitorear, en lo posible, los hitos alcanzados del impacto esperado del proyecto respectivo, ya sea ambiental o social. Estos informes deben quedar disponibles en beneficio de los inversionistas de los bonos.

Un requisito necesario para efectos de validar la adecuada implementación de los elementos antes mencionados es la revisión externa de los mismos. Así, usualmente, el emisor designa consultores externos o instituciones acreditadas para, por un lado, facilitar, y, por el otro verificar, el cumplimiento de tales preceptos. Estos son empresas especializadas, de reconocida experiencia en materias de sostenibilidad ambiental, asuntos socioeconómicos y aspectos relacionados en la oferta pública de bonos verdes, sociales y sostenibles. Generalmente, los consultores diseñan para el emisor un marco de reportería, mientras que las instituciones acreditadas verifican y dan seguimiento a la emisión y uso del producto neto captado del público inversionista.

Los consultores externos propiamente, por lo general, prestan entre otros servicios accesorios, lo siguientes:

1. Opinión Especializada: Dado el carácter especializado del consultor externo, y siempre que exista independencia con el emisor, el consultor puede emitir una opinión versando sobre los objetivos del programa de los bonos, su estrategia, políticas y procesos relacionados a la sostenibilidad ambiental y/o social, y por supuesto, una evaluación precisa de los componentes ambientales de los proyectos que serán objeto de fondeo con el producto neto de los fondos captados con la colocación de los bonos. En aquellos casos, en donde el consultor participó activamente en colaboración con el emisor, el estructurador o el suscriptor de los bonos, se deberán implementar medidas y procedimientos apropiados (eg. Barreras de

información, equipos segregados, etc.) dentro de la entidad, para asegurar una independencia al momento que este tipo de opiniones sean emitidas por la empresa consultora.

2. Verificación: El emisor puede obtener una verificación independiente de los criterios de elegibilidad o procedimientos relacionados con la selección de los proyectos con fines sostenibles y/o sociales. La verificación podría tener como objetivo evaluar estándares o comprobar la certeza de declaraciones que el emisor haya efectuado en los documentos legales de los bonos, o también podría versar sobre la evaluación sostenible desde el aspecto ambiental o social de los proyectos elegidos para ser financiados o refinanciados con los fondos captados en el mercado de capitales. Asuntos como el método mediante el cual el emisor da seguimiento al uso del producto neto captado de la colocación de los bonos, la asignación de los fondos captados de los bonos para financiamiento o refinanciamiento de proyectos, el impacto ambiental generado y la correcta estructura de la reportería de la emisión son, regularmente, objeto de verificación de estas empresas consultoras.

Las instituciones acreditadas por otra parte se encargan de las siguientes funciones:

1. Certificación. Un emisor puede obtener una certificación que evidencie un estándar o calificación asociada a los bonos, su estructura y el manejo de los fondos captados por los bonos en el mercado de capitales, otorgada por instituciones independientes calificadas y acreditadas (e.g. CBI).

2. Calificación: Un emisor puede obtener una calificación relacionada a los bonos, los términos del programa, el uso y manejo de los fondos captados en el mercado de capitales y los criterios de selección de proyectos a financiar o refinanciar, luego de una evaluación comprensiva por parte de instituciones independientes calificadas y acreditadas (eg. calificadoras de riesgo, *research providers*, entre otros), de conformidad con una metodología de calificación establecida. Estas calificaciones son independientes de las calificaciones de riesgo de crédito del emisor.

Las verificaciones externas pueden ser parciales cubriendo solo ciertos aspectos del emisor de bonos verdes, sociales o sostenibles, o completas evaluando todos los componentes de la estructura de la emisión de los bonos.

Las estructuras más comúnmente observadas de bonos verdes, sociales o sostenibles son las siguientes:

- **Bonos Estándares:** consistentes en instrumentos de deuda cuya principal fuente de pago proviene del crédito general del emisor, y que pueden estar garantizados o no.
- **Bonos con cesión de flujos:** consistentes en instrumentos de deuda cuya principal fuente de pago proviene de los flujos de caja de un activo productivo del emisor.
- **Bonos Garantizados con el Proyecto:** consistentes en instrumentos de deuda en el cual los inversionistas tienen el riesgo de uno o varios proyectos y reciben los flujos de estos.
- **Titularizaciones:** consistentes en bonos emitidos por vehículos de propósito especial o estructuras que monetizan los flujos esperados de uno o varios proyectos, que no son respaldados por el crédito general del emisor, y cuya fuente de pago se basa únicamente en los flujos de los proyectos cedidos a la estructura o vehículo especial. Un ejemplo de estas titularizaciones son bonos respaldados y garantizados por proyectos inmobiliarios sociales, hospitales y escuelas.

En lo que respecta a América Latina, la empresa peruana Energía Eólica, una operadora de proyectos de energía eólica, se convirtió en diciembre del año 2014, en el primer emisor latinoamericano de bonos verdes, al realizar una oferta pública de bonos verdes de hasta US$204 millones de dólares, con una tasa de 6% y un vencimiento en el año 2034 para financiar la construcción de dos parques eólicos en el norte de Perú. Aunque esta oferta pública de bonos no fue la primera en financiar proyectos de energías renovables en América Latina (dos emisiones destinadas a financiar un proyecto eólico en Oaxaca, México fueron colocadas en el 2012), ésta fue la primera emisión de bonos certificada en la región por instituciones acreditadas que validaron el cumplimiento de los preceptos claves que caracterizan los bonos verdes, antes detallados en este artículo. De conformidad con las estadísticas de Climate Bonds Iniative, al año 2019 los emisores latinoamericanos han contribuido 2% del volumen de las colocaciones de bonos verdes a nivel global, con un 41% de éstos por emisores de Brasil. En el 2019, hubo un incremento sustancial en la región de emisiones de bonos verdes, con el gobierno de Chile realizando dos colocaciones de bonos verdes. Conforme a información estadística al año 2019, Brasil domina la región en cuanto a colocaciones de bonos verdes con 41%, seguido por Chile con un 25% y México con un 14%. El resto de los países América Latina y el Caribe representa, en conjunto, el 20% restante.

El sector más financiado con bonos verdes en América Latina es el energético con más de la mitad de los fondos captados en el mercado de capitales dirigido a financiar proyectos eólicos y solares en la región.

Aunque los emisores de América Latina tienen como común denominador financiar o apoyar proyectos sostenibles, existen diferencias importantes en la naturaleza de éstos, por ejemplo, en Brasil prevalecen los emisores de bonos sostenibles que no son instituciones financieras, en Chile las emisiones de bonos sostenibles han sido realizadas por el gobierno, en México por bancos y en Argentina por gobiernos locales. Los gobiernos de Perú y Colombia igualmente han manifestado su intención de emitir bonos sostenibles soberanos en el corto plazo.

En Panamá, Corporación Interamericana para el Financiamiento de la Infraestructura,
S.A. (CIFI), se convirtió en el primer emisor de bonos verdes al lanzar, en el año 2019, un programa rotativo de bonos verdes hasta por la suma de US$200,000,000.00, autorizado por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panama mediante Resolución SMV No. 337-19 de 20 de agosto de 2019. El producto de estos bonos verdes se usará para el crecimiento de la cartera crediticia de dicha institución financiera para financiar a los más de doscientos proyectos sostenibles que son parte de su portafolio en la región por más de 1.5 billones de dólares. MMG Bank asumió el rol de estructurador de esta oferta pública, y Morgan & Morgan fungió como asesor legal de la misma.

Tras haberse registrado dicha emisión en octubre de 2019, Corporación Interamericana para el Financiamiento de la Infraestructura, S.A. (CIFI) anunció públicamente la primera colocación a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., por 20.5 millones de dólares.

Entre los inversionistas que adquirieron estos estos bonos, están inversionistas instituciones, incluyendo el banco estatal, la Caja de Ahorros.

Atado a estos primeros esfuerzos, el 24 de octubre del 2019, la Bolsa de Valores de Panama, S.A., celebró el lanzamiento de la guía para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sostenibles. El objetivo de la guía fue ofrecer al mercado lineamientos de buenas prácticas y parámetros para la emisión de valores negociables sociales, verdes y sostenibles (Valores Negociables SVS) y al mismo tiempo reforzar la importancia de realizar exitosamente inversiones de impacto positivo. Este hito fue un paso positivo y demostró el compromiso de dicha organización autorregulada en atender con urgencia el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas y acortar el tiempo para lograr el Acuerdo de París durante la próxima década.

La Bolsa de Valores de Panamá trabajó junto a Climate Bonds Initiative (CBI) dicha guía que cuenta con información valiosa para los emisores, inversionistas, estructuradores y el resto del mercado, que incluye desde temas generales, marcos conceptuales, normativas, principios, buenas prácticas, requisitos del emisor previo al registro de una emisión, el proceso de registro, beneficios de emisiones sostenibles para los inversores y emisores, preguntas frecuentes, y en general busca servir de guía para las emisiones sostenibles. Dicha guía tuvo como objeto brindar orientación con respecto a las pautas que deben cumplir las emisiones para considerarse verdes, sociales o sostenibles.

En cuanto a las perspectivas de emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región de América Latina y el Caribe, según Climate Bonds Initative (CBI):

1. Se continuará viendo un incremento en emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles con nuevos emisores y países participando en este mercado. Estas emisiones se basarán en las fortalezas de los mercados de bonos verdes en Brasil, Chile y México, y se beneficiarán de las buenas prácticas adoptadas en la región, incluyendo credenciales y revisión externa.

2. Inversiones en agricultura sostenible y los denominados proyectos azules que son aquellos relacionados con actividades de conservación de los océanos, son importantes como tareas para la región y será necesario una estrategia regional para los gobernantes de la región que debe ser prioritaria. El entendimiento de ambos sectores es clave para encontrar soluciones a los problemas de ambos sectores en la región.

3. Bonos verdes, sociales y sostenibles soberanos como los colocados por Chile en el 2019, así como aquellos emitidos por Argentina han destacado en el sector público, y constituyen un ejemplo y un camino a seguir para financiar infraestructura sostenible en la región. Con Perú y Colombia habiendo anunciado su intención de emitir bonos verdes soberanos en el corto plazo, se vislumbra un incremento de la participación de gobiernos en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región.

4. Se espera que el Banco Interamericano de Desarrollo y la Corporación Financiera Internacional parte del Banco Mundial, continúen participando activamente en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles, siendo inversionistas anclas de estos instrumentos en la región. Esto genera un clima de confianza y credibilidad y atrae la inversión extranjera con apetito en estos instrumentos.

5. Las bolsas de valores y los organizamos autorregulados juegan papel importante al promover inversiones en bonos verdes, sostenibles y sociales. La Bolsa de Valores de Panama, S.A., ya ha contribuido con una primera iniciativa con la guía para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sostenibles descrita en párrafos anteriores.

6. Los marcos regulatorios y políticas serán instrumentos importantes para promover las inversiones en proyectos sostenibles. Aunque aún las regulaciones comprensivas en estas materias no existen en la mayoría de los países de América Latina y el Caribe, varios gobiernos han tomado el primer paso en la dirección correcta. Además, gobiernos de la región pudiesen considerar proveer apoyo a los emisores de estos instrumentos en forma de incentivos fiscales para impulsar el desarrollo del mercado en América Latina y el Caribe.

7. Para efectos de mejorar la transparencia en emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles, plataformas tecnológicas pudiesen aportar para centralizar información del mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles, y hasta estandarizar la reportería por parte de los emisores. En ese sentido, el Banco Interamericano de Desarrollo se encuentra desarrollando una plataforma para bonos verdes en la actualidad.

CONCLUSIÓN

Mientras los gobiernos de América Latina siguen con miras a implementar los acuerdos adoptados en el Convenio de París 2015, buscando combatir el cambio climático e implementando fuentes de energía sostenibles, se percatan de que las fuentes de financiamiento tradicionales no son suficientes. En ese sentido, el mercado de bonos verdes ha sido y será instrumental para captar fondos, y así financiar proyectos sostenibles que busquen cumplir con los compromisos del Convenio de Paris 2015.

La región de América Latina y el Caribe ha concretado exitosamente varias colocaciones de bonos verdes en los mercados locales e internacionales en los últimos años. La mayor parte de estas colocaciones se ha enfocado en energía, transporte, reforestación, control de contaminación, conservación de biodiversidad y tratamiento de aguas residuales.

Los países más activos en el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles han lanzado iniciativas enfocadas en promover inversiones en estos instrumentos. Tal ha sido el efecto, que en los últimos tres años se ha incrementado sustancialmente el mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles en la región, siendo el 2018 el año más sobresaliente con un crecimiento del 85%.

Es importante promover y dar visibilidad al mercado de bonos verdes, sociales y sostenibles para atraer inversionistas tanto individuales como institucionales que busquen invertir en este tipo de valores.

En lo que respecta a Panamá, probablemente falta proveer un marco regulatorio adecuado de bonos verdes, sociales y sostenibles que ofrezca beneficios adicionales al emisor, quizá en forma de incentivos fiscales, para ayudar al emisor a mitigar los costos de revisión externa de estos valores, y, a su vez, establezca las condiciones apropiadas para que más empresas busquen financiamientos sostenibles mediante la figura de estos bonos en el mercado doméstico.

No obstante, instituciones gubernamentales y autoridades administrativas panameñas están tomando conciencia de la importancia de los riesgos sociales y ambientales en las diferentes áreas de la economía nacional, y, por ejemplo, la Superintendencia de Bancos de Panamá ha reformado su Acuerdo SBP 8-2010 sobre la gestión integral de riesgos, incluyendo entre los riesgos relevantes de cada banco a monitorear y revelar, el riesgo social y ambiental. Iniciativas como éstas, causaran que las empresas empiecen a dar prioridad en lo que respecta a la sostenibilidad ambiental y social de sus operaciones, y abre la puerta para que nuevos participantes que opten por buscar financiamiento de proyectos sostenibles acudan al mercado de capitales para emitir valores como bonos verdes, bonos sociales o bonos sostenibles a fin de captar fondos del público inversionistas.

CROWDFUNDING A TRAVÉS DE LA OFERTA DE VALORES REPRESENTATIVOS DE CAPITAL SOCIAL O DEUDA

OLIVER MUÑOZ ESQUIVEL
SOCIO DE LA FIRMA DE ABOGADOS QUIJANO & ASOCIADOS EN PANAMÁ

INTRODUCCIÓN

El crowdfunding es una actividad que consiste en la realización de aportes de dinero o recursos por parte de un número plural de personas naturales o jurídicas con destino a un proyecto determinado mediante el uso de plataformas o páginas de Internet. Tal actividad es conocida en otros países como "financiamiento colectivo" (México), "financiación colaborativa" (Colombia) o "financiación participativa" (España).

Tal actividad se caracteriza por la participación de tres tipos de sujetos: (i) el promotor o solicitante de los dineros o recursos destinados a un proyecto o negocio; (ii) el inversionista o aportante de dichos dineros o recursos; y (iii) los organizadores de la plataforma de internet a través del cual se relacionan éstos y se reciben los dineros o recursos.

El desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, en las que los usuarios no solo tienen acceso a la información, conlleva una serie de ventajas para los usuarios. Es así como las plataformas de crowdfunding usualmente tienen un formato sencillo y muy accesible para todos los usuarios, similar al de aplicaciones ampliamente reconocidas en el ámbito de las redes sociales.

Como bien señala Soledad Rodríguez Fernández, *"este elevado componente tecnológico permite encuadrar esta actividad en lo que se ha denominado fintech, un campo que está acaparando un cada vez mayor interés".* (Crowdfunding y economía participativa, Revista del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores – IIMV, 2017).

MODALIDADES DE CROWDFUNDING.

Existen dos grandes modalidades de crowdfunding: financiero y no financiero.

El crowdfunding no financiero se identifica fundamentalmente con dos tipos de esquemas. Los primeros destinados a recaudar aportes en calidad de donaciones para apoyar proyectos sin ánimo de lucro de carácter social o cultural. Los segundos están orientados a financiar proyectos en los que el rendimiento tiene forma de recompensa.

A diferencia del anterior, en el crowdfunding financiero, modalidad dentro de la cual se enmarca el tipo de actividad a que nos referiremos en este artículo, el financiador obtiene una retribución en forma de tasa de interés o de dividendos. Así, por ejemplo, se puede concretar mediante el otorgamiento de préstamos (*"lending-based crowdfunding" o "crowdlending"*), o mediante la oferta de valores representativos participación en el capital social (*"equity-based crowdfunding"*) o de valores representativos de deuda (*"debt-based crowdfunding"*), o mediante la cesión de facturas, créditos o cuentas por cobrar a descuento (*"crowdfactoring"*).

ASPECTOS REGULATORIOS VIGENTES

El artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores de Panamá (Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999) define el concepto de valor así:

> *"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 [del Mercado de Valores] determine que constituye un valor.*

Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:

> *1. Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por*

bancos a sus clientes como parte de 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 que la Superintendencia haya determinado que no constituyen un valor."

La referida Ley del Mercado de Valores contempla las ofertas de valores sujetas a registro obligatorio en la Superintendencia del Mercado de Valores (por ejemplo, las ofertas públicas de valores), así como aquellas que están exentas de registro (tal es el caso de las ofertas de valores objeto de una colocación privada, ofertas dirigidas a inversionistas institucionales, traspasos corporativos, entre otras).

La oferta de valores representativos participación en el capital social (por ejemplo, acciones de un emisor o cuotas de participación emitidas por una sociedad de inversión), o de valores representativos de deuda (por ejemplo, valores comerciales negociables o bonos de un emisor), a través de entidades que se dediquen a la actividad de crowdfunding por medio de plataformas de internet, no se encuentra regulada en Panamá. Por consiguiente, dichas ofertas de valores están sujetas al cumplimiento de las reglas generales aplicables a las ofertas de valores sujetas a registro obligatorio, o de aquellas que están exentas de registro ante la Superintendencia del Mercado de Valores, contenidas en la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

El artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores establece en su numeral 6 que estarán exentas de registro en la Superintendencia del Mercado de Valores *"...cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Superintendencia mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que esta dicte para la protección del público inversionista"*.

Mediante la Opinión 1-2018 de 1 de marzo de 2018, la Superintendencia del Mercado de Valores ha expuesto su criterio general sobre la actividad de crowdfunding, como se lee a continuación:

"Es menester indicar que similar a la Ley de Valores de Estados Unidos, la Ley del Mercado de Valores de Panamá, en el numeral 6 del artículo 129, permite que la Superintendencia exima, mediante Acuerdo, del requisito de registro de oferta pública del Título V de la Ley del Mercado de Valores, cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores, dentro de los parámetros que la Superintendencia dicte para la protección del público inversionista. Es decir, la Superintendencia, de considerarlo conveniente y tomando las medidas pertinentes para la protección al público inversionista, podría eximir del requisito de oferta pública ciertas transacciones de crowdfunding.

No obstante, lo anterior, a falta de una excepción, serían aplicables para las ofertas de valores realizadas mediante crowdfunding en o desde la República de Panamá, las disposiciones del Título V (Oferta Pública de Valores) de la Ley del Mercado de Valores, así como las del Título IV (Registro de Valores e Informes de Emisores) y demás Acuerdos que desarrollen estos títulos. Mientras no se dicte una excepción, si no se observan las normas antes mencionadas, se podría incurrir en la oferta pública de valores sin estar registrados y autorizados por la

Superintendencia, lo cual es una infracción muy grave conforme al artículo 269 de la Ley del Mercado de Valores".

PILARES FUNDAMENTALES DE LA REGULACIÓN

Es menester reconocer el enorme potencial de la actividad de crowdfunding para lograr una mayor profundización financiera, ya que el ejercicio de dicha actividad permite facilitar el acceso a financiamiento por parte de ciertos sectores de la economía que tienen necesidades particulares, tales como las micro, pequeñas y medianas empresas (pymes).

Tratándose de una actividad que conlleva la intermediación entre inversionistas y empresas, así como la captación de recursos financieros del público, se hace necesario adoptar una regulación coherente y apropiada, que debe estar basada en los siguientes pilares fundamentales:

1. **Inclusión e innovación financiera:** significa tener acceso a productos financieros útiles y asequibles que satisfagan sus necesidades —transacciones, pagos, ahorros, crédito y seguro—

prestados de manera responsable y sostenible.

2. **Promoción de competencia:** se debe facilitar que inversionistas y empresas obtengan los máximos beneficios de la digitalización.

3. **Protección al inversionista:** Mayor diversidad y nuevos canales de distribución de servicios financieros, reducir costos y mejorar la prestación de servicios

4. **Neutralidad tecnológica:** se debe evitar la preferencia por alguna tecnología en particular.

5. **Prevención de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo:** la reglamentación debe estar orientada a mitigar el riesgo de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo, proliferación de armas de destrucción masiva y cualesquiera otras actividades ilícitas.

6. **Estabilidad financiera:** se deben establecer mecanismos de regulación y supervisión apropiados que fomenten la solvencia y estabilidad financiera.

PRINCIPALES RETOS Y DESAFÍOS REGULATORIOS:

Si bien es factible que la Superintendencia del Mercado de Valores declare exentas de registro las ofertas de valores realizadas a través de entidades que se dediquen a la actividad de crowdfunding, esto es, que administren u operen plataformas electrónicas que sirvan como medio para la realización de dichas ofertas de valores, el principal reto o desafío regulatorio que existe a la fecha radica en el hecho que la Superintendencia carece de las facultades legales para regular y supervisar a dichas empresas, razón por la cual se hace necesario introducir modificaciones a la Ley del Mercado de Valores.

Para el desarrollo del crowdfunding financiero a través de la oferta de valores representativos del capital social o de deuda, se requiere que exista un marco regulatorio adecuado, y para ello es fundamental que la Superintendencia del Mercado de Valores no sólo cuente con las facultades legales que le permitan declarar exentas de registro este tipo de ofertas de valores, sino también para establecer requisitos y condiciones mínimas que deban cumplir las entidades que se dediquen a la actividad de crowdfunding.

LA POTENCIAL REGULACIÓN DE LAS OFICINAS FAMILIARES DE ADMINISTRACIÓN PATRIMONIAL

DARÍO SANDOVAL SHAIK
MIEMBRO DE HONOR DEL CONSEJO SUPERIOR EUROPEO DE DOCTORES (CONSEDOC)

El lunes 9 de abril de 2018, el Ministro de Economía y Finanzas de la República de Panamá presentó ante la Comisión de Economía y Finanzas de la Asamblea Nacional el Proyecto de Ley 629, el cual establece el marco regulatorio de modernización y competitividad internacional del sistema financiero de la República de Panamá (en adelante "el Proyecto de Ley").

A la fecha, el Proyecto de Ley no ha sido prohijado, y en adición al cambio de gobierno producido en el año 2019, son motivos por el cuales se hace necesario advertir que el contenido del mismo únicamente refleja un posible escenario futuro de regulación legal, en tanto que el efecto vinculante de cualquier norma jurídica con rango de Ley está sujeto al debido cumplimiento del trámite legislativo, es decir, a que el correspondiente Proyecto de Ley sea prohijado y se someta a primer debate ante la comisión competente de la Asamblea Nacional, y de ser aprobado pasar a segundo debate ante el Pleno de la Asamblea Nacional, en el que el Proyecto de Ley es susceptible de sufrir modificaciones, supresiones y/o adiciones en su contenido. A su vez, de ser aprobado deberá ser sometido a votación en tercer debate y eventualmente promulgado, incluyendo un posible efecto suspensivo de su entrada en vigencia a partir de su promulgación.

Con el fin de proporcionar una guía del potencial escenario regulatorio descrito en el Proyecto de Ley, específicamente en relación a las actividades de las Oficinas Familiares de Administración Patrimonial en la República de Panamá (usualmente denominadas "Family Office" en nuestro medio), figura que en la actualidad no está sujeta a ninguna regulación específica, seguidamente enunciaremos algunos de sus aspectos clave:

- Conforme a su Exposición de Motivos, el Proyecto de Ley establece reglas particulares para la potenciación y consolidación de la industria de servicios financieros especializados en la gestión patrimonial, tales como las Oficinas Unifamiliares de Administración Patrimonial *(OFAPs)*, las Oficinas Multifamiliares de Administración Patrimonial *(OMAPs)*, entre otros.

- **Definiciones:** El Proyecto de Ley establece las siguientes definiciones legales en materia de "Family Office":

  Oficina Multifamiliar de Administración Patrimonial *(OMAP):* Vehículo creado para dar servicios financieros y no financieros al patrimonio de una pluralidad de grupos familiares.

  Oficina Unifamiliar de Administración Patrimonial *(OFAP):* Vehículo creado para dar servicios financieros y no financieros al patrimonio necesariamente perteneciente a un grupo familiar único.

- **Competencia:** El Ministerio de Comercio e Industrias y la Superintendencia del Mercado de Valores estarán facultados para supervisar y fiscalizar a las OMAPs y OFAPs, en los casos que el Proyecto de Ley establece. Se entenderán incluidas en tales competencias, las competencias reglamentarias para el establecimiento de las condiciones de cumplimiento de las obligaciones periódicas de reporte de datos societarios, financieros, operativos u otros necesarios para la adecuada supervisión de las entidades, las competencias de visita *in situ*, el acceso pleno a documentos, contratos, correspondencia, ficheros u otros datos, así como la recepción de todas las informaciones necesarias para conocer y defender el interés público en relación con cualesquiera operaciones incluidas en el Proyecto de Ley.

Entre los aspectos más relevantes de la regulación de la Oficina Unifamiliar de Administración Patrimonial incluidos en el Proyecto de Ley tenemos los siguientes:

DISPOSICIONES GENERALES

- **Objeto:** La actividad exclusiva de las Oficinas Unifamiliares de Administración Patrimonial (OFAP),

denominadas Single Family Office en idioma inglés, consistirá en proporcionar una pluralidad de servicios financieros y/o no financieros, en relación con el patrimonio de personas naturales, familias naturales y/o políticas, o grupos asimilables por ejemplo, relaciones de hecho, mayores de edad con hijos adoptados o en trámite de adopción incluyendo los vehículos e inversiones controlados por cualquiera de las anteriores, que serán identificados como el grupo familiar.

Los citados servicios podrán incluir, entre otros, los siguientes:

1. Planificación del patrimonio familiar, incluso sucesorio.
2. Administración de bienes inmuebles.
3. Administración de bienes muebles, incluyendo todo tipo de carteras de inversión en instrumentos financieros.
4. Elaboración y administración de protocolos familiares.
5. Soporte administrativo de cualquier tipo (tarjetas de crédito, hoteles, visas, seguros, entre otros).
6. Soporte de ejecución y conciliación de liquidaciones y pagos.
7. Control de negocios familiares.
8. Administración de la vivienda habitual.
9. Administración de residencias vacacionales.
10. Realización de todo tipo de tramitaciones y declaraciones, ya sean tributarias, aduaneras, municipales, administrativas generales o de otros tipos.
11. Desarrollo de proyectos en el ámbito de la filantropía y la beneficencia.
12. Cualquier otra actividad que no contravenga normas nacionales e internacionales y de orden público, y que favorezca los intereses del patrimonio familiar administrado y/o de sus integrantes.

- **Constitución e inscripción:** Las OFAPs podrán constituirse a través de cualquier vehículo jurídico de acuerdo con las condiciones generales establecidas en la legislación de la República de Panamá. No obstante, para adquirir la condición de OFAP dicho vehículo requerirá necesariamente del registro ante el Ministerio de Comercio e Industrias.
  Las OFAPs, una vez inscritas, podrán contratar tantos empleados como resulten necesarios para su correcta administración. Asimismo, podrán ser contratados los servicios de asesoramiento y administración de la OFAP con terceros externos, debiendo tales terceros cumplir con las reglas de licenciamiento que resultaren necesarias, de acuerdo con las normas generales aplicables.

- **Limitación:** Las OFAPs no podrán prestar servicios a personas o entidades que no formen parte del grupo familiar que hubiera constituido dicha OFAP. En particular, no podrán prestar servicios financieros, ni siquiera de asesoramiento, a personas o entidades que no formen parte del grupo familiar cuyos integrantes son los titulares de derechos administrados por la propia OFAP. La prestación de tales servicios a terceros, de llevarse a cabo, implicará la apertura de un expediente administrativo sancionador por la Superintendencia del Mercado de Valores a la OFAP y a sus directores por prestación de servicios financieros de asesoramiento sin licencia.

  No obstante, lo anterior, no se aplicará tal restricción respecto del patrimonio de los empleados de la correspondiente OFAP que no pertenezcan al grupo familiar, en la medida en que dicho grupo familiar así lo decida por mayoría simple y constando tal decisión en acta de junta u órgano equivalente.

- **Patrimonio mínimo:** El patrimonio mínimo administrado por toda OFAP deberá ascender, al menos, a quince millones de dólares (US$15,000,000.00) o valor equivalente en otra moneda. No obstante, la existencia de expectativas fundadas de alcanzar tal cifra, soportadas documentalmente de acuerdo con las reglas financieras habituales, valoración de corrientes de flujos con métodos de descuento, valoración de activos contingentes con métodos aplicados en opciones, entre otras, en un plazo no superior a tres años, permitirá la constitución de la OFAP.

- **Inscripción:** A efectos de la inscripción de las OFAPs en el Ministerio de Comercio e Industrias, se aportarán los documentos siguientes:

1. Formulario de solicitud preparado adjuntando los documentos que se mencionan a continuación.
2. Poder otorgado a abogado idóneo en la República de Panamá, debidamente autenticado ante notario público.
3. Pacto Social del solicitante, donde conste como su objeto social único la administración patrimonial del grupo familiar. En caso de que se trate de una entidad ya existente en la República de Panamá, la misma deberá modificar su Pacto Social y cumplir con el requisito antes descrito.
4. Identificación de los integrantes del grupo familiar que constituye la OFAP.
5. Estado patrimonial del grupo familiar a favor del que se creará la OFAP, debidamente auditado o certificado por contador público autorizado, que deberá acreditar el cumplimiento de los importes mínimos establecidos.

6. El documento escrito en un idioma distinto al español deberá ser traducido por traductor público autenticado.
7. El número de trabajadores extranjeros de confianza para ocupar posiciones de gerentes de niveles altos y medios que laborarán en la OFAP, incluyendo proyección de plazas de trabajo para nacionales.
8. Declaración jurada suscrita por el representante de la OFAP, o de su grupo promotor, que exprese su deseo de establecerse en la República de Panamá con tal carácter y de cumplir con todos los requisitos para optar por dicho registro. La firma del representante legal deberá constar debidamente autenticada ante Notario Público.

RÉGIMEN DE VISADOS

- **Personal:** Las OFAPs podrán contratar extranjeros, en calidad de ejecutivos de confianza o personal técnico, para que cumplan con las funciones de gestión, representación y administración de la OFAP, de acuerdo con las reglas siguientes:
  1. Toda OFAP podrá contratar hasta cuatro extranjeros en total, sean ejecutivos de confianza o personal técnico.
  2. Sin perjuicio del numeral anterior, la OFAP que administre un patrimonio que supere los veinte millones de dólares (US$20,000,000.00) y no exceda los cincuenta millones de dólares (US$50,000,000.00) podrá contratar hasta siete extranjeros en total, bien ejecutivos de confianza bien personal técnico.
  3. La OFAP que administre un patrimonio que supere los cincuenta millones de dólares (US$50,000,000.00) podrá contratar hasta diez extranjeros en total, tanto ejecutivos de confianza como personal técnico.

En caso de existencia de necesidades adicionales de personal extranjero técnico y/o de confianza, se podrá elevar solicitud ante el Ministerio de Comercio e Industrias, que deberá evacuar la consulta en un plazo no superior a quince días, contados desde la recepción de la solicitud fundamentada adecuadamente. El Ministerio de Comercio e Industrias establecerá el procedimiento para la canalización de tales solicitudes, así como los criterios y reglas para su aceptación o denegación.

- **Visa:** Inmediatamente después de la inscripción de la OFAP, el personal extranjero técnico y los ejecutivos extranjeros de confianza al servicio de OFAP podrán gestionar la obtención de la Visa de Personal de OFAP. El personal extranjero al que se le otorgue esta visa tendrá derecho a trabajar en la República de Panamá, mientras labore para dicha OFAP. Para poder obtener la Visa de Personal de OFAP, dichos ejecutivos de confianza deberán percibir un salario anual no inferior a setenta mil dólares (US$70,000.00). Por su parte, para obtener dicha Visa de Personal de OFAP, dichos empleados técnicos deberán percibir un salario anual no inferior a cincuenta mil dólares (US$50,000.00).

El Ministerio de Comercio e Industrias celebrará convenios con el Servicio Nacional de Migración, a fin de verificar la tramitación y expedición de las Visas de Personal de OFAP.

- **Plazo:** La Visa de Personal de OFAP y el correspondiente carné de identificación serán otorgados por un término no mayor al establecido en el respectivo contrato de trabajo, el cual no podrá ser inferior a un año ni superior a diez años. No obstante, al finalizar dicho plazo, podrá solicitarse prórroga por un plazo igual a cinco años.

El carné de identificación al que tendrá derecho el poseedor de la visa conllevará al permiso de salida y entrada múltiple, válido por el término del carné. Una vez otorgados la Visa de Personal de OFAP y el carné de identificación, no se requerirá realizar trámite adicional u obtener permiso alguno de otra entidad estatal para trabajar en la OFAP o residir en la República de Panamá.

- **Importación de menaje y/o bienes de uso doméstico y personal:** El poseedor de una Visa de Personal de OFAP estará exento, al momento de trasladarse por primera vez a la República de Panamá, del pago de los impuestos que por motivo de su importación pudieran aplicar a su menaje de casa. Los artículos de uso doméstico que hayan sido introducidos al país con franquicia arancelaria no podrán ser vendidos, arrendados, dados en garantía ni rematados judicialmente, sin que se paguen sobre ellos los impuestos, derechos o tasas que correspondan. En el caso de los artículos de uso doméstico o de uso personal que hayan sido introducidos al país con franquicia arancelaria, no se pagará el impuesto de referencia después de transcurridos tres años de la entrada de estos al país. La Autoridad
  Nacional de Aduanas podrá hacer las verificaciones y comprobaciones que la ley le autoriza.

- **Sanciones económicas:** Las declaraciones falsas que tengan por finalidad la obtención de los

beneficios establecidos en estas disposiciones, sin que se cumplan las condiciones establecidas, conllevarán la revocatoria automática de la autorización para residir en la República de Panamá a todas las personas incluidas en la falsedad o alteración sustancial de datos, condiciones o informaciones, más una multa de hasta mil dólares (US$1,000.00) per cápita, es decir, computadas por cada una de las personas naturales incursas en la declaración y que pretendieran obtener los citados beneficios. Asimismo, de haber participado la propia OFAP en la falsedad citada será objeto de multa igual al doble de los beneficios fiscales obtenidos fraudulentamente por todos los conceptos relacionados con los participantes en dicho acto. En caso de reincidencia, la multa a la OFAP será igual al triple de los beneficios fiscales obtenidos fraudulentamente por todo concepto.

Estas sanciones serán aplicables sin perjuicio de las responsabilidades civiles y penales.

- **Restricciones:** Quien obtenga una Visa Personal de OFAP no podrá dedicarse en ningún caso a otras actividades laborales distintas de las que realice la propia OFAP. En todo caso, su cónyuge o la persona con la que tenga una relación de hecho podrá trabajar en el territorio de la República de Panamá.

- **Cómputo de los plazos:** A los efectos del cómputo de los plazos establecidos en las reglas para la obtención de la residencia permanente, se computará el plazo de disfrute de la Visa de Personal de OFAP.

- **Comunicación:** La OFAP tendrá la obligación de comunicar de inmediato al Ministerio de Comercio e Industrias cualquier cambio en el estatus del personal extranjero poseedor de la Visa de Personal de OFAP.

- **Tramitación:** La OFAP gestionará, a través del Ministerio de Comercio e Industrias, la visa de personal, permanente o temporal de las OFAPs, así como la visa de dependiente de dicho personal permanente. Las personas naturales extranjeras a las que se otorgue dicha visa deberán trabajar, exclusivamente, en la correspondiente OFAP. A los efectos de esta norma se consideran dependientes los hijos menores de edad, los hijos mayores de edad, pero no emancipados por razón de estudio, los hijos con discapacidad cualquiera que fuere su edad, el cónyuge o persona que acredite una relación de hecho, los padres y las personas que, por razones evidentemente acreditables, por ejemplo, menores tutelados por resolución judicial, dependan efectivamente del citado principal.
  La no renovación de la visa implica la automática suspensión de los derechos establecidos en la Ley.
  La OFAP mantendrá permanentemente actualizado su registro de personal, debiendo comunicar inmediatamente toda modificación al Ministerio de Comercio e Industrias.

RÉGIMEN FISCAL

- **Regla general:** Las OFAPs tributarán de acuerdo con las reglas generales establecidas en el Código Fiscal de la República de Panamá para el tipo de vehículo jurídico utilizado y de acuerdo con sus transacciones. El Ministerio de Economía y Finanzas, a través de la Dirección General de Ingresos emitirá los formularios específicos de uso obligatorio para la realización de las declaraciones fiscales de esta actividad.

- **Régimen Fiscal:** Los empleados de las OFAPs poseedores de visados, en los términos establecidos en el párrafo anterior pagarán impuesto sobre la renta de acuerdo con las tarifas establecidas en el régimen general pero únicamente sobre el 25% de su renta neta gravable.

OTRAS DISPOSICIONES

- **Declaración anual:** La OFAP remitirá una declaración anual, en el formato que establezca el Ministerio de Comercio e Industrias, en la que constatarán, específicamente, los datos que acrediten el mantenimiento de sus operaciones y del cumplimiento de las condiciones establecidas en la Ley y su reglamento.

- **Acceso a sistemas y mercados:** Mediante reglamento se establecerán las condiciones para que las OFAPs puedan acceder, a su solicitud, a los sistemas de pago, a los segmentos de mercados de valores no accesibles al público minorista u otras infraestructuras financieras. Tales condiciones representarán en todo caso los principios de competencia, igualdad de acceso, prudencia y estabilidad financiera.

- **Supletoriedad:** Resultarán aplicables de forma supletoria las reglas establecidas en la Ley 41 de 2007[1] sus reglamentos y normas técnicas, en tanto no se opongan a las características propias de las

OFAPs establecidas en el Proyecto de Ley. El Ministerio de Comercio e Industrias podrá emitir los instrumentos necesarios para reglamentar el procedimiento de inscripción registral, así como las condiciones de su mantenimiento y cancelación, al igual que el resto de aspectos necesarios para el buen funcionamiento del régimen establecido en el Proyecto de Ley.

A su vez, entre los aspectos más relevantes de la regulación de la **Oficina Multifamiliar de Administración Patrimonial** incluidos en el Proyecto de Ley tenemos los siguientes:

DISPOSICIONES GENERALES

- **Oficinas para varias familias:** Se considerarán Oficinas Multifamiliares de Administración Patrimonial (OMAP), conocidas en el idioma inglés como Multi Family Offices aquellos vehículos jurídicos que presten a una pluralidad de grupos familiares alguno o todos los servicios establecidos en la sección "Objeto"[2] del presente trabajo. El Ministerio de Comercio e Industrias será el titular encargado del mantenimiento del Registro de la OMAP pudiendo establecer mediante reglamento los desarrollos necesarios para su gestión. La Superintendencia del Mercado de Valores deberá emitir opinión vinculante previa sobre la inscripción en tal Registro, en las materias propias de su exclusiva competencia. Sin perjuicio del Registro de la OMAP ya citado, deberá ser posible también acceder al estatus registral de dicha OMAP desde el sitio web de la Superintendencia del Mercado de Valores.

- **Reglas:** Las reglas aplicables a las **Oficinas Unifamiliares de Administración Patrimonial** (OFAP), incluidas las tributarias, de régimen de visado y arancelarias, resultarán de aplicación a las OMAP, con las especialidades establecidas a continuación.

ESPECIALIDADES

- **Actividades reguladas:** Las entidades financieras reguladas por Autoridades Competentes de Supervisión Financiera de las industrias bancarias, de valores o de administración de fondos o patrimonios de terceras jurisdicciones podrán solicitar su inclusión en el Registro de la OMAP previa presentación de la acreditación de tal carácter ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

  Se entenderá que las oficinas extranjeras de gestión multifamiliar, incluso cuando no resultara posible acreditar lo establecido en el párrafo anterior debido a la inexistencia de obligaciones de registro administrativo ante Autoridades Competentes de Supervisión Financiera en sus jurisdicciones de origen podrán solicitar tal inscripción demostrando fehacientemente el carácter de su actividad ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

  Los profesionales de la gestión de patrimonios familiares de cualquiera de las entidades operantes en los párrafos anteriores, con experiencia senior no inferior a cinco años en tales industrias conforme a la obligación de demostración fehacientemente tal hecho, podrán solicitar también su inscripción en el citado Registro.

  La Superintendencia del Mercado de Valores establecerá mediante reglamento el procedimiento para la rápida gestión de la anterior acreditación, en lo relativo a sus competencias. En dicho reglamento se hará constar expresamente las condiciones de equivalencia de las licencias de los ejecutivos principales, oficiales de cumplimiento o empleados de otros tipos cuyo desempeño exija la obtención de una licencia en la República de Panamá. De no resultar factible tal equivalencia, el reglamento otorgará un período de gracia necesario para que la exigencia de obtención de tal licencia pueda ser cumplida, sin que el inicio de actividades sea demorado exclusivamente por tal causa.

- **Registro:** La Superintendencia del Mercado de Valores establecerá el acceso al Registro de la OMAP por parte de las entidades y personas que queden excluidas del ámbito de aplicación descrito con anterioridad ("actividades reguladas"), en lo relativo a sus competencias.

- **Reglas diversas:** La Superintendencia del Mercado de Valores establecerá las reglas de capital mínimo, coeficiente de solvencia, requisitos operativos, necesidad de obtención de licencias de ejecutivos u otros empleados, obligaciones de reporte periódico de información, obligaciones de prevención de blanqueo de capitales y el financiamiento del terrorismo u otras, que resulten aplicables a las OMAPs en sus materias de competencia. Tales condiciones deberán ser sustancialmente equivalentes y en ningún caso discriminatorias respecto de las que se aplican a los asesores de inversión.

- **Excepción al requisito de patrimonio mínimo:** En ningún caso será aplicable la exigencia de umbral mínimo del patrimonio financiero de las unidades familiares administradas por OMAP.

- **Colaboración:** La Superintendencia del Mercado de Valores y el Ministerio de Comercio e Industrias establecerán los Protocolos de Colaboración que resulten necesarios para el desarrollo reglamentario y operativo, respetando las competencias de cada una de estas y del Proyecto de Ley.

VIGENCIA

De conformidad con el texto actual del Proyecto de Ley, una vez aprobado la Ley comenzará a regir a los seis meses de su promulgación.

---

[1] Que crea el régimen especial para el establecimiento y la operación de sedes de empresas multinacionales y la comisión de licencias de sedes de empresas multinacionales y dicta otras disposiciones.

[2] Corresponde al Artículo 112 del Proyecto de Ley.

“EL PAPEL DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO Y LA IMPORTANCIA DE UNA TERCERA OPINIÓN”

ELLIS CANO
MASTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

Este escrito es una mezcla de opiniones personales en conjunto con recopilación a través de diferentes medios. No pretendo apropiarme de la autoría del mismo, y espero que lo lean con indulgencia, sobre todo por el período de Covid 19 en el cual se escribió el mismo.

Antes de entrar en materia, quiero confesarme y admitir que no soy un “fan” de las calificadoras de riesgo, pero igual tengo que admitir que en toda decisión de inversión importante, es bueno contar con una tercera o cuarta opinión de un independiente no vinculado tanto con el emisor, o con el agente colocador, banco de inversión, etc., esto es, con ninguno de los que de una u otra manera tienen que ver o se involucran en el proceso de llevar al mercado de valores una emisión, o bien de mantener la vigilancia de la misma a través de revisiones periódicas mientras dure la vida de la emisión de que se trata.

Igualmente considero válido mencionar que el enfoque dado a este artículo va principalmente en función del mercado de valores, y no a las calificaciones de bancos, riesgo país y otras tales como aseguradoras, aunque cuando la calificación del riesgo soberano cae, es normal que la empresa (sobre todo cuando se trata de un banco), también sufra una rebaja.

Esto me lleva a decir que las calificaciones de riesgo representan una opinión independiente y hasta cierto punto cierta, respecto a la capacidad de un emisor de hacerle frente a sus compromisos financieros.

La calificación de riesgos es una opinión fundada e independiente sobre el riesgo crediticio, basada en una evaluación cuantitativa y cualitativa de la solvencia de una determinada entidad para hacer frente a sus obligaciones en el corto, mediano y largo plazos.

Tratan de ser prospectivas, es decir mirando al futuro, no se trata de contar lo que ya sucedió, sino más bien de prevenir lo que podría suceder y de emitir opiniones sobre los riesgos futuros.

Debe ser el objetivo de un emisor, el ubicarse en los niveles más altos dentro de la escala de las distintas agencias calificadoras y reflejar en consecuencia mayores niveles de solidez y menor riesgo.

Una degradación del rating suele suponer una disminución de la confianza de los inversores y, por tanto, se traduce supuestamente en un incremento de los costos financieros: es decir aumentará tanto la rentabilidad que exige el mercado para colocar una emisión de deuda como el interés a pagar en el caso de solicitar un crédito. La percepción sobre el riesgo que supone invertir o dejar fondos a una entidad o país crece en proporción al número de escalones que baje la nota.

Cabe mencionar, que las calificadoras de riesgo emiten sus opiniones con base en la información suministrada por sus clientes, la cual debe ser precisa, confiable, suficiente y transparente, para que la opinión cumpla el objetivo de revelar los riesgos de un emisor dentro del sector en que opera, poder medirlo con sus pares o similares, y así poder determinar no solo su capacidad financiera y operacional para dar cumplimiento a las obligaciones con terceros, sino a la habilidad gerencial para llevar el negocio a puerto seguro.

Las agencias declinan cualquier responsabilidad sobre la veracidad de la información utilizada y no aceptan ningún compromiso en relación a la comprobación o auditoria de la información recibida. Las agencias son empresas privadas que están fuera de cualquier control, regulación y supervisión de ámbito público, pero son un elemento integrante del sistema financiero mundial.

Al igual que ocurre con las empresas de auditoría, es una obligación de las empresas calificadoras el asegurarse que la información que recibe de los emisores ya sea en proceso de calificación o de revisión, se encuentre soportada y documentada, si bien es cierto que no es una de sus obligaciones efectuar labores de auditoría, por tanto, esta labor les compete a los contadores internos de la empresa emisora, así como a los auditores que emiten una opinión independiente de la misma.

Dicho esto, para las calificadoras de riesgo son de vital importancia los informes que emiten entidades de control, esto de por si incluye las oportunidades de mejora, ya que a través de estos informes es posible identificar potenciales riesgos que influirán (positiva o negativamente) en la toma de decisiones más ilustradas por parte de los inversionistas y del resto de los participantes del mercado de valores.

¿CUÁLES SON SUS PRINCIPALES BENEFICIOS?

Podría ampliar el interés por parte de instituciones financieras o inversionistas locales o internacionales a participar en el desarrollo de la entidad con fuentes de fondeo (inversiones), gracias a la mayor información objetiva disponible.

Posibilita contar con una herramienta efectiva e independiente para fortalecer la supervisión y evaluación de la entidad calificada.

Es así como la calificación de riesgo constituye en un elemento a considerar en el desarrollo del mercado de valores de cualquier país. Esto es observando que, a través de la calificación de emisiones, las compañías deberían llevar a cabo la colocación de títulos para obtener recursos tanto a corto como a largo plazo, versus a lo ofrecido por el sector bancario, ya que tenemos que aceptar que en el mercado de valores se desarrolla una intermediación financiera, cuyo resultado debería ser mejor rendimiento para el inversionista y un menor costo para los emisores. Esta alternativa de financiación en teoría debería permitir ajustar los plazos a las características de los proyectos, aspecto que impactaría favorablemente en el manejo de la liquidez de la empresa o su flujo de caja proyectado.

También ayudaría muchísimo si consideramos el “calce o descalce” de las tesorerías de las empresas ya, que, por ausencia de informes de calificación de riesgo, muchas veces se ven abocadas a financiar inversiones de largo plazo con líneas de créditos y recursos de corto plazo, lo que provoca un estrés en el manejo de su liquidez vs sus deudas.

Si esto fuese así, tal como ocurre en los mercados más sofisticados, las empresas estarían en capacidad de expandirse, desarrollar nuevas líneas de negocio o ampliar su capacidad instalada, lo cual se traducirá en mayor generación de ingresos para los emisores. De la misma manera, el grado de calificación de riesgo por parte de las calificadoras contribuye para que el mercado inversionista cuente con diferentes alternativas de inversión en función del riesgo.

Bancariamente, al ser el depositante panameño de corte cortoplacista sobre todo por el desconocimiento de lo que son las calificaciones de riesgo, obliga a las tesorerías de los bancos a mantener altísimos niveles de liquidez, obligando con esto a que estas instituciones dejen de invertir todo su potencial en créditos a empresas y/o personas por aquello de que sus captaciones en gran medida son a corto plazo.

Cabe mencionar, que en los mercados tradicionales y más “maduros que el nuestro, esto es una realidad, sin embargo en el mercado de valores panameño, las calificaciones de riesgo parecen no ser tomadas en consideración por la mayoría de participantes del mercado ya que en términos generales un emisor con una mejor calificación debería beneficiarse con mejores tasas a corto plazo, y con la posibilidad de colocar emisiones de bonos a largo plazo a tasas competitivas, pero el mercado local no responde ante la realidad de las calificaciones de riesgo, y las ven más bien como una obligación que cumple el emisor para poder colocar sus valores en el mercado, que como una ayuda independiente e ilustrada que los ayuda a tomar mejores decisiones de inversión.

Considero que los participantes del mercado local, deberían hacer una campaña efectiva de educación al inversionista, de manera que se le dé un verdadero valor a esta evaluación independiente.

Esto es así, ya que en la medida en que exista mayor cantidad de emisores de todos los tamaños, grandes, medianos y pequeños, el inversionista tendrá diferentes opciones y en función de la información emitida por las calificadoras, podrá invertir según el nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir, dejando muy claro que la calificación de riesgo es una fuente de información importante, pero no debe ser la única en la que se debe basar una decisión

Las calificadoras de riesgo son empresas privadas que cuentan con la autorización, aunque no la supervisión per se de la Superintendencia del Mercado de Valores para realizar estas evaluaciones. Nuestro país cuenta con 9 agencias calificadoras registradas, y estas empresas en algunos casos son parte de conglomerados multinacionales expertos en evaluación y análisis de riesgo y son las siguientes:

No.	CALIFICADORA DE RIESGO	INICIO DE OPERACIONES	No. RESOLUCIÓN
1	Fitch Centro América, S.A	5 diciembre 2001	CNV–473–2001
2	Sociedad Calificadora de Riesgo de Centro América, S.A.	31 diciembre 2004	CNV–254–2004
3	BRC Investor Services, Sociedad Calificadora de Valores	14 febrero 2008	CNV–47–2007
4	Moody's Local PA Calificadora de Riesgos, S.A.	20 febrero 2004	CNV–29–2004
5	Pacific Credit Rating, S.A.	27 septiembre 2002	CNV–369–2002
6	Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo, S.A.	3 enero 2011	CNV–03–2011
7	A.M. Best América Latina, S.A. de C.V.	22 noviembre 2018	SMV–545–2018
8	EB Ratings Corp.	28 diciembre 2018	SMV–604–2018
9	Calificadora de Ratings, Summaratings, S.A.	15 mayo 2020	SMV–211–2020

LA IMPORTANCIA DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Quizás alguna vez has escuchado hablar sobre las famosas Calificadoras de Riesgo, sobre todo en el año 2008 cuando maduró la burbuja financiera y crisis económica provocada por las hipotecas en Estados Unidos, pero realmente conocemos ¿Qué es una Calificadora de Riesgo y cuál es su verdadera y principal función?, para responder estas preguntas es importante que analicemos los siguientes puntos que permitirán tener una visión más amplia y una mayor comprensión acerca de este tipo de sociedades donde la información que transmitan al mercado será base fundamental para una adecuada toma de decisiones.

Una Calificadora de Riesgo es una sociedad cuyo objeto social exclusivo es la calificación de valores o riesgos relacionados con la actividad financiera, aseguradora, bursátil y cualquier otra relativa al manejo, aprovechamiento e inversión de recursos que cualquier inversionista desea poner en movimiento con el fin de obtener un rendimiento mayor.

Es un agente que busca y se enfoca en la profundización y madurez de los mercados financieros a través de calificaciones objetivas e independientes, incorporando metodologías de prácticas que promueven entre emisores e inversionistas altos estándares de transparencia y de gobierno corporativo.

Una calificadora de riesgo es un agente que propende por la profundización y madurez del mercado de capitales a través calificaciones objetivas e independientes, incorporando metodologías de prácticas que promueven entre emisores e inversionistas altos estándares de transparencia y de gobierno corporativo.

Las calificaciones otorgadas pretenden ser opiniones profesionales, especializadas e independientes acerca de la capacidad y voluntad de pago de una empresa o entidad privada o pública. Para emitir su opinión, las calificadoras estiman, con criterios cuantitativos y cualitativos, la probabilidad de que el calificado incumpla con sus obligaciones contractuales o legales. Dada esta estimación, otorgan un calificativo que busca medir de una manera comparable el riesgo crediticio de los diferentes títulos. Existen dos categorías para agrupar las deudas dependiendo del calificativo de riesgo. El grado de inversión se refiere al grupo de deuda con buena capacidad de pago; mientras que el grado especulativo, a las deudas con menor certeza de pago.

De igual forma es interesante resaltar que una calificación es una opinión profesional, especializada e independiente acerca de la capacidad de pago de una organización o entidad económica y una estimación razonable sobre la probabilidad de que el calificado cumpla con sus obligaciones contractuales o legales, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado, o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros, según sea el caso. Además de que se pueden clasificar en calificaciones de corto y largo plazo y en donde de igual forma van a representar una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. (Por: L. Salazar

Campos).

La diferencia se basa en que la calificación de corto plazo se asigna a una deuda o compromiso que posee vencimientos originales de máximo un año o menos, mientras que una calificación de largo plazo se refiere a deuda con vencimientos mayores a un año.

Cuando se califica, se pretende dar una guía de acción al inversor, con una perspectiva (outlook) ya sea positiva, negativa o en su defecto neutral o incierta. Para los inversores, las agencias de calificación de riesgos aumentan las alternativas de inversión y proporcionan medidas de riesgo que permiten generar una adecuada toma de decisiones. Con lo anteriormente señalado se permite incrementar la eficiencia del mercado financiero, reduciendo los costos para ambas partes, es decir, tanto para el que invierte como para el que paga los rendimientos. Este tipo de Calificadoras son de vital importancia en los mercados financieros, sobre todo porque brinda la posibilidad de realizar un análisis a fondo sobre la situación financiera tanto del activo al que se vaya a invertir como el de un país, que comúnmente se le llama Riesgo País y que va encaminado a conocer la situación social, política y económica que puede impactar en algún aspecto negativo en la inversión que se realice.

Por considerarlo de interés, procedo a detallar el procedimiento que usualmente se sigue para efectuar una calificación de riesgo.

Cada agencia tiene su propio procedimiento, cuando se trata de una empresa, los analistas comienzan evaluando la industria y el mercado en el que la compañía opera. Posteriormente calibra los riesgos del negocio y los específicos para cada emisor, este procedimiento es básicamente el siguiente:

- Solicitud de calificación por parte del emisor y firma del contrato.
- Revisión del material suministrado en la solicitud preliminar de información.
- Realización de una lista de preguntas para ser tratados en la visita de calificación.
- Elaboración de la agenda de visita.
- Realización de la visita de la entidad y evaluación de los temas señalados.
- Se prepara una propuesta de la calificación y se presenta al Comité de Calificación en donde se asigna la calificación.
- Notificación de la calificación a la entidad.
- La empresa puede aceptar, apelar o rechazar la calificación.
- La empresa puede mantener la calificación privada hasta que se decida a realizar una emisión o hacerla pública.
- Si la empresa desea hacer pública la calificación, se realiza un informe de análisis crediticio que se publica y se envía al cliente, a la Superintendencia, Bolsas de Valores, medios de comunicación, inversionista y a cualquier persona que lo solicite.

La calificación (o rating) tiene un costo directo (la tarifa cargada por la agencia calificadora) y un costo indirecto relativo al tiempo dedicado y al hecho de proporcionar información confidencial a la agencia. Aun así, los emisores solicitan el rating por distintas razones: para algunas empresas es un requisito necesario, independientemente del costo: por ejemplo, en Panamá, todas las emisiones de valores requieren de una calificación de riesgo, independientemente de la calificación obtenida. En general, la calificación da acceso a los mercados de bonos, lo que amplía las posibilidades de financiación de las empresas, ya que permite emitir en los mercados internacionales a empresas que son conocidas localmente, pero no en el ámbito internacional. Además, permite vender a inversores regulados.

Una Calificación de Riesgo es opinión informada sobre la capacidad y voluntad de un emisor de cumplir oportunamente con sus obligaciones financieras en los tiempos estipulados.

- Un punto de referencia para comparar entre sectores a nivel mundial o nacional.
- Una perspectiva sobre la probabilidad relativa de insolvencia de entidades emisoras y emisiones.
- Uno de muchos factores disponibles para inversores que buscan tomar decisiones informadas.

Una Calificación de Riesgo no es: una garantía de calidad crediticia o de probabilidad de insolvencia.

- Asesoría de inversión (comprar, vender o mantener la posición en una inversión).

- Una medida de liquidez o de precio.
- Una manera de definir qué compañías son “buenas” o “malas”.
- Una auditoría de una compañía.

Los prestatarios/emisores buscan:

- Optimizar el costo de financiamiento.
- Expandir la masa de inversionistas y capital disponible.
- Alargar los plazos de financiamiento.
- Diversificar fuentes de financiamiento.

Los inversionistas buscan:

- Una opinión independiente de calidad crediticia.
- Un punto de comparación entre tipos de activos, regiones e inversiones semejantes.
- Información y puntos de referencia o “benchmarks” para tomar decisiones informadas.

Las Calificaciones deben ser:

- Independientes
- Comparables
- Prospectivas

Por considerarlo de interés, procederé a incluir un cuadro contentivo de las Calificaciones de Grado de Inversión emitidas por las grandes calificadoras a nivel mundial:

LAS NOTAS DEL GRADO DE INVERSION

PUNTUACIÓN DE MÁS A MENOS	SIGNIFICADO	NOTA S&P y FITCH	NOTA MOODY'S
1	MÁXIMA CALIDAD	AAA	Aaa
2	ALTA CALIDAD	AA+	Aa1
3	ALTA CALIDAD	AA	Aa2
4	ALTA CALIDAD	AA-	Aa3
5	BUENA CALIDAD	A+	A1
6	BUENA CALIDAD	A	A2
7	BUENA CALIDAD	A-	A3
8	CAPACIDAD SATISFACTORIA PERO CON RIESGOS	BBB+	Baa1
9	CAPACIDAD SATISFACTORIA PERO CON RIESGOS	BBB	Baa2
10	CAPACIDAD SATISFACTORIA PERO CON RIESGOS	BBB-	Baa3

Cualquier calificación por debajo de las arriba expuestas, indican que la empresa o la emisión no cuenta con un grado de inversión suficiente para ser considerada al menos conservadoramente como una posible inversión dentro de un portafolio.

Una degradación del rating suele suponer una disminución de la confianza de los inversores y, por tanto, se traduce en un incremento de los costos financieros: es decir aumentará tanto la rentabilidad que exige el mercado para colocar una emisión de deuda como el interés a pagar en el caso de solicitar un crédito. La percepción sobre el riesgo que supone invertir o dejar fondos a una entidad o país crece en proporción al número de escalones que baje la nota.

También se definen perspectivas, que pueden ser estables, positivas o negativas; y que hacen referencia a la tendencia esperada en el desempeño de Lo normal no es rebajar de golpe la calificación de una compañía o un país, a no ser que se produzca un hecho o suceso inesperado de alcance (por ejemplo, un atentado, una catástrofe natural, una operación corporativa o una decisión gubernamental). La etapa previa suele ser el cambio de perspectiva. Lo normal es que esta sea neutral. Pero las agencias la cambian (a positiva o a negativa) lo cual significa que están estudiando una rebaja o una mejora. La decisión se toma

en los siguientes 90 días o en un futuro cercano. El outlook indica una probabilidad como mínimo del 33% de que el rating cambie en la dirección indicada en un plazo de dos años.

En Panamá, todas las categorías llevan el prefijo pa, para distinguir que se trata de una calificación a escala nacional.

¿QUÉ VALORES SON CALIFICADOS EN PANAMÁ?

En la Bolsa de Valores de Panamá, se negocian los siguientes instrumentos, los cuales todos tienen una calificación de riesgo:

ACCIONES	DEUDA CORPORATIVA	VALORES DEL ESTADO
ACC PREFRENTES ACUM	BONOS	BONOS DEL ESTADO
ACCIONES COMUNES	BONOS AGROINDUSTRIALES	BONOS DEL TESORO
ACCIONES DE FONDOS	BONOS CERO CUPÓN	LETRAS DEL TESORO
ACCIONES PREFERIDAS	BONOS DE DESARROLLO INMIBILIARIO	NOTAS DEL TESORO
	BONOS FORESTAL DESC	
	BONOS FORESTALES	
	BONOS HIPOTECARIOS	
	BONOS TURÍSTICOS	
	CERTIFICADO DE PARTICIPACIÓN FIDUCIARIA	
	NOTAS CORPORATIVAS	
	VALORES COMERCIALES NEGOCIABLES	

ORÍGENES DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Los orígenes de las agencias de calificación se remontan a la segunda mitad del siglo XIX, cuando se produjo en EE.UU. la enorme expansión y desarrollo económicos, sobre todo de las compañías de ferrocarriles que eran, de hecho, las pioneras de la revolución industrial emprendida en todo el país, y que captaban los recursos necesarios mediante la emisión de bonos. Como los inversores necesitaban conocer la situación financiera de tales empresas, recurrían a entidades especializadas, y lo que en sus inicios sólo fueron informes financieros acabaron convirtiéndose en estudios sobre la valoración y calificación crediticia. Dos de las agencias surgidas en aquella época fueron Standard & Poor's Corporation (fundada en 1860) y Moody's Investors Service Inc. (creada en 1900), actualmente, las mayores agencias de rating a nivel mundial. (Gestiópolis)

Las críticas surgieron con los primeros errores. Después de las crisis de 1929 y de 1970, las agencias fueron señaladas por haber sido demasiado blandas con sus calificaciones. Se pusieron, entonces, más severas. Además, empezaron a calificar las obligaciones de corto plazo, no sólo las de largo. (Gestiópolis)

Estados Unidos decidió aumentar su regulación al instaurar, en 1975, la obligación, por parte de las calificadoras, de obtener una autorización de la Securities and Exchange Commission (SEC), denominada estatuto NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Un efecto de esa decisión fue que aumentó la concentración del mercado en manos de Fitch, Moody's y Standard & Poor's. De siete calificadoras que disponían de ese estatus en los años 80, sólo están las Tres Grandes en el 2011. Entre las tres reúnen más del 90% del negocio. (Gestiópolis)

Con la mundialización, las calificadoras se internacionalizaron – a partir de los años 70 – y empezaron a calificar países. Mientras que en 1975 no calificaban más que a tres países, los evaluados eran 33 en 1990 y más de un centenar en los 2000. (Clarín.com)

Hemos desarrollado bastante relativo a la información cuantitativa, pero en lo que a la información cualitativa, se puede efectuar un análisis objetivo acerca de la capacidad, experiencia e idoneidad de los que componen la plana gerencial de la empresa calificada comparativa de los principales rubros de los

estados financieros (balance de situación y resultados) además de la de los principales indicadores económico-financiero vs. la media del sector en que compite , de haber suficiente información.(por esto es importante tener el mayor número de participantes posibles).

Nuestro mercado financiero si bien es muy pequeño, forma parte de un mundo globalizado y en donde la competencia en los diversos segmentos de negocios se tornan cada vez más activos, ya vemos como se efectúan operaciones bursátiles diariamente con El Salvador a través de los operadores remotos, y la Superintendencia del Mercado de Valores ha estado activa y responsablemente negociando con autoridades de otras jurisdicciones con el fin de poder obtener la categoría de jurisdicción reconocida y que valores panameños se puedan negociar en otros países y viceversa. No me sorprendería que pronto se estén negociando valores de Ecuador y República Dominicana en nuestro país, por lo que siempre antes de tomar una decisión es recomendable observar lo que ha sido la última evolución económica-financiera-patrimonial comparada con el ejercicio precedente.

El hecho de hacer hincapié en forma detallada en los principales aspectos cualitativos y cuantitativos, además de sus principales fortalezas y áreas críticas de riesgos a ser consideradas, dan un valor agregado, que va mucho más allá de un informe de auditoría externa, en donde por lo general son mucho más simplificados por su propia regulaciones y normas y muchas veces no brindan el soporte necesario para tomar la decisión acerca de un Sí o No, pero que se complementan con los informes de calificaciones de riesgos y sin los cuales no se podría llegar a completar la información necesaria para emitir una opinión de una calificación. En estos casos una sin la otra no dan toda la información necesaria para tomar una decisión de inversión realmente razonada.

Resultaría de mucha utilidad y relevancia que la gente se acostumbre a analizar y evaluar en forma detallada estos informes, pues al contar con un análisis realizado en forma profesional y objetiva, independientemente de lo que cada uno conoce de tal o cual empresa los tiene a los mismos como un complemento a primera mano, que si bien es cierto no representa ningún tipo de garantía a sus inversiones, nos brinda informaciones que puedan llevarnos con mayor seguridad a la realización no solo de inversiones dentro de nuestro mercado de valores , sino también ayudarnos a definir acerca de las entidades bancarias en las cuales colocar nuestro dinero.

A nivel de país es muy importante, porque no solo los inversionistas institucionales locales e internacionales tendrían acceso a los valores del estado, sino también los pequeños y medianos ahorristas, nos imaginamos al estado panameño emitiendo bonos del cuarto puente sobre el canal, o de la línea 3 del metro, o de la próxima ampliación del canal que en algún futuro cercano será necesaria, que miles de panameños con información a la mano puedan obtener mayores beneficios por su dinero, y que se sientan orgullosos de estar invirtiendo en el desarrollo de su país lo que le daría un sentido de pertenencia y orgullo nacional muy importante.

Esto me lleva a pedirle al lector, y en especial si es un inversionista, no importa si es grande o pequeño, que se informe, que tome una decisión debidamente ilustrada, en nuestro país, no nos gusta leer mucho, pero es importante tomar en consideración el gran esfuerzo que desarrollan tanto la Superintendencia del Mercado de Valores como la Bolsa de Valores de Panamá, al solicitar que el emisor cumpla con una serie importante de requisitos, que incluyen informes auditados, interinos, informes periódicos de calificación de riesgo, informes de actualización trimestrales, anuales, reportes de las fiduciarias, todo esto para que el emisor se mantengan al día con el mercado y el mercado esté informado, para poder entrar o salir de determinada inversión.

Nuestro mercado si bien estrecho aún forma parte de un mundo globalizado y en donde las competencias en los diversos segmentos de negocios se tornan cada vez más activos, por lo que siempre antes de tomar una decisión es recomendable observar lo que ha sido la última evolución financiera comparada con el ejercicio precedente.

Un ejemplo específico del beneficio lo vamos observar en las obras de infraestructura de cuarta generación impulsadas por el Gobierno Nacional, cuyos participantes o consorcios desarrolladores de las obras, encontrarán en el mercado de capitales una importante alternativa para desarrollarse y obtener estructuras de financiación ajustadas a sus características. Por su parte, los inversionistas institucionales, con vocación de inversión de largo plazo, podrán contar también con alternativas de inversión que se ajusten a dicho perfil, bajo adecuadas condiciones de riesgo-rentabilidad.

De esta manera, en la medida en que el mercado de capitales cuente con más opciones de inversión y, por tanto, con diversas opiniones de riesgo, podrá desarrollarse y de esta manera mitigar el riesgo que significa para un país depender principalmente del financiamiento bancario.

Gracias a ello, los inversionistas internacionales y empresas multinacionales estarán más dispuestos a

considerar a nuestro país a la hora de realizar compras de deuda soberana o de instalar operaciones. En el caso de Panamá, ello le ha dado la capacidad de financiar grandes proyectos, incorporar participantes en el Centro Bancario Internacional y la instalación de empresas multinacionales.

En estos momentos hay algunas instituciones como ENA y ETESA que han emitido papel en el mercado local, pero al final del camino la participación del público inversionista ha sido casi nula. Lo mismo ocurre con la emisión de deuda país a través de Bonos, Letras y Notas.

En conclusión, la calificación crediticia es un factor muy importante que los inversionistas deben considerar al tomar sus decisiones.

Es por ello, que tanto las instituciones privadas como entidades estales, deben estar en la búsqueda de una continua mejora de su calificación de riesgo.

MENSAJE FINAL:
Es fundamental mantener una buena calificación de riesgo para nuestro país, que refleje mayor estabilidad y solidez económica, lo que influiría tremendamente en un mayor acceso a los mercados de capitales a mejores condiciones, a corto, mediano plazo y sobretodo, considerado mayormente en esta época de pandemia del Covid19.

RESUMEN DE TEMAS MATERIALES EN UN ANÁLISIS LEGAL DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO EN VIRTUD DEL CUAL SE CONSTITUYE UN FIDEICOMISO EMISOR COMO PARTE DE LAS ESTRUCTURAS DE FINANCIAMIENTO REALIZADAS A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

KHARLA AIZPURÚA OLMOS
SOCIA EN EL DEPARTAMENTO DE DERECHO CORPORATIVO DE MORGAN & MORGAN

I. INTRODUCCIÓN

En el mercado local se ha desarrollado la práctica, inspirada en el derecho anglosajón, de utilizar el instrumento jurídico del fideicomiso a efectos de crear eficiencias, flexibilidades, garantías y seguridades en las estructuras jurídicas de transacciones de financiamientos.

El fideicomiso bajo el derecho civil se ha regulado creando un híbrido que permite separar un patrimonio autónomo sin otorgarle personería jurídica propia, pero con características especiales otorgadas por ley, creando así la razón primordial tras interés en su utilidad.

El fideicomiso es regulado por la Ley 1 de 5 de enero de 1984 (conforme haya sido modificada de tiempo en tiempo en adelante, la **"Ley Fiduciaria"**).

II. FUNDAMENTO LEGAL

La Ley Fiduciaria otorga ciertas características al fideicomiso, el cual debe ser constituido a través de un contrato escrito, las más relevantes a efectos de este análisis siendo las siguientes:

- **Artículo 1 de la Ley Fiduciaria:** el fideicomiso se crea para cumplir una finalidad determinada establecida por el fideicomitente, cuya finalidad puede ser establecida a favor de uno o más beneficiarios. En esencia, el fideicomiso es el acto por el cual el fideicomitente transfiere bienes y/o derechos a un tercero denominado el fiduciario, quien conforme a la Ley 21 de 10 de mayo de 2017 (en adelante, la "Ley 21") debe tener una licencia fiduciaria otorgada por la Superintendencia de Bancos de Panamá ("en adelante, la "SBP") y, por tanto, es una entidad regulada por la SBP. El fideicomiso permite al fideicomitente separarse de los bienes y derechos que decida transferir al fiduciario, con miras a cumplir con un propósito especifico, como por ejemplo la administración o garantía de obligaciones. La figura del fiduciario, siendo éste una tercera persona permite crear una independencia en el criterio del manejo del patrimonio fideicomitido conforme a los términos y condiciones que se pacten en el contrato de fideicomiso;

- **Art. 2 de la Ley Fiduciaria:** el fideicomiso puede constituirse con bienes que se transfieren al momento de la creación de éste, pero también con bienes que sean transferidos a futuro. Esto permite dar una continuidad al fideicomiso, de manera de que se pueda aumentar su patrimonio autónomo u otorgar la flexibilidad al fideicomitente de aportar bienes o derechos cuando le sean más factible hacerlo bajo la estructura respectiva. Esta característica resulta beneficiosa en financiamientos en donde la deuda se emitirá a plazos y en distintos momentos, ya que permite que se aporten bienes a medida que ello sea requerido por que existirá o ya exista una obligación que garantizar.

- **Art. 7 de la Ley Fiduciaria:** el fideicomiso es irrevocable salvo que se establezca lo contrario en el contrato de fideicomiso respectivo. La irrevocabilidad conlleva que dicho contrato de fideicomiso, una vez formalizado, confiere al fiduciario un mandato que no puede revocarse, por lo que el fiduciario deberá actuar conforme a los términos y condiciones pactados en el contrato de fideicomiso respectivo y lo establecido en la Ley Fiduciaria a efectos de la modificación o extinción del fideicomiso. Adicionalmente, esto permite al beneficiario tener una seguridad de que lo pactado a su favor en el contrato de fideicomiso no pueda ser modificado, incluso a efectos de su condición de beneficiario, sin su consentimiento o en forma distinta a lo que pacten las partes en el contrato de fideicomiso respectivo;

• **Art. 9 de la Ley Fiduciaria:** en adición a los beneficiarios que se determinen al momento de la constitución, el fideicomiso también puede contemplar beneficiarios futuros o clases de beneficiarios y, para ello, sólo se debe establecer en el contrato de fideicomiso respectivo cuáles serán los elementos necesarios para determinar dichos beneficiarios. Esta característica permite crear un mecanismo con flexibilidad de que el propósito del fideicomiso pueda cambiar en el tiempo (por ejemplo, en cuanto a las obligaciones que garantiza) y, por tanto, eventualmente incluya beneficiarios que sean distintos o adicionales a los originales, dependiendo de lo que se requiera bajo la estructura respectiva.

Es importante mencionar que, como resultado de la modificación de Ley Fiduciaria en 2017 el Art. 9 establece ciertas reglas de obligatorio cumplimiento para la ejecución de garantías en un fideicomiso cuyo fiduciario sea parte del mismo grupo económico al que pertenecen el acreedor o alguno de los acreedores que son beneficiarios del fideicomiso. El objetivo de esta reforma fue otorgar protección al fideicomitente a través de un proceso de ejecución que le permita cumplir con sus obligaciones previo a la disposición por el fiduciario de los bienes fideicomitidos;

• **Art. 15 de la Ley Fiduciaria:** el patrimonio aportado al fideicomiso es un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fideicomitente como del patrimonio personal de la entidad que actúe como fiduciario. Los bienes transferidos en fideicomiso no pueden ser secuestrados ni embargados salvo por *"obligaciones incurridas o por daños causados con ocasión de la ejecución del fideicomiso, o por virtud de gravámenes constituidos sobre dichos bienes, o por terceros cuando se hubieran traspasado o retenido los bienes con fraude y en perjuicio de sus derechos."* Esta es una de las características principales que otorga seguridad a la figura jurídica, a las partes del contrato de fideicomiso y en especial a los beneficiarios del fideicomiso respectivo;

• **Art. 25 y 26 de la Ley Fiduciaria:** el fiduciario es quien recibe los bienes fideicomitidos tiene el dominio de éstos y la capacidad de disponer de ellos, pero siempre sujeto a lo establecido en el contrato de fideicomiso respectivo y la Ley Fiduciaria. Por lo tanto, el fiduciario tendrá la flexibilidad para administrar los bienes fideicomitidos y, de ser necesario, ejecutar las garantías que se hayan establecido sobre los mismos, en ambos casos conforme se acuerden en el contrato de fideicomiso respectivo. En las estructuras de financiamiento esto permite una ejecución controlada de las garantías establecidas a favor de los beneficiarios del fideicomiso e incluso que el fideicomiso pueda escoger que parte de las garantías sobre los bienes fideicomitidos ir ejecutando;

• **Art. 27 de la Ley Fiduciaria:** el fiduciario será responsable por los bienes fideicomitidos y por tanto de sus actuaciones bajo y conforme a lo acordado en el contrato de fideicomiso respectivo. Las partes pactarán en el contrato de fideicomiso los derechos y obligaciones que tendrá el fiduciario y, de igual forma, las limitaciones a la responsabilidad de éste. Sin perjuicio de lo anterior, el fiduciario será en todo caso responsable por los daños que resulten de sus actuaciones u omisiones en donde haya mediado culpa grave o dolo;

• **Art. 28 y 41-B de la Ley Fiduciaria:** el fiduciario debe: (i) rendir cuenta por lo menos una vez al año y a la terminación del fideicomiso respectivo, de sus actuaciones bajo el contrato de fideicomiso y su administración de los bienes fideicomitidos conforme se acuerde en el contrato de fideicomiso; y (ii) reportar a los beneficiarios cualesquiera hechos relevantes que surjan durante la vigencia del contrato de fideicomiso, salvo que el contrato de fideicomiso establezca algo distinto. El fiduciario, por consiguiente, se convierte en un supervisor de los bienes del fideicomiso teniendo la obligación de informar sobre los mismos;

• **Art. 33 de la Ley Fiduciaria:** el fideicomiso sólo puede extinguirse por causales establecidas y reguladas en dicho artículo siendo, entre otras, las más relevantes a efectos de las estructuras de financiamiento las siguientes: (a) cumplimiento del propósito por el cual el fideicomiso se constituyó, (b) hacerse imposible su cumplimiento, (c) declaración de nulidad del contrato de fideicomiso, (d) mutuo acuerdo entre el fideicomitente, el fiduciario y el beneficiario, respetando los derechos de terceros de buena fe, y (e) cualquier otra causa establecida en el contrato de fideicomiso o la Ley Fiduciaria. Desde la perspectiva de un financiamiento, esto permite dar seguridad a las partes sobre las únicas causales por las cuales se pudiese ver terminado el fideicomiso; y

• **Art. 41 de la Ley Fiduciaria:** el fiduciario puede intervenir como sujeto procesal en nombre y representación del fideicomiso con todos los derechos y atribuciones que se tengan bajo el mismo ante las autoridades competentes. Lo anterior crea un mecanismo adicional por el cual el fiduciario puede defender los bienes fideicomitidos.

III. FIDEICOMISO EMISOR

El fideicomiso financiero a través del cual se emite deuda a través de bonos u otros valores que a efectos de este escrito denominamos fideicomiso emisor (en adelante, el "Fideicomiso Emisor") se refiere a un fideicomiso constituido por un fideicomitente mediante un contrato de fideicomiso de administración y/o de garantía con el propósito principal de obtener financiamiento y repagar dicho financiamiento a través de un patrimonio autónomo, separado y especifico, otorgando un mandato al fiduciario (en adelante, el "Fiduciario del Fideicomiso Emisor") para que, conforme a los términos y condiciones pactados en el contrato de fideicomiso respectivo y actuando en tal calidad contrate la deuda mediante la emisión de valores.

Como hemos mencionado antes, el fideicomiso constituido no tiene personería jurídica, sino que quien la ostenta es el fiduciario. El fideicomiso es un patrimonio separado del patrimonio personal: (a) del fideicomitente, (b) del Fiduciario del Fideicomiso Emisor, y (c) de los beneficiarios, de haberlos. Por tanto, la deuda emitida por el Fideicomiso Emisor no es una deuda a título personal del fideicomitente ni del fiduciario, sino que es del Fiduciario del Fideicomiso Emisor en tal calidad y estará respaldada únicamente por los bienes fideicomitidos y sujeta a los términos del contrato de fideicomiso del Fideicomiso Emisor. Por lo tanto, usualmente en este tipo de estructuras la deuda emitida por el Fideicomiso Emisor se pagará con los bienes y derechos que hayan sido transferidos en fideicomiso: (x) al Fideicomiso Emisor si este también tiene como propósito garantizar la deuda emitida; o (y) a un fideicomiso de garantía que se constituya por separado del Fideicomiso Emisor para garantizar las obligaciones del Fideicomiso Emisor (en adelante, el "Fideicomiso de Garantía").

El Fideicomiso Emisor y el Fideicomiso de Garantía tendrán como beneficiarios a los tenedores de los bonos o valores (en adelante, los "Beneficiarios Principales") que hayan otorgado el financiamiento respectivo al Fideicomiso Emisor mediante la adquisición de los valores emitidos.

IV. CONSIDERACIONES PRÁCTICAS

Basado en las características principales mencionadas en la Sección II, en las estructuras de financiamientos a través de un Fideicomiso Emisor y el Fideicomiso de Garantía, se permite:

1. Al fideicomitente del Fideicomiso Emisor:

- obtener liquidez para capital de trabajo, inversiones de capital, repagar deuda, refinanciar deuda para mejorar condiciones financieras u otras, sin tener que incurrir en las implicaciones financieras que éstas le conllevarían siendo una deuda a título personal. Mediante un contrato de fideicomiso, el fideicomitente puede separar de alguna manera dicha deuda para que sea del Fideicomiso Emisor y que dicha deuda sólo sea garantizada con los derechos y bienes específicos que sean traspasados para dichos efectos al fideicomiso que garantice la deuda del Fideicomiso Emisor (ya sea el propio Fideicomiso Emisor o el Fideicomiso de Garantía);

- tener multiplicidad de acreedores, tenedores de bonos o valores y, por lo tanto, los Beneficiarios Principales del Fideicomiso Emisor y del Fideicomiso de Garantía tendrán reglas claras de forma de pago de la deuda y la ejecución de los bienes fideicomitidos dados en garantía para el repago de las obligaciones garantizadas a través del Fiduciario del Fideicomiso Emisor y el agente de pago respectivo; y

- obtener, potencialmente, mejores términos y condiciones de financiamiento sujeto a la situación del fideicomitente respectivo y el mercado de valores.

2. Al fideicomitente del Fideicomitente Emisor y a los Beneficiarios Principales:

- crear, a través del Fiduciario del Fideicomiso Emisor y el fiduciario del Fideicomiso de Garantía, quien en ambos casos es un tercero independiente y regulado por la SBP, una estructura que permita: (i) emitir la deuda y disponer de los dineros que se reciban de dicha emisión conforme a los términos y condiciones pactados en el contrato de fideicomiso creando un mecanismo de supervisión de cumplimiento del propósito para el cual se emitió la deuda; y (ii) mantener bajo el dominio y disposición del Fiduciario del Fideicomiso Emisor o del fiduciario del Fideicomiso de Garantía los derechos y bienes que garanticen la deuda del Fideicomiso Emisor de manera que será un tercero quien actuará basado en lo acordado en el Fideicomiso de Garantía respectivo para el cumplimiento conforme a lo acordado del repago de las obligaciones así garantizadas;

• pactar flexibilidad en la estructura de manera que el Fideicomiso de Garantía, que podrá o no ser constituido por el mismo fideicomitente del Fideicomiso Emisor, pueda mantener todos los derechos y bienes que se quieran traspasar, con la libertad de que puedan ser traspasados desde un inicio o posteriormente, siempre que se cumpla con la regulación de la Superintendencia de Mercado de Valores ("SMV") , y que se pueda establecer uno o varios Beneficiarios Principales que además podrán aumentar en el tiempo siempre que se establezca el proceso correspondiente en el contrato de fideicomiso respectivo. Adicionalmente, pudiendo constituirse otros contratos de garantía, por ejemplo: contrato de prenda, contrato de cesión, fianzas, contrato de hipoteca de bienes inmuebles o contrato de hipoteca de bienes inmuebles a favor del fiduciario respectivo, por tanto, pudiendo tener distintos tipos de garantía, pero todas dentro del mismo paraguas y alcance del fideicomiso y fiduciario respectivo; y

• en el caso de los Beneficiarios Principales individualmente, en términos generales, no podrán, directamente, ejercer derechos y ejecutar las garantías que se hayan constituido a su favor a través del Fideicomiso Emisor y/o el Fideicomiso de Garantía, lo cual sólo podrá ser ejercido y ejecutado por el Fiduciario del Fideicomiso Emisor y/o el fiduciario del Fideicomiso de Garantía. Adicionalmente, la relación entre los Beneficiarios Principales y el Fideicomiso Emisor siempre será manejada a través del agente de pago, registro y transferencia de la emisión respectiva y el Fiduciario del Fideicomiso Emisor.

3. <u>A los Beneficiarios Principales:</u>

• tener desde un inicio control de su fuente de repago y garantía a través de lo establecido en el o los contratos de fideicomiso respectivos sobre las condiciones de pago y mecanismos para ejecutar las garantías;

• tener acceso constante a la situación de los bienes fideicomitidos, a través del Fiduciario del Fideicomiso Emisor o el fiduciario del Fideicomiso de Garantía;

• crear mecanismos a través del Fideicomiso Emisor y el Fideicomiso de Garantía para que el fiduciario correspondiente pueda tomar control de los bienes fideicomitidos sin necesariamente tener que inmediatamente proceder con la ejecución de las garantías que se hayan constituido;

• establecer mecanismos de ejecución de los bienes fideicomitidos más eficientes que otros que pudiesen requerir procesos judiciales que conlleven tiempos largos para poder en efecto disponer del bien o poder disponer de los dineros que se recuperen producto de la ejecución del bien respectivo;

• protección al inversionista de que el patrimonio del Fideicomiso Emisor y del Fideicomiso de Garantía no puede ser afectado por terceros salvo en el caso de las excepciones mencionadas en la Sección II de este documento específicamente cuando se refiere al Art. 15 de la Ley Fiduciaria. Cabe destacar que, conforme a ese mismo artículo, los traspasos de los bienes fideicomitidos al fideicomiso respectivos sólo pueden impugnados, debido a prescripción de la acción, hasta tres (3) años contados a partir de la fecha en que se realizó la transferencia de los bienes al fideicomiso;

• el fiduciario tiene un proceso especial para su liquidación voluntaria, toma de control administrativo y operativo, reorganización y liquidación forzosa conforme a la Ley 21. Adicionalmente, de conformidad con lo establecido en el Art. 61 de la Ley 21 no forman parte de la masa de liquidación del fiduciario, a título personal, los patrimonios fideicomitidos de los fideicomisos que administre; y

• tanto el Fiduciario como los fideicomisos respectivos son regulados y supervisados por la SBP no sólo a efectos del tipo de negocio sino además siendo los fiduciarios sujetos obligados financieros a efectos de la Ley 23 de 2015, conforme ha sido modificada, que adopta las medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y dicta otras disposiciones. Adicionalmente, el Fideicomiso Emisor, como sujeto registrado, será regulado por la SMV. El Fideicomiso de Garantía o el Fideicomiso Emisor, que además contempla el garantizar las obligaciones de la emisión de deuda, debe cumplir con lo establecido en la regulación de la SMV, particularmente el Acuerdo 2-2010, conforme ha sido modificado. El Fideicomiso Emisor, como sujeto registrado ante la SMV deberá entregar a la SMV entre otros informes anuales e interinos de sus estados financieros auditados.

4. <u>Al Fiduciario:</u>

• Limitación acordada de su responsabilidad a efectos de culpa o grave dolo y obligaciones sólo de medio y no resultado a efectos del propósito de los fideicomisos respectivos. En la práctica las cláusulas que regulan en los contratos de fideicomiso los derechos del fiduciario suelen ya estar bastante estandarizados en el mercado local por lo tanto hay eficiencia en estos temas en la negociación y cierre de documentación;

• Los bienes fideicomitidos deberán satisfacer las obligaciones que el fiduciario contraiga por cuenta del fideicomiso para el cumplimiento de los propósitos para los cuales fueron constituidos los fideicomisos respectivos. Por lo tanto, las obligaciones contraídas por el Fideicomiso Emisor son obligaciones de éste, por lo que las obligaciones, declaraciones y garantías que otorgaría un deudor en un financiamiento deberán en estos casos ser otorgadas por el Fiduciario del Fideicomiso Emisor en relación con el mismo. Sin embargo, como ya hemos indicado, la responsabilidad queda limitada y circunscrita, salvo culpa grave o dolo por parte del Fiduciario del Fideicomiso Emisor, a los bienes fideicomitidos del Fideicomiso Emisor y/o los bienes fideicomitidos del Fideicomiso de Garantía;

• Limitación de la discrecionalidad del Fiduciario del Fideicomiso Emisor y/o del fiduciario del Fideicomiso de Garantía mediante la regulación de los derechos y obligaciones en los contratos de fideicomiso respectivos. De esta manera, tenemos que los fiduciarios en la práctica tengan poca discrecionalidad y sólo actúen en base a lo acordado por las partes en los contratos y la Ley Fiduciaria; y

• Flexibilidad en las estructuras, que permite un aumento en su negocio fiduciario.

V. BENEFICIOS EN TRATAMIENTO CONTABLE Y FISCAL

De conformidad con el Art. 28 de la Ley 21, cada fideicomiso deberá tener su contabilidad separada que deberá ser preparada por el fiduciario respectivo, la cual debe incluir: activos que lo conforman, sus obligaciones financieras, ingresos y egresos. Además, cada fideicomiso deberá tener estados financieros auditados que deberá entregar a la SBP y SMV conforme a la regulación aplicable.

Adicionalmente, el Art. 41-C de la Ley Fiduciaria establece que las transferencias de bienes fideicomitidos del fideicomitente al fiduciario o del fiduciario al fideicomitente (original quien inicialmente transfirió los bienes fideicomitidos) están exentas de cualquier impuesto de transferencia. La transferencia de bienes fideicomitidos a terceras personas, beneficiarios o fideicomitentes (que no fueron quienes los aportaron al fideicomiso respectivo) están gravados con los impuestos de transferencias que le sean aplicables.

Conforme al Art. 709 numeral 1 del Código Fiscal, conforme fue modificado por la Ley 21, establece que los intereses que se pague por fideicomiso sobre bienes inmuebles son deducibles anualmente.

Adicionado a lo anterior, se deben tener en cuenta siempre los beneficios fiscales establecidos por los artículos 334 al 336 el Decreto Ley No. 1 de 1999 e el Título XVI, no considerando gravables a efectos del impuesto de la renta, el impuesto de dividendos y del impuesto complementario, las ganancias, ni deducibles las pérdidas, que dimanen de la enajenación valores registrados ante la SMV siempre que dicha enajenación se dé: *"1. A través de una bolsa de valores u otro mercado organizado; o 2. Como resultado de una fusión, una consolidación o una reorganización corporativa, siempre que en reemplazo de sus acciones, el accionista reciba únicamente otras acciones en la entidad subsistente o en una afiliada de esta. No obstante, la entidad subsistente podrá pagar a sus accionistas hasta uno por ciento del valor de las acciones recibidas por dichos accionistas en dinero y otros bienes con la finalidad de evitar fraccionamiento de acciones"*. Adicionalmente, establecen: (i) la exención del pago de impuestos sobre la renta de los intereses u otros beneficios que se paguen o acrediten sobre valores registrados con la SMV y que sean además colocados a través de una bolsa de valores u otro mercado organizado y la exoneración del pago del impuesto de timbres los valores registrados en la SMV, al igual que ningún contrato, convenio o documento relacionado con dichos valor o emisión, suscripción, venta, pago, traspaso, canje o redención de los mismos.

VI. CONCLUSIÓN

El Fideicomiso Emisor es un vehículo para permitir y facilitar estructuras de financiamiento que brindan mayor seguridad jurídica a las partes involucradas, incluyendo y en especial a los Beneficiarios Principales como inversionistas en el Mercado de Valores. Siempre es recomendable revisar las estructuras locales para asegurarse que en ellas consten los derechos y obligaciones que, como inversionista, busque tener a través de estos contratos. Desde la perspectiva de quienes estructuran estos financiamientos, la meta debe ser continuar aportando las mejores prácticas internacionales que permitan proteger las inversiones a

través de la supervisión en la redacción de los contratos de mecanismos de fortalecimiento de los derechos de los Beneficiarios Principales, su rol ante el Fiduciario del Fideicomiso Emisor y/o el fiduciario del Fideicomiso de Garantía y el agente de pago, registro y transferencia respectivo.

CAPÍTULO II

ÉTICA, TRANSPARENCIA Y GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES

EL USO DE LA TECNOLOGÍA EN LA GESTIÓN DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES PANAMEÑO

TATIANA ABADÍA RAMÍREZ
SOCIA DE FABREGA MOLINO

El impacto ocasionado por la pandemia de Covid-19 en la economía global ha tenido importantes repercusiones para muchas empresas, incluidas aquellas que participan en los mercados de valores.

La incertidumbre que vivimos actualmente, impone a todos los participantes del mercado de valores, el compromiso de realizar esfuerzos adicionales para fortalecer y proteger las actividades del mercado de valores a través de una gestión transparente, ética y de responsabilidad social corporativa.

En mercados de capitales más desarrollados, donde se producen evaluaciones más profundas del desempeño del gobierno corporativo de las empresas, y se incluyen el uso de herramientas tecnológicas que permiten evaluar la calidad de los sistemas de gestión de una empresa, así como la capacidad de esta para manejar riesgos y oportunidades a largo plazo, hay evidencias que indican que las empresas que cuentan con una sólida gestión de gobierno corporativo presentan una ventaja competitiva sostenible y son una mejor inversión a largo plazo.

En virtud de lo anterior, se puede prever que las empresas que hayan adoptado buenas prácticas en materia de gobierno corporativo, estarán más fortalecidas y sus órganos de dirección y administración, contarán con las herramientas necesarias para identificar las oportunidades y liderar los cambios que toda crisis impone. Por el contrario, las empresas que no hayan implementado de manera efectiva estas prácticas, podrán enfrentar retos mayores en la evaluación y administración de los riesgos provocados por esta pandemia.

Cuando hablamos de las normas existente en materia de Gobierno Corporativo para el mercado de valores, nos referimos al Acuerdo No. 5-2003 que estableció inicialmente las normas de conducta para las casa de valores y asesores de inversión; el Acuerdo No. 12- 2003 que incorpora los principios de gobierno corporativo de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), de voluntaria observancia por parte de emisores registrados, pero quedando éstos obligados a revelar la ausencia, adopción parcial o total de los principios internacionales promovidos por dicho Acuerdo y el Acuerdo No. 6-2018 por medio del cual se adoptan reglas y principios de buen gobierno corporativo, de obligatorio cumplimiento para casas de valores y administradores de inversiones, administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, administradoras de inversiones de fondos de cesantía y las organizaciones autorreguladas. Sin embargo, los retos empresariales que enfrentan tanto emisores como intermediarios del mercado de valores, producto de la crisis económica provocada por la pandemia del Covid-19, requieren además del cumplimiento de la normativa vigente, un compromiso y liderazgo proactivo de sus órganos de gobierno corporativo, para lograr poner en marcha, en tiempo oportuno, planes de contingencia y administración de riesgos que ayuden a preservar la sostenibilidad de sus negocios.

El entorno actual conlleva que tanto emisores como intermediarios deban esperar un mayor énfasis en el desarrollo de su gobierno corporativo a medida que abordan las consecuencias de la pandemia y la consiguiente volatilidad del mercado. Especialmente, los emisores con valores registrados, ya sean acciones o deudas, deberán comprender cómo la crisis puede afectar su capacidad de cumplir con sus obligaciones de divulgación de hechos relevantes, presentación de información financiera y otras obligaciones a los que están sujetos e implementar las herramientas necesarias para la continuidad de sus negocios y cumplimiento de sus obligaciones.

Por otro lado, se ha observado cómo esta nueva realidad que se vive ha impulsado el uso de la tecnología y la aplicación práctica de medios y plataformas tecnológicas que ya teníamos a disposición, pero que no estaban siendo utilizadas, ya sea por falta de necesidad o por la resistencia natural a los cambios.

Los retos que han traído consigo las limitaciones impuestas por las autoridades de salud, en cuanto al distanciamiento físico, con el objetivo de mitigar la propagación del virus, han llevado a las empresas a implementar el uso de todas las herramientas tecnológicas disponibles, para continuar su productividad y

poder así cumplir con sus obligaciones.

Afortunadamente, a diferencia de otras jurisdicciones, donde existen ciertas restricciones o limitantes para llevar a cabo reuniones virtuales de accionistas o de los órganos de dirección o administración de entidades jurídicas, y donde los reguladores han tenido que emitir nuevas normativas para permitir y regular este tipo de reuniones a distancia, la legislación panameña ya permitía, la posibilidad de celebrar reuniones y asambleas de accionistas por medios tecnológicos o virtuales e, incluso, la aprobación de resoluciones por medio de consentimiento sin necesidad de celebración de reuniones presenciales o virtuales.

Es importante también destacar los esfuerzos para desarrollar, implementar y mantener el uso de herramientas y plataformas tecnológicas en diferentes instituciones, como el Sistema Electrónico para Remisión de Información (SERI) de la Superintendencia del Mercado de Valores que permitir a emisores e intermediarios remitir información al regulador por vía electrónica; la Ventanilla Virtual del Registro Público que permite la presentación telemática de escrituras públicas y otros trámites en línea; además del uso de la firma electrónica, que han dado resultado en la pandemia, permitiendo la continuidad de los negocios y la gestión de los órganos de gobierno corporativo.

Esta tendencia podría ser el inicio de un proceso de transformación hacia la digitalización del gobierno corporativo de las entidades reguladas de nuestro mercado de valores, mecanismo que aporta transparencia en los canales de comunicación entre las organizaciones y los órganos de gobierno corporativo, y que ya se ha convertido en otras jurisdicciones en una herramienta indispensable para el cumplimiento de la normativa vigente y en una tendencia internacional en materia de gobernanza.

En el marco de la gestión del gobierno corporativo de entidades reguladas por la Superintendencia del Mercado de Valores, resalta la importancia de que las Juntas Directivas velen por el cumplimiento de la normativa vigente y asuman su rol de estrategia, planificación y seguimiento que refleje para el resto de sus colaboradores, su compromiso con el manejo de la crisis. En este sentido, el uso de las plataformas tecnológicas que permiten dar continuidad a esta gestión juega un papel clave, permitiendo la toma de decisiones oportunas considerando múltiples factores de riesgo.

REUNIONES A TRAVÉS DE MEDIOS TECNOLÓGICOS[1]

Uno de los principales retos que han enfrentado los emisores e intermediarios del mercado de valores es la imposibilidad de llevar a cabo reuniones presenciales de sus juntas directivas, de accionistas y comités internos, teniendo que coordinarlas de manera virtual.

Afortunadamente, en el año 1997 se vio la oportuna conveniencia de modernizar algunas instituciones de nuestro Código de Comercio, materializándose así la promulgación del Decreto Ley No. 5 de 2 de julio de 1997, que modificó varios artículos del Código de Comercio, permitiendo a las entidades jurídicas la posibilidad de celebrar reuniones y asambleas de accionistas por medios tecnológicos o virtuales, y adoptar resoluciones por medio de consentimiento, sin necesidad de la convocatoria ni celebración de la reunión o asamblea, complementando así las disposiciones ya contenidas en el Código de Comercio que aplican a personas jurídicas en general, y las disposiciones contenidas en la Ley No. 32 de 1927 que regula las Sociedades Anónimas y la Ley No. 4 de 2009 que regula las Sociedades de Responsabilidad Limitada.

El Artículo 31 del Decreto Ley No. 5 de 2 de julio de 1997, que modificó el artículo 203 del Código de Comercio, es el fundamento legal que permite que los accionistas o socios, directores y administradores de cualquier entidad jurídica panameña, puedan celebrar reuniones virtuales o a distancia a través de medios tecnológico, desde el lugar en que se encuentren, sin necesidad de comparecencia física; todos en un mismo sitio, siempre que los participantes hayan estado directamente en comunicación por cualquiera de los medios empleado para ello.

Dicho artículo señala lo siguiente: *"Los actos o contratos celebrados por teléfono o telefax o por medios de comunicación electrónicos, se entenderán entre presentes si las partes o sus representantes o mandatarios han estado directamente en comunicación. Igualmente se entenderán entre presentes las reuniones de junta directiva o de asamblea de socios o accionistas, o de liquidadores de sociedades de cualquier clase en que los participantes hayan estado directamente en comunicación por cualquiera de los medios señalados en el párrafo anterior. En tal caso, se deberá extender un acta con expresión de la reunión efectuada, los acuerdos adoptados y de la forma en que los participantes han estado en comunicación. Serán válidos los acuerdos de directores, socios, accionistas, administradores o liquidadores de las sociedades de cualquier clase, aunque hubieren firmado el documento en lugares y fechas diferentes."*

Como se observa, la norma requiere que se documente la reunión realizada por medios de comunicación electrónicos, imponiendo la obligación de extender un acta que contenga la información de los acuerdos

adoptados en la reunión y el método de comunicación utilizado para la reunión. Es recomendable, además, dejar constancia en el acta de los miembros participantes y ausentes, así como una manifestación del consentimiento de participantes y ausentes para llevar a cabo la reunión por medios tecnológicos.

La legislación no requiere que el presidente o el secretario de la sociedad actúen como tales, para la celebración de estas reuniones virtuales, por lo que los asistentes podrán designar un presidente y/o secretario "ad hoc"; para que actúe como tal en reemplazo del o de los titulares de dichos cargos.

Dicha acta, tal como lo permite la norma vigente para reuniones presenciales, también puede ser reemplazada, por una certificación secretarial que expida el secretario de la sociedad, o quien actúe como secretario "ad hoc" de dicha reunión o asamblea.

En cuanto al contenido del acta, cabe destacar la disposición del artículo 8 del Acuerdo 6-2018, que establece que el contenido de las discusiones de las reuniones de Junta Directiva de entidades reguladas y supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores, *"deberá ser debidamente documentado en el registro de actas de la Junta Directiva de la sociedad. En el caso que bajo una misma razón social se tenga más de una (1) licencia, ya sea expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores o por otro Regulador, deberán distinguir y documentar los temas tratados por tipo de licencia".*

La norma del Código de Comercio también permite prescindir de la celebración de reuniones y asambleas, incluso por dichos medios tecnológicos, para aprobar resoluciones por medios escritos, aun cuando no estuvieran en contacto o comunicación. Esta modalidad se conoce como aprobación de resoluciones por "medio de consentimiento", dado que la persona se limita a manifestar su aceptación o rechazo a través de algún medio escrito.

En el caso de la aprobación de resoluciones por consentimiento, aun cuando la norma no lo requiere, es conveniente que también se consigne en certificación expedida por el secretario de la sociedad las particularidades que motivaron el empleo de este mecanismo, a fin de dejar constancia escrita de las anuencias respectivas, en lo que respecta al consentimiento de todos los directores, administradores, socios o accionistas de la sociedad, de prescindirse de la celebración de la reunión o asamblea, ya sea con presencia física o participación virtual y de la convocatoria previa; su anuencia a tomar las decisiones por escrito, mediante consentimiento; la forma en que cada uno envió su comunicación y el voto que emitieron respecto de las distintas resoluciones sometidas para su consideración.

De la norma se desprende que, en cualquiera de los casos, se requerirá el consentimiento de todos los directores, administradores, socios o accionistas de las sociedades anónimas para llevar a efectos la reunión o asamblea por medios virtuales o, bien, aprobar las resoluciones por medio de consentimiento escrito, con independencia de cómo vote cada uno respecto de las decisiones a adoptarse, sobre todo para el caso de sociedades anónimas, dado que la Ley No. 32 de 1927, que las regula, establece como norma que las reuniones y asambleas de accionistas sean con comparecencia física.

Cabe señalar que las novedosas modalidades introducidas por el Decreto Ley No. 5 de 1997 aplican únicamente a las sociedades mercantiles que hayan sido incorporadas a partir de la fecha de promulgación de dicho Decreto y aquellas sociedades constituidas antes de la vigencia del mismo que hayan modificado sus pactos sociales para introducir estas modalidades a sus normas de gobernanza corporativa.

En el caso de las sociedades mercantiles inscritas en la Superintendencia del Mercado de Valores, se deben observar las normas establecidas en Título VI del Decreto Ley No. 1 de 1999 en relación a la Solicitud de Poderes de Voto. Conforme al artículo 137 del Texto único del Decreto Ley No. 1 de 1999, *"Toda persona o grupo de personas que actúe en forma concertada que solicite a más de veinticinco propietarios efectivos de valores registrados poder de voto, autorización o consentimiento en relación con cualquier asunto o reunión deberá cumplir con las disposiciones del presente Título y con los acuerdos que dicte la Superintendencia sobre el procedimiento de distribución y uso que deba dársele a dicha solicitud, la información que deba divulgarse en ella en beneficio de los accionistas y sobre la forma que deba tener dicha solicitud. Quedarán excluidas del ámbito de aplicación del presente Título las solicitudes de poderes de voto, autorizaciones y consentimientos que la Comisión considere conveniente excluir de la aplicación del presente Título, siempre y cuando dicha exclusión no perjudique el interés público inversionista."*

El artículo 138 del Decreto Ley No. 1 de 1999, establece que, *"La Superintendencia podrá requerir que se le envíe copia de las solicitudes de poderes de voto, de autorizaciones y de consentimientos antes de que sean utilizadas, y prohibirá su uso en caso de que determine que no cumplen con los requisitos establecidos en este Decreto Ley o sus reglamentos."*

Finalmente, el artículo 139, también del Decreto Ley No. 1 de 1999 dispone que, *"Al determinar la información que deberá ser incluida en las solicitudes de que trata este Título, la Superintendencia se limitará a requerir la inclusión de información de importancia para que los accionistas puedan tomar*

decisiones informadas sobre el asunto o la reunión a la que se refiere la solicitud de poder de voto, autorización o consentimiento, y se abstendrá de solicitar información que no cumpla dicho propósito o imponga una carga injustificada a la persona que deba divulgar dicha información. La Superintendencia podrá establecer diferentes requisitos de divulgación de información en atención al tipo de asunto o de reunión que sea objeto de la solicitud del poder de voto o de la autorización o del consentimiento, en atención al emisor o al valor de que se trate o al tipo de accionista a quien la solicitud esté dirigida, entre otros factores. Las solicitudes de poderes de voto, autorizaciones y consentimientos no podrán contener información ni declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni podrán omitir información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados en virtud de este Decreto Ley y sus reglamentos, o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dichas solicitudes no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas. Las solicitudes de poderes de voto, autorizaciones y consentimientos podrán contener cualquier otra información adicional que la persona que hace la solicitud desee incluir, siempre que sea relevante y no sea información cuya inclusión esté prohibida por este Decreto Ley o sus reglamentos."

SISTEMA ELECTRÓNICO DE REMISIÓN DE INFORMACIÓN (SERI) DE LA SMV

En cuanto a la remisión de información de las entidades reguladas por la Superintendencia del Mercado de Valores, dicho regulador inició en el año 2016 la implementación del Sistema Electrónico de Remisión de Información, mejor conocido como SERI.

Este Sistema Electrónico de Remisión de Información consiste en una plataforma tecnológica que permite al regulador una supervisión y análisis más efectivos y eficientes a través de la transmisión expedita y segura de los informes y reportes que realizan las entidades reguladas.

Este sistema está permitiendo a las Casas de Valores, Asesores de Inversión, Administradoras de Inversión, Sociedades de Inversión, Emisores, Fondos de Pensión y Cesantía y Entidades Autorreguladas (BVP y Latinclear), supervisadas por la SMV, remitir los informes y reportes que exige la normativa aplicable a cada entidad, de manera rápida y confiable por vía electrónica al regulador, lo que ha significado la reducción de algunas operaciones, la estandarización de los informes presentados y la automatización de los procesos de supervisión entre otros, permitiéndole al regulador un mejor análisis de la información recibida y la creación de un historial para la exploración de la información de las entidades reguladas.

Las normas que regulan la presentación de información y reportes de emisores y entidades reguladas se encuentran en los siguientes Acuerdos emitidos por la Superintendencia del Mercado de Valores:

- Acuerdo 5-2016 "Que adopta el Plan Único de Cuentas para las Casas de Valores reguladas y supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores" (Modificado por el Acuerdo 1-2017 de 04 de enero de 2017; Modificado por el Acuerdo 4-2017 de 28 de junio de 2017; Modificado por el Acuerdo 8-2017 de 27 de diciembre de 2017).
- Acuerdo 8-2017 "Que adopta el Plan Único de Cuentas para los Asesores de Inversión y Administradoras de Inversión, y se establecen los formularios que deban ser presentados por los sujetos obligados financieros supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores para los fines de una supervisión efectiva" (Modificado por el Acuerdo 1-2018 de 02 de mayo de 2018).
- Acuerdo 8-2018 "Por el cual se subroga el Acuerdo 2-2018 de 9 de mayo de 2018, y se modifican los plazos de los formularios de los informes sobre el emisor y las sociedades de inversión, sus operaciones, negocios y títulos valores que se encuentren registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores".

Cabe destacar que, de acuerdo con la normativa vigente, la remisión de la información a través del Sistema Electrónico para la Remisión de Información (SERI) representa una declaración bajo la gravedad de juramento, por lo cual dicha información debe ser veraz, cierta y oportuna, reflejando la realidad de las operaciones y situación financiera de las entidades reguladas. Cualquier violación a la misma se encuentra amparada bajo los dispuesto en los artículos 251 y 254 del Decreto Ley No. 1 de 1999 que señalan los siguiente:

> *"Artículo 251. Registros, informes y demás documentos presentados a la Superintendencia. Queda prohibido a toda persona hacer o hacer que se hagan en una solicitud de registro, en una solicitud de licencia, en un informe o en cualquier otro documento presentado a la Superintendencia en virtud de este Decreto Ley y sus reglamentos, declaraciones que dicha persona sepa, o tenga motivos*

razonables para creer, que en el momento en que fueron hechas, y a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, eran falsas o engañosas en algún aspecto de importancia.”

Artículo 254. Falsificación de libros, de registros de contabilidad o de información financiera. Queda prohibido a toda persona, a sabiendas o interviniendo culpa grave, alterar o falsificar los libros o registros de contabilidad, la información financiera o las anotaciones en registros o en cuentas de custodia de un emisor registrado, de una persona registrada o de una entidad con licencia expedida por la Superintendencia, de modo que haga que sean falsos o engañosos en aspectos de importancia.

Este sistema representa un avance importante en materia de supervisión del mercado de valores, que ha permitido que la función reguladora de la Superintendencia del Mercado de Valores continúe sin tropiezos a pesar de los desafíos que representa el trabajo remoto, tanto para las entidades reguladas, como para el propio regulador, toda vez que se contaba con una plataforma segura para la remisión de información y reportes de las entidades reguladas.

VENTANILLA VIRTUAL DEL REGISTRO PÚBLICO DE PANAMÁ

El Registro Público de Panamá también ha ofrecido alternativas tecnológicas a la gestión de gobierno corporativo ofreciendo a través de su Ventanilla Virtual entre otros servicios, el servicio de presentación telemática de escritura públicas, servicio que ha cobrado especial importancia en tiempos de Covid-19 al limitarse la posibilidad de presentar documentos y trámites de forma presencial en la entidad.

Este servicio, que antes de la pandemia no estaba siendo muy utilizado y pasaba inadvertido, permite a los usuarios del Registro Público realizar trámites registrales en línea, sin necesidad de la presentación física de ningún documento, ya que todos los trámites se ingresan y liquidan en línea, ahorrando tiempo y costos en el proceso.

Para utilizar el servicio de presentación telemática de escritura públicas, se debe contar con una cuenta y una firma electrónica calificada a título personal para asegurar la certeza y transparencia del trámite. La firma electrónica tiene como finalidad permitir que cada usuario pueda firmar electrónicamente todas las escrituras y documentos adicionales escaneados en formato PDF, para su presentación, adjuntándolos a la plantilla de la solicitud de presentación telemática. Dicha firma electrónica calificada es un equivalente jurídico a la firma manuscrita, mediante la cual se valida el contenido de un documento enviado a través de un medio electrónico. El proceso de obtención de firma electrónica se realiza ante la Dirección Nacional de Firma Electrónica, adscrita al Registro Público.

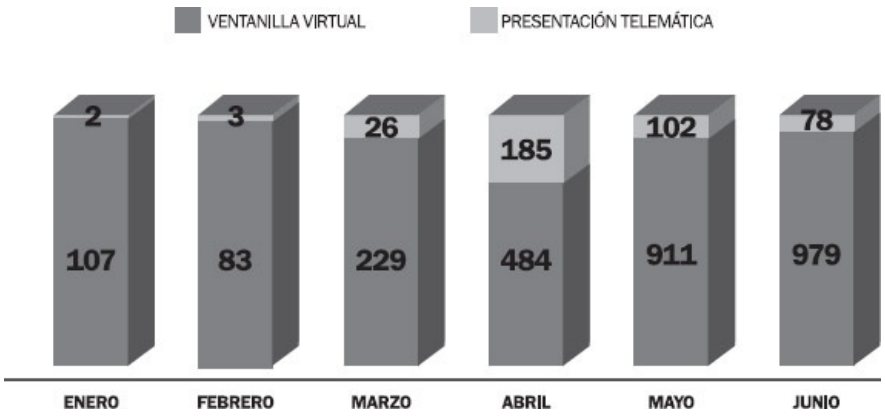
A través de la Ventanilla Virtual se pueden efectuar la liquidación y pago de los derechos de registro y calificación de escritura públicas a través de tarjeta de crédito y los cálculos de derechos de registro a pagar pueden ser realizados en la calculadora virtual del sitio web del Registro Público.

Otro de los servicios web que ofrece el Registro Público a través de su Ventanilla Virtual es la solicitud telemática de certificados. Dicha solicitud se completa en línea, el pago se realiza a través de tarjeta de crédito, y el certificado es recibido por entrega telemática al correo electrónico indicado en la solicitud para que el usuario pueda imprimir directamente su certificado. El certificado cuenta con un Código QR y el identificador electrónico compuesto por 32 dígitos que ha reemplazado el papel de seguridad que venía utilizando el Registro Público y que validan la legitimidad del documento, manteniendo así el estándar de seguridad.

Estas herramientas permiten a emisores e intermediarios continuar realizando tramites registrales dentro del marco de sus respectivos negocios y registro de actas de cambios de junta directiva y otorgamiento de poderes entre otros, disminuyendo tiempos y costos y asegurando la protección de sus colaboradores al evitar presencia física de los mismos en dicha entidad.

Según cifras proporcionadas por el Registro Público de Panamá podemos observar el incremento en el uso de los medios electrónicos para la tramitación de solicitudes a través de sus plataformas: Ventanilla Virtual y Presentación Telemática. Esta tendencia revela que debido a las circunstancias de confinamiento y distanciamiento social producto de la pandemia, los usuarios han migrado hacia el uso de estas herramientas, lo que demuestra que ya hay un cambio de conducta en los usuarios respecto al uso de la tecnología en sus gestiones.

ESTADÍSTICAS COMPARATIVAS SEGÚN USUARIOS REGISTRADOS EN VENTANILLA VIRTUAL Y PRESENTACIÓN TELEMÁTICA



Fuente: Registro Público Panamá

FIRMA ELECTRÓNICA CALIFICADA.[2]

La firma electrónica calificada es una solución tecnológica que se añade a un dispositivo criptográfico (tarjeta inteligente o token usb), que permite dar valor legal a los documentos y transacciones electrónicas, al proteger la integridad de los datos, autenticando a los firmantes y garantizando el no repudio de sus autores.

La diferencia con la firma electrónica simple, es que la firma electrónica calificada posee valor legal automático, el cual se presume de pleno derecho, mientras que la simple no goza de esta presunción legal.

La firma electrónica calificada se encuentra regulada en la Ley No. 51 de 2008 que define y reglamenta los documentos electrónicos y las firmas electrónicas y la prestación de servicios de almacenamiento tecnológico de documentos y de certificación de firmas electrónicas y adopta otras disposiciones para el desarrollo del comercio electrónico modificada por la Ley No. 82 de 2012 que otorga al Registro Público de Panamá atribuciones de autoridad registradora y certificadora raíz de firma electrónica para la República de Panamá y crea la Dirección Nacional de Firma Electrónica del Registro Público.

La Ley No. 51 de 2008 define la firma electrónica calificada como una “Firma electrónica cuya validez es respaldada por un certificado electrónico calificado que:

a. Permite identificar al firmante y detectar cualquier cambio posterior de los datos firmados.
b. Está vinculada al firmante de manera única y a los datos a que se refiere.
c. Ha sido creada utilizando dispositivos seguros de creación de firmas electrónicas, los cuales mantiene el firmante bajo su control exclusivo.
d. Ha sido creada a través de la infraestructura de un prestador de servicios de certificación registrado ante la Dirección Nacional de Firma Electrónica.”

La firma electrónica calificada ofrece las siguientes garantías:

- Autentificación: identifica a la persona que ha enviado el mensaje o documento.
- Integridad: garantiza que no se ha alterado el mensaje o documento.
- No repudio: garantiza que los documentos o mensajes y su contenido, no puedan ser negados por sus autores.

Vale la pena aclarar que, en virtud de que, en algunas jurisdicciones latinoamericanas, a la firma electrónica se le denomina también firma digital, muchas veces estos términos son utilizados como sinónimos, sin embargo, en la jurisdicción panameña la firma electrónica y firma digital no son equivalentes. La Ley No. 82 de 2012 indica que la “firma digitalizada o escaneada es una imagen del trazado de la firma manuscrita, es decir, que es el resultado de su escaneo. Este tipo de firma no es en ningún caso una firma electrónica calificada.”

En la práctica, vemos que una cantidad importante de documentos, contratos y resoluciones se perfeccionan, por acuerdo de las partes, utilizando firma digital, mediante la firmar del documento original, seguida de su escaneo y envío a la contraparte para que efectúe el mismo procedimiento, con lo cual se entiende materializada la acepción y el consentimiento de las partes. Se presume, de buena fe, la legitimidad y legalidad de ello por cuanto el Código de Comercio establece como norma general en materia contractual la prescindencia de formalidades para el perfeccionamiento de los contratos. De conformidad con el mismo, “Los contratos de comercio no están sujetos para su validez a formas especiales. Cualquiera

que sea la forma y el idioma en que se celebren, las partes quedarán obligadas de la manera y en los términos que aparezca que quisieron obligarse. Exceptuase de esta disposición los contratos que, con arreglo a este Código o a leyes especiales, deban reducirse a escritura pública o requieran formas o solemnidades necesarias para su eficacia."

De dicha disposición deriva que es permisible, incluso, la celebración de contratos por medio verbales, salvo que la ley requiera su constancia escrita, tal cual lo consigna el artículo 197 del Código de Comercio, según el cual, "Los contratos que por disposición de la ley deban consignarse por escrito, en formato físico o su equivalente electrónico, serán firmados por los contratantes y deberán ser conservados y estar accesibles, permitiéndose determinar los datos pertinentes al lugar, la fecha y la hora correspondiente al perfeccionamiento de estos, sujetos a las reglas generales del ordenamiento jurídico. Si alguno o algunos de ellos no pudieran firmar, lo hará otra persona a su ruego y la firma será en tal caso legalizada por dos testigos. Si la ley no dispusiere otra cosa, el medio utilizado equivaldrá a la forma escrita, con tal que el medio original esté firmado por el remitente o que se pruebe que ha sido expedido por éste."

Dicha norma se encuentra complementada por el artículo 198, también del Código de Comercio, en virtud del cual "La firma que proceda de algún medio mecánico o tecnológico se considerará suficiente, siempre que esta haya sido emitida en cumplimiento de las formalidades legales establecidas para reconocer su validez."

De estas disposiciones deriva que la firma digital tendrá eficacia y validez entre las partes en la medida en que la hayan aceptado como medio para manifestar el consentimiento y perfeccionar la relación contractual, sujeta a prueba en contrario por quien alegue su ineficacia y falta de validez.

El uso de la firma electrónica calificada ha sido de gran utilidad en el ámbito del mercado de valores como medida para mitigar riesgos de contagio y garantizar la continuidad de las funciones administrativas del regulador del mercado de valores y el cumplimiento de las obligaciones de reporte de las entidades reguladas.

En este sentido, la Junta Directiva de la Superintendencia del Mercado de Valores haciendo uso de las herramientas tecnológica que se tienen alcance, emitió la Resolución General SMV No. JD-4-20 de 23 de abril de 2020, mediante la cual se permitió de manera especial y temporal que los regulados con licencia o registro emitido por dicha Superintendencia y emisores registrados pudieran cumplir el requisito de autenticar firmas u otorgar declaraciones juradas ante Notario Público, que exigen los Acuerdos vigentes como parte de los informes periódicos que deben reportar los regulados y emisores registrados, mediante el envío electrónico de dichos documentos en formato PDF y con la firma electrónica calificada del otorgante.

Igualmente, se emitió la Resolución General SMV No. JD-5-20 de 21 de mayo de 2020, permitiendo a los solicitantes de registro de valores objeto de una oferta pública presentar la declaración jurada establecida en el artículo 2, numeral 14, del Acuerdo No. 2-2010 a través del envío de la declaración jurada en documentos electrónico, en formato PDF y con firma electrónica calificada.

En otro contexto más habitual del uso de firma electrónica, la Superintendencia del Mercado de Valores en Opinión No. 7-2019 de 16 de diciembre de 2019, estableció su posición administrativa respecto a la suscripción de documentos contractuales de regulados con clientes mediante firma electrónica, estableciendo que "el Acuerdo 5-2003, no es discordante con lo regulado mediante Ley No. 51 de 2008, ya que en dicho acuerdo no se contempla expresamente la forma de envío o recepción de documentos y mucho menos imposibilita la utilización de soportes digitales contentivas de un documento, realmente la norma no exige una constancia física en papel del documento contractual, por lo que, en este caso, las partes, entiéndase la Casa de Valores y el Cliente, pueden suscribir un contrato en soporte material-dispositivo electrónico o magnético y que para efectos de validez probatoria deberá tener autenticidad mediante la utilización de las firmas electrónicas de todas las partes involucradas, teniendo en cuenta que para que sea reconocida, la misma debe tratarse de una firma electrónica calificada, de conformidad con lo establecido en el artículo 9 de la Ley No. 51 de 2008".

TELETRABAJO

Si bien el teletrabajo era una modalidad que se venía aplicando en Panamá, no existía hasta la promulgación de Ley No. 126 de 18 de febrero de 2020 una regulación específica que amparara la relación laboral del personal que desempeña sus funciones fuera de las oficinas del empleador, ya sea desde su propio domicilio o desde un lugar distinto a las instalaciones del empleador.

Con la llegada del Covid-19 a Panamá se promulga del Decreto Ejecutivo No. 500 de 19 de marzo de 2020,

mediante el cual se ordenó el cierre de un gran número de empresas y establecimientos comerciales como medida sanitaria adicional, con el objetivo de mitigar y controlar la propagación del Covid-19 en la República de Panamá, adicionalmente se promulga el Decreto Ejecutivo No. 507 de 24 de marzo de 2020 que exceptúa del toque de queda al personal de la Superintendencia del Mercado de Valores y a las instituciones financieras, de modo que estos continúen prestando sus servicios, pero, en todo caso, acatando estrictamente las instrucciones que en tal sentido expida la autoridad sanitaria, en particular: manteniendo la distancia física y la cantidad de personas permitidas en cada espacio físico, por lo que muchas empresas se vieron en la necesidad de implementar el teletrabajo como única alternativa para mantener su productividad.

Ante esta situación, la Junta Directiva de la Superintendencia del Mercado de Valores emitió la Resolución General SMV No. JD-2-20 de 16 de marzo de 2020, que entre otras disposiciones permitía la implementación de la modalidad de teletrabajo contemplada en la Ley No. 16 de 2020 a los regulados con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores con la finalidad de dar cumplimiento a los requisitos de los Acuerdos adoptados.

De acuerdo con los establecido en dicha Resolución, los regulados además de cumplir con los requerimientos de la Ley No. 16 de 2020, deben garantizar el desarrollo de sus negocios, la continuidad de sus operaciones y la atención de sus clientes, contemplando y aplicando las medidas de seguridad informática pertinentes para preservar la confidencialidad e integridad de la información de sus clientes. Adicionalmente, aquellos que implementen el teletrabajo deberán informarlo a sus clientes y a la Superintendencia del Mercado de Valores vía correo electrónico.

La crisis del Covid-19 ha provocado la creación de normas dirigidas a mitigar la propagación del virus. Específicamente el Decreto Ejecutivo No.78 de 16 de marzo de 2020, que establece disposiciones de obligatorio cumplimiento con el objetivo de evitar el contagio de Covid-19 en las empresas del país, entre estas el teletrabajo.

Lo que antes fuera una opción del trabajador, a la cual podría oponerse, se convierte en una opción del empleador de obligatorio cumplimiento por parte del trabajador, quedando atrás el consenso para darle la bienvenida a una mera notificación de nueva modalidad de trabajo.

Hoy por hoy las empresas optan por el teletrabajo por meros motivos de supervivencia, en lugar de adoptar esta modalidad de manera estratégica y coordinada. Sin embargo, esta modalidad no deja de aportar importantes beneficios a las empresas como lo son: la reducción de costos operativos, incremento en la productividad de los trabajadores, reducción del ausentismo laboral, ahorros de costos y tiempo en desplazamientos y la oportunidad de agregar valor a la vida de los trabajadores, permitiéndoles conciliar su vida personal y familiar con la vida profesional.

El Artículo 18 de la Ley No. 126 de 2020, establece que “el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral impulsará la creación de una Red Nacional de Teletrabajo que incluya a la empresa privada, universidades, el sector público y las organizaciones sociales, para fomentar la cooperación nacional y regional en torno al intercambio de aprendizajes, investigaciones y buenas prácticas en teletrabajo. La red promoverá, sensibilizará y utilizará el teletrabajo como herramienta que permita llevar la labor hacia los trabajadores mediante la utilización de las TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones), garantizando las condiciones para el trabajo digno.”

Por lo antes expuesto, podemos prever que el teletrabajo se seguirá incentivando y probablemente sea una modalidad a la que seguirán recurriendo muchas empresas aún después de la crisis. Aquellos emisores o intermediarios del mercado de valores que hayan aplicado el teletrabajo en sus negocios deberán considerar elementos importantes para su debida implementación y regularización, toda vez que debido a la premura con la que algunas empresas aplicaron la medida es probable que no se haya cumplido con todas las formalidades que exige la norma a los empleadores.

Como primera consideración, el Artículo 3 de la Ley No. 126 de 2020 señala que en el evento en que se desee aplicar la modalidad de teletrabajo, ya sea al inicio de la relación laboral o posteriormente se deberá establecer en el contrato de trabajo o mediante una adenda al contrato de trabajo, que el trabajador prestará servicios a través de la modalidad de teletrabajo, independientemente de que sea a tiempo parcial o a tiempo completo. Dicho artículo también señala que el trabajador que haya iniciado la relación laboral de manera presencial podrá rechazar o aceptar libremente la transformación a la modalidad de teletrabajo. En el evento de que el trabajador rechace esta modalidad, el empleador no podrá considerarlo como causal para terminar la relación laborar ni podrá modificar la relación en perjuicio del trabajador.

Por otro lado, el Artículo 5 de la referida norma señala que el contrato de teletrabajo deberá constar por escrito, ser firmado en tres originales y sellado ante el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral. Dicho

contrato deberá contener la manifestación clara por parte del trabajador de su deseo de acogerse a este sistema de trabajo, entre otras declaraciones, como, por ejemplo, la que indique que cuenta con instalaciones adecuadas para realizar sus funciones como tele trabajador.

De acuerdo a lo indicado anteriormente, toda empresa cuya modalidad de trabajo era presencial a tiempo completo y que en este tiempo haya acordado la modalidad de teletrabajo con sus trabajadores deberá celebrar una adenda al contrato de trabajo, y deberá registrar la misma en el Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral, utilizando la plataforma Mitradel Digital. Dicha adenda deberá contener las especificaciones formales requeridas por la nueva normativa especial, que incluye entre otras, el tiempo de la jornada laboral, la descripción de las funciones del tele trabajador, equipo tecnológico provistos por el empleador y las subvenciones por gastos de servicios públicos.

Algunos elementos importantes del teletrabajo que deben considerar los empleadores son:

- El teletrabajo podrá ser parcial o completo;
- Las jornadas extraordinarias se regirán por lo que establece el Código de Trabajo;
- Tiene carácter de reversible, es decir, el empleador podrá solicitar se reincorpore a su actividad en las oficinas de la empresa;
- El trabajador puede consentir labores en concepto de guardia, estando “on call” para cualquier emergencia o situación, fuera de su horario de trabajo;
- El empleador y trabajador acordarán los gastos que subvencionará el empleador en el domicilio del trabajador, sin embargo, dichos gastos no serán considerados como parte del salario del trabajador;
- El empleador asumirá los costos adicionales de velocidad de ancho de banda o velocidad de red para la ejecución del trabajo en el domicilio del trabajador, cuando sea necesario;
- La Caja de Seguro Social, cubrirá el riesgo profesional, únicamente cuando el trabajador se encuentre en las oficinas del empleador o durante su traslado a o desde las mismas. No obstante, cubrirá la enfermedad a causa del trabajo realizado en el domicilio del trabajador o donde éste desempeñe sus funciones.
- La Ley establece que el empleador es responsable de la protección de la salud y seguridad profesional del tele trabajador.
- El tele trabajador tendrá todos los derechos y obligaciones inherentes al trabajador establecidos en el Código de Trabajo.
- Al terminar la relación de trabajo, el tele trabajador deberá devolver al empleador, en óptimo estado, los equipos tecnológicos que fueren entregados, a fin de realizar sus funciones laborales.

CONCLUSIONES

Como se ha señalado, las empresas que participan en nuestro mercado de valores, ya sea como emisores registrados, como intermediarios o entidades autorreguladas, cuentan con varias herramientas tecnológicas a su disposición para apoyar su gestión de gobierno corporativo. Si bien, la tecnología no es la solución a todos los retos que está enfrentando el gobierno corporativo de las empresas con la crisis ocasionada por la pandemia del Covid-19, sí se ha convertido en una herramienta esencial para el cumplimiento de la normativa vigente, la comunicación efectiva con el regulador y para fomentar la toma de decisiones estratégicas informadas que garanticen la continuidad de sus negocios.

De acuerdo al breve recorrido normativo al que nos hemos referido podemos también concluir, que Panamá se encuentra a la vanguardia en cuanto a regulación corporativa por su flexibilidad y liberalidad, al permitirle a los empresarios y al regulador de valores implementar soluciones prácticas y creativas para la toma de decisiones y la conducción de los negocios en general por medios virtuales sin que los mismos se vean detenidos por la falta del tradicional contacto y la formalidad de las reuniones presenciales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Libro “Tratado Sobre la Ley de Sociedades Anónimas Panameña, Comentada por Artículo”, de Juan Pablo Fábrega, 2008.

Acuerdo No. 6-2018 de la Superintendencia del Mercado de Valores, por medio del cual se adoptan reglas y principios de buen gobierno corporativo, de obligatorio cumplimiento para casa de valores y administradores de inversiones, administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, administradoras de inversiones de fondos de cesantía y las organizaciones autorreguladas.
Acuerdo 5-2016 de la Superintendencia del Mercado de Valores, que adopta el Plan Único de Cuentas para

las Casas de Valores reguladas y supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores. (Modificado por el Acuerdo 1-2017 de 04 de enero de 2017; Modificado por el Acuerdo 4-2017 de 28 de junio de 2017; Modificado por el Acuerdo 8-2017 de 27 de diciembre de 2017).

Acuerdo 8-2017 de la Superintendencia del Mercado de Valores, que adopta el Plan Único de Cuentas para los Asesores de Inversión y Administradoras de Inversión, y se establecen los formularios que deban ser presentados por los sujetos obligados financieros supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores para los fines de una supervisión efectiva. (Modificado por el Acuerdo 1-2018 de 02 de mayo de 2018).

Acuerdo 8-2018 de la Superintendencia del Mercado de Valores, por el cual se subroga el Acuerdo 2-2018 de 9 de mayo de 2018, y se modifican los plazos de los formularios de los informes sobre el emisor y las sociedades de inversión, sus operaciones, negocios y títulos valores que se encuentren registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

Código de Comercio de la República de Panamá; edición agosto de 2019; editorial Mizrachi & Pujol.

Ley No. 51 de 22 de julio de 2008, que define y regula los documentos electrónicos y las firmas electrónicas y la prestación de servicios de almacenamiento tecnológico de documentos y de certificación de firmas electrónicas y adopta otras disposiciones para el desarrollo del comercio electrónico.

Ley No. 82 de 9 de noviembre de 2012, que otorga al Registro Público de Panamá atribuciones de autoridad registradora y certificadora raíz de firma electrónica para la República de Panamá, modifica la Ley No. 51 de 2008 y adopta otras disposiciones.

Decreto Ejecutivo No. 684 de 18 de octubre de 2013, que reglamenta la Ley No. 51 de 2008 y la Ley No. 82 de 2012.

Resolución General SMV No. JD-4-20 de 23 de abril de 2020, que establece consideraciones especiales y temporales para que los regulados cumplan los requisitos notariales establecidos en los Acuerdos adoptados por la Superintendencia del Mercado de Valores, en la documentación que acompaña o es parte del reporte periódico de informes, y extiende el plazo de entrega de ciertos informes, como parte de las medidas temporales adoptadas ante el Estado de Emergencia Nacional declarado por el Consejo de Gabinete como consecuencia del Covid-19.

Resolución General SMV No. JD-5-20 de 21 de mayo de 2020, que establece consideraciones especiales para cumplir con la presentación de la declaración jurada establecida en el artículo 2, numeral 14, del Acuerdo No. 2-2010 de 16 de abril de 2010 adoptado por la Superintendencia del Mercado de Valores, como parte de las medidas temporales adoptadas ante el Estado de Emergencia Nacional declarado por el Consejo de Gabinete como consecuencia del Covid-19.

Ley No. 126 de 18 de febrero de 2020, que establece y regula el teletrabajo en la República de Panamá y modifica un artículo del Código Laboral.

Decreto Ejecutivo No.78 de 16 de marzo de 2020, que establece medidas de carácter laboral para evitar contagio del Covid-19 en las empresas del país.

Resolución General SMV No. JD-2-20 de 16 de marzo de 2020, que establece consideraciones especiales a los regulados y usuarios de la Superintendencia del Mercado de Valores para mitigar el riesgo de contagio del Covid-19.

---

[1] Resumen adaptado del Libro “Tratado Sobre la Ley de Sociedades Anónimas Panameña, Comentada por Artículo”, de Juan Pablo Fábrega, 2008.

[2] Conceptos y referencias tomados de https://www.firmaelectronica.gob.pa/

FINTECH EN PANAMÁ: RETOS DE REGULACIÓN CON ESTÁNDARES DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO

ROSAURA GONZÁLEZ MARCOS
ABOGADA-MBA

INTRODUCCIÓN

Es el momento acertado en nuestro país para abordar el reto de emitir normativas sobre *fintech* en el mercado financiero. Quizás, hace un par de años en Latinoamérica se percibía como una materia innovadora y emergente, no obstante, la crisis de salud que enfrentamos con impacto material en la economía mundial a las cual nos ha abocado la pandemia Covid19; evidencia las *fintech* como una alternativa eminentemente viable para la continuidad de negocios y desarrollo colaborativo empresarial.

Es una realidad palpable en mundo de los negocios a nivel mundial el rol esencial que ejercen las *fintech,* en la actualidad, por tanto, en la República de Panamá existe una apremiante necesidad de ponernos al día y no necesariamente de forma emergente sino de reactiva, con premura, basta revisar los excelentes resultados que han dado en otras jurisdicciones los productos y servicios fundamentados en operación de las nuevas tecnologías *fintech.*

La mayoría de las entidades bancarias, del mercado de valores y seguros entre las más importantes del sector financiero gozan de una robusta estructura tecnológica, de hecho, lo requieren como parte de sus requisitos al obtener y mantener su Licencia o autorización para operar. Así las cosas, la usan en la prestación de sus servicios y ofrecimiento de productos lo que ha significado el factor diferencial de continuidad de negocios y el valor agregado ante situaciones excepcionales como las que nos enfrentamos a la fecha.

Resulta claro, que en la República de Panamá también en otros sectores comerciales el uso de las *fintech* está entrando de lleno a través de emprendedores *(startup)* que utilizan las nuevas tecnologías y se han atrevido a ofrecerlas obteniendo éxito inminente versus sistemas empresariales y comerciales tradicionales.

A continuación, es mi objetivo en este artículo realizar una sucinta vista respecto al concepto, ámbito y alcance, objetivos, tipos, características, necesidad de regulación con estándares de buena gobernanza corporativa para las *FinTech.*

I. CONCEPTO Y ORIGEN DE LA PALABRA FINTECH

Según *"March Hochstein en un escrito en web para American Banker este concepto se atribuye a un proyecto que data de 1990, liderado por Citicorp (hoy Citigroup) el cual señaló se centró en una declaración del mencionado grupo financiero de pasar al escalón de colaborar con las denominadas "nuevas tecnologías; en una firme aceptación de que la forma de hacer negocios financieros ha cambiado". Ese proyecto llevaría el nombre de "Financial Services Technology Consortium"; así lo expresó José Francisco López concluyendo "el término como se conoce a la fecha ha sido exponencial como "FinTech".* **(1)**

"Finanzas y tecnología se unen terminológicamente en este neologismo para expresar una nueva forma de prestar servicios financieros, como alternativa a los modos tradicionales, sustentándose fundamentalmente en la tecnología". Por su parte en su tesis de maestría el Doctor Javier Almazán Arnau cita a su vez a Patrick Schueffelen así: *"...en uno de sus últimos ensayos, en el cual define FinTech como un campo empresarial y académico bastante joven que todavía no ha dado definiciones comúnmente aceptadas".* **(2)**

Finalmente, tenemos quienes señalan de forma llana que *"FinTech es un concepto que intenta definir aquellas empresas de nueva generación o con ideas nuevas que intenta disrumpir la forma tradicional de entender los servicios financieros a través de la utilización de la tecnología".* **(3)**

II ÁMBITO Y ALCANCE

Como es normal, el tema *fintech* como nuevo modelo de negocio *"disruptivo",* tal como se le ha denominado y vamos a explicar a continuación, desde que surgió no escapa de debates relacionados a su contenido y alcance. En efecto, es una figura en constante transformación y evolución operativa por lo que normalmente, tal como es común en el ámbito de negocios lo primero lleva a lo segundo, esto es, la necesidad de regularlo y de alguna manera establecer un ordenamiento en su operación.

Se considera que un modelo de negocio fundamentado en fintech no necesariamente se trata de un ente emprendedor *(startup)* que solo ejecuta servicios u ofrece productos por medios de las nuevas tecnologías; también es viable que una empresa con modelo de negocios tradicionales incursioné y amplié nuevos horizontes para estar actualizado y ser competitivo en su entorno por medio de *fintech.*

El punto focal de atención es ¿se circunscribe a un tipo de empresa, un tipo de servicio o si incluye a un tipo de personas? Esa es la razón, por la cual se utiliza el término *"fintechs"* para abarcar un grupo de servicios, empresas y personas que las lideran bajo ese supuesto.

Fintech "llegó de manera disruptiva", así lo expresó Santiago Gutiérrez -Lloreda, en su escrito sobre *"Regulación Fintech en Latinoamérica"*. Es evidente que de la frase se percibe inmediatamente el potencial de las mismas en los mercados financieros. Definitivamente entraron a ganar espacio versus los modelos de negocios tradicionales sorprendiendo a los consumidores, inversionistas, y amplios sectores de competencia que así lo han ido asimilado haciendo esfuerzos colaborativos con magníficos resultados. **(4)**

Cabe destacar ocho aspectos puntuales del Informe *"Más allá del FinTech: una evaluación pragmática del potencial de disrupción en la industria de servicios financieros"* elaborado por el World Economic Forum en colaboración con la firma Deloitte (agosto de 2017) en el que se identifican las fuerzas *disruptivas de las fintech* según se expresa a continuación:

- **Reducción de costes:**La adopción de estándares de mercado derivados de la adopción de nuevas tecnologías redundará en un menor coste.
- **Redistribución de beneficios:**Las fuentes de ingresos (profit pools) dentro y entre las cadenas de valor cambian con las nuevas tecnologías.
- **Reposicionamiento de la industria:**Los distribuidores disfrutarán de una posición de fortaleza estratégica como dueños de la experiencia del cliente; los fabricantes evolucionarán buscando mayor escala y/o especialización.
- **Aumento de las plataformas:**Las instituciones financieras están convirtiéndose en plataformas múltiples de proveedores que funcionan como canal de distribución y comercialización a través de distintas geografías.
- **Monetización de datos:**Los actores financieros comienzan a utilizar una combinación de estrategas de datos para seguir el ejemplo de otras empresas para lograr ingresos con los mismos.
- **Mano de obra biónica:**Las nuevas tecnologías, tales como la inteligencia artificial, supondrán grandes cambios importantes en la fuerza de trabajo de las instituciones financieras.
- **Tecnologías de relevancia sistémica:**Las firmas financieras, independientemente de su tamaño, dependen de las capacidades de las grandes empresas tecnológicas.
- **Regionalización financiera:**La diversificación de las prioridades regulatorias y las necesidades de los clientes está dando paso a modelos de servicios financieros adaptados a nivel regional." **(5)**

III. OBJETIVOS DE LAS EMPRESAS FINTECH

De un consenso general se desprende que los principales son:

- Agilizar las operaciones económicas de las empresas, corporaciones e individuos a través de plataformas tecnológicas.
- Le da pleno acceso al individuo, le facilita la gestión de sus finanzas.
- Proveer mecanismos (mediante plataformas tecnológicas) amigables, rápidas y seguras a entidades financieras, eliminando una serie de procesos que parten de evitar la necesidad de la movilización del

cliente, emisión de documentos físicos, ahorrar tiempo, que ya es percibido por la persona como un valor agregado para dedicar ese tiempo en atención a las prioridades de cada uno según su actividad profesional o personal.

- La oferta de productos y servicios es múltiple, y es tan creativo que no tiene límites la mejor prueba es la cantidad de plataformas tecnológicas de productos y servicios, no solo financieros que salen al mercado cada día.

IV. TIPOS DE FINTECH

Lendix considerada la primera plataforma europea de préstamos a empresas, las enmarca en seis (6) áreas o tipos:

1. **Medios de pago:** quizá el servicio financiero más utilizado sea a través de dispositivos móviles o electrónicos, utilizado por bancos, compañías de seguros, y otros del sistema financiero, en general de comercio al detal, servicios a domicilio entre otros.

2. **Finanzas personales:** permite organizar los gastos en tiempo real. ¿Cómo? mediante la organización en una sola plataforma la información financiera de los bancos y tarjetas permitiendo (mediante algoritmos) predicciones financieras según el perfil del consumidor.

3. **Gestores automatizados de carteras:** permite al inversionista mantener y administrar su propio patrimonio enfocado a aumentar sus rendimientos, siempre como se enunció arriba ajustado al modelo de necesidades y preferencias del cliente.

4. **Crowdlending:** son plataformas de préstamos que unen empresas que quieren financiar su crecimiento con inversores que desean mover sus ahorros hacia mejores rendimientos, vista otra opción al financiamiento bancario.

5. **Equity Crowdfunding:** mecanismo de financiación de proyectos, con la diferencia respecto al anterior, en vez de que los inversores obtengan intereses, reciben participación del proyecto, se convierten en accionistas. (muy utilizadas por las denominadas startups).

6. **Pagos internacionales de divisas:** gestionan sus operaciones de divisas de forma eficiente y segura. **(6)**

Considero que el sector bancario, rápidamente entró en esquemas y plataformas de nuevas tecnologías. Así las cosas, ejecutan algunas operaciones y ofertas de productos utilizando ciertas modalidades de *fintech* como un aliado estratégico. El negocio que lo vea como una competencia está destinado al rezago e incluso a desaparecer.

V. NECESIDAD DE REGULACIÓN CON FUNDAMENTOS EN BUENA GOBERNANZA CORPORATIVA: UNA PRIORIDAD

Indudablemente hay que actuar con rapidez de cara a los modelos de negocios fundamentados en estructura *fintech*. A mi juicio, es urgente su consideración y la toma de decisión en cuanto a su regulación respecto a su implementación en los mercados financieros.

Al no haber una regulación específica sobre la materia, se debe pensar en plasmar estándares equilibrados entre las partes visualizando las grandes ventajas que ofrece tales como: (1) externalizar planes de innovación antes de invertir en desarrollar propias, de esta manera pueden monitorear resultados y avances versus la competencia a menor costo; (2) mejorar los ecosistemas e infraestructuras de los mercados financieros; (3) es la mejor herramienta para automatizar materias como cumplimiento, riesgos entre otros, y desde el horizonte regulatorio la presentación de informes, monitoreo de resultados, supervisión , atención de consultas de usuarios, así como procedimientos de reclamo y determinación de responsabilidades de manera expedita.

Debemos situarnos en el presente, por ello, entrar a considerar la regulación respecto al ofrecimiento de productos y servicios bajo modalidad *fintech* conlleva grandes retos y fijación de metas reales mediante una hoja de ruta con objetivos, responsables y fechas puntuales de su adopción. Ello implica compromiso y capacidad de asignación de recursos en los presupuestos de entidades que asuman por normativa la facultad de autorización, regulación y supervisión.

En efecto, todo lo anterior va a requerir invertir en consultorías de expertos con ejecutorías sustentadas y probadas (teóricas como prácticas) sobre *fintech;* capacitar al personal idóneo especializado que va a otorgar las autorizaciones y supervisarlas; así como contar con las plataformas actualizadas (de últimas tecnologías) al nivel de las plataformas que usan los emprendedores de modelos de negocios *fintech*.

Se reconoce que *fintech* es un tema complejo, requiere involucrar especialistas, utilizar experiencias y lecciones aprendidas de una materia que ya no es una novedad como he señalado, lo demuestra la existencia de regulación (verbigracia en la Unión Europea y en algunos países de Latinoamérica como México entre otros) otorgando plazo de adecuación de manera que las entidades financieras, emprendedores, inversionistas y la autoridad que asume la responsabilidad de otorgar los permisos de operación y regulación tengan la oportunidad de estudiar, analizar, investigar precedentes regulatorios y ajustar a la realidad de las necesidades de nuestro mercado enfocado en su proyección internacional. La idea es que la regulación cubra aspectos necesarios como, por ejemplo: proteger al usuario y requisitos fundamentales para su operación eficiente y transparente, que permitan que surjan más empresas bajo modelo de negocio *fintech.*

Accenture (entidad que da seguimiento a lo que representan negocios bajo estructura de *fintech*) demuestra con cifras la relevancia y su posicionamiento: publicó recientemente (5 de julio de 2020) que *"la inversión global en fintech se incrementó en un 200% en el año 2019, hasta alcanzar los 12,200 millones de dólares".* **(7)**

En Latinoamérica las regulaciones de las *fintech* se han limitado a intervenciones acotadas a normar determinados modelos de negocio innovadores como el *crowdfunding,* reaccionando de manera diversas y sin coordinación regional. Efectivamente, en el año 2018 "BBVA *Research*" estableció en su *"Informe Situación Económica Digital"* que los países de América Latina carecen de un marco de regulación financiera armonizado y adaptado a los desafíos de la era digital".

Países que lideran en Latinoamérica capital *fintech:* México, Brasil, Colombia, Perú, Argentina. Este mismo reporte agrega que los países con una presencia media de startups Fin- Tech extranjeras son: Chile, Ecuador, Guatemala, Uruguay, focalizando una mínima participación en Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, El Salvador, Panamá, Paraguay, Bolivia, Honduras y Nicaragua. **(8)**.

En Latinoamérica, México (2018) fue el pionero en aprobar legislación sobre *fintech* a destacar en ella:

- Estándares de operación de las plataformas, apoyo en los nuevos modelos financieros, así como generar clima de confianzas para la industria del sector.
- La regulación promueve mejores costos para los usuarios
- Procurar que el entorno regulatorio promoviera mayor competencia en el medio financiero, lo que permitirá reducir, los costos de gestión crediticia y el desarrollo de nuevos productos. **(9)**

En nuestra legislación financiera, específicamente del mercado de valores los servicios financieros "fintech" no tienen a la fecha una regulación específica.

Es el criterio de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) que se pronunció mediante la Opinión No 7 de 15 de noviembre de 2018, dando respuesta a una consulta puntual:

"¿Tratándose de una sociedad anónima, que realice desde una plataforma virtual la actividad de intercambio de monedas virtuales o criptomonedas, utilizando bitcoin como divisa y con miras de añadir otras criptomonedas, tomando en cuenta que la Sociedad no es pública ni está ingresando a la Bolsa de Valores 1? ¿Deberá de igual forma la Sociedad realizar alguna comunicación o notificación a la Superintendencia de Valores para iniciar actividades?; 2. ¿Se considera el bitcoin un tipo de valor?; ***3. Existe alguna regulación con respecto a este tema?; 4. ¿Puede ser una actividad ofrecida dentro de Panamá?; 5. ¿Puede operar este negocio en Panamá sin licencia y/o supervisión*** *y 6. (sic) En caso de requerir una Licencia ¿qué clase de licencia necesitaría para operar dicha plataforma fuera de Panamá?* El resaltado es nuestro. **(10)**

La SMV hizo un amplio análisis de la normativa aplicable del Texto único de la Ley del Mercado de Valores (artículos 3,4, 14, 49, 72,73, 255) concluyendo:

1. A la fecha de la emisión de la Opinión *"en la República de Panamá, no le ha sido dado al bitcoin u otro tipo de criptomonedas, algún valor inherente"*. En consecuencia, no requiere comunicar o notificar a la SMV el inicio de sus actividades.
2. *"No se puede considerar el bitcoin un valor".*

3. *"A la fecha* ***no se cuenta con una regulación que contemple a las criptomonedas como un valor, dinero o moneda electrónica".***

4. *"Actualmente no existe normativa que regule la actividad en la República de Panamá sobre el tema de criptomonedas, sin embargo, existe en la Asamblea Nacional de Diputados un Proyecto de Ley que busca regular este tipo de actividades".*

5. *"Actualmente debemos indicar que la realización de este tipo de actividad como ya hemos expresado,* ***no ha sido regulada, por tanto, no requeriría de ningún tipo de licencia, ni estaría sujeto a la supervisión por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores".***

6. *"Actualmente esta Superintendencia del Mercado de Valores,* ***no cuenta con atribuciones legales para regular o supervisar estas plataformas tecnológicas".***

A sabiendas de que las Opiniones emitidas por la SMV son reglamentos que desarrollan normativas de la Ley del mercado de valores según consultas a instancia de parte o de oficio, considero oportuno citar aquí el criterio del Dr. Carlos A. Barsallo P. (Abogado, ex Comisionado de la hoy SMV, especialista en el mercado de valores, gobierno corporativo a nivel nacional e internacional, Presidente del Instituto de Gobierno Corporativo Panamá) en la columna "*Valor Razonable*" del Diario La Prensa -Panamá (17.9.18) el cual sobre "*Crowdfunding: Microfinanciación colectiva*" señaló: "*El crowdfunding de inversión, y no así los otros tipos, tiene un tratamiento administrativo de protección al inversionista, ya que debe registrarse en el regulador las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor en Panamá, a menos que estén exentas de dicho registro. (Artículo 128 Ley 67/2012- Ley del Mercado de Valores*". Debo acotar que coincido plenamente con este criterio tal como rige la normativa a la fecha. **(11)**

Ahora, es cierto que en nuestro país hubo una iniciativa regulatoria el Proyecto de Ley identificado como el No 629 denominado *"Ley de Modernización y Competitividad Internacional del Sistema Financiero"*; el mismo fue presentado con el objetivo de emitir por primera vez las normativas sobre la materia *fintech* y otros temas relacionados a la estructura del mercado financiero, incluyendo modificación a ciertos parámetros estructurales de los reguladores. No hay avance palpable sobre el mismo, pero la sola iniciativa demuestra que es necesario emitir su regulación para que nuestro mercado financiero sea competitivo en relación con el desarrollo que ya es una figura que logra resultados exitosos en otras jurisdicciones. Aunado a lo anterior, el criterio solicitado a la SMV que como he resumido en el párrafo anterior, provocó su pronunciamiento mediante la Opinión 7 de 15 de noviembre de 2018, confirma que ya existen empresas ofreciendo productos y servicios *fintech* que de alguna forma acuden ante reguladores para confirmar si requieren de ciertos estándares de operación.

En este orden de ideas, se debe reconocer que existen empresas tradicionales ofreciendo productos y servicios mediante uso de nuevas tecnologías *(fintech)* y emprendedores elaborando plataformas fundamentados en experiencias de otros mercados, que, a la fecha, como consideró la SMV, no tienen una regulación especial, por lo que en todo caso quedarían enmarcados en normas generales de ejercicio del comercio.

En consecuencia, un primer paso sería retomar el Proyecto de Ley No 629, mediante una revisión en coordinación con equipos de trabajo liderado por especialistas y conocedores de la materia (emprendedores que ya saben los obstáculos y quizás los han superado) por tanto, pueden aportar nuevas modalidades y finalmente se determine su viabilidad o no. Otra opción y me parece la más recomendable es que se organice un equipo mixto de trabajo (emprendedores, especialistas, reguladores del sector financiero) que elaboren y presenten una nueva propuesta de instrumento normativo coherente, equilibrado y de fácil aplicación que asegure su efectiva implementación retroalimentado con experiencias no solo normativas sino derivadas de lecciones aprendidas nacionales e internacionales.

Una normativa compleja (de forma y fondo) corre el riesgo de quedar con lagunas en su aplicación, dudas en interpretación y lo peor, una difícil supervisión. La materia requiere una normativa de flexible adaptación porque la materia *fintech* evoluciona muy rápidamente. A nuestro juicio, una normativa sobre fintech debe proyectarse como una *Ley marco*, dejando abiertas oportunidades de desarrollo normativo y adecuación progresiva mediante reglamentos debido a la innovación y transformación que es inherente a la esencia de las *fintech.*

En cuanto a *la buena gobernanza corporativa y fintech,* ya hay precedentes importantes que van más allá de la regulación de los requisitos para operar. En efecto, van enfocados a buenas prácticas de gobierno corporativo. Un excelente referente es la Asociación Española de FinTech (AEFI) ha sido pionera en lanzar el primer ***"Código de Gobierno Corporativo de las FinTech"*** en el ámbito iberoamericano tras publicar ***"El libro Blanco de las Fintech y una propuesta de Sandbox"***; que permitirá consolidar el sector en España, abrir las puertas a la inversión y canalizar una mayor internalización de empresas europeas hacia

América Latina. **(12)**

Adoptar principios de buen gobierno corporativo para las *fintech* contribuye enormemente en otorgar confianza a los inversores y a los mercados financieros, al plasmar de manera clara las responsabilidades de los Directivos de las empresas, su estructura de organización, operación y transparencia en la ejecución de transacciones.

El abogado panameño Oscar J. Rawlins, especialista en el mercado de valores y ex Director de Normativas y Asuntos internacionales de la SMV coincide en que los retos de la regulación sobre la materia conllevan: *"la transparencia en la información al inversor, evitar posibles abusos que se puedan dar en las ofertas de participación y se refiere en ese caso al tema de "crowfunding de inversión"; evitar posibles estafas y establecer* ***responsabilidad corporativa de las entidades".*** **(13)**

¿Ahora cómo dar el paso para que esta combinación sea posible, realista y accesible a menores costos frente a regulaciones pensadas en productos tradicionales en el sector financiero?

Pues, la historia siempre nos da la respuesta. Los usos del mercado casi siempre van por delante de las regulaciones, entonces hay que hacer uso de la gran cantidad de estudios e investigaciones que están disponibles. Utilizar las fuentes documentadas de especialistas nacionales e internacionales que ya han escrito sobre la materia, eso sí enfocados de manera realista a la estructura de nuestro mercado financiero.

Al respecto el joven Abogado y Contador Público Autorizado panameño, Master of Laws (LL.M) and Wharton Business & Law Certificate from University of Pennsylvania, Roberto Barsallo ha elaborado importantes aportes con dos obras sobre la materia fintech de obligada consulta: sus Tesis de grado de Licenciatura para ambas carreras en la Universidad Santa María la Antigua *"Propuesta de regulación de fintech en Panamá" y "Parte práctica de las fintech en Panamá".* **(14)**

Es una necesidad urgente actualizar nuestro mercado financiero para regular las *fintech* y que incluya desde su inicio como un pilar para un modelo de negocio robusto: *estándares de buena gobernanza corporativa.* Es decir, no circunscribirse a los requisitos de autorización y operación, sino proveer los mecanismos de transparencia, buenas prácticas y equidad contractual entre los participantes.

Todo esto le permitirá al inversionista que conozca la estructura corporativa de su contraparte y, que detrás de cada empresa que opere *fintech* existen Directivos y una alta Gerencia que promulgan y ante todo cumplen buenas prácticas de negocios, fundamentados en la ética empresarial los que a su vez son supervisados por una autoridad reguladora que goce de las facultades legales y conocimientos al nivel que exige la especialidad y perfil técnico financiero de los negocios *fintech.*

FUENTES CONSULTADAS:

(1) José Francisco López.Economipedia.com

(2) Doctor Francisco Javier Almazán Arnau. Transformación digital del sistema financiero: el fenómeno Fintech-Colegio Universitario de Estudios financierosbiblioteca.cunef.edu

(3) Finovating.com

(4) Santiago Gutiérrez-Lloreda, Camacho & Co. -statiel.squarespace.com

(5) Víctor Cruzado-Expansion.com "Ocho fuerzas disruptivas de las "fintech". Diario Expansión 12 de septiembre de 2019. Informe completo en www2.deloitte.com

(6) Finanzas.com-Revista Inversión.

(7) Piere Carlo Gera, Managing Director de Accenture-www.accenture.com publicado en La Vanguardia.

(8) Fuente informe preparado por el BID y la Fundación Finnovista 2018. Mypress.mx

(9) Carlos Orta, socio líder de riesgo regulatorio de Deloitte México. 5 de agosto de 2019.

(10) www.supervalores.gob.pa

(11) Carlos A. Barsallo P. "Crowdfunding: Microfinanciación colectiva. Diario La Prensa, Panamá 17-9-18.

(12) Por Cristina Murgas. Fintechenespanol.com

(13) Oscar J. Rawlins-Presentación conferencia "Crowfunding experiencia panameña y retos de la regulación". Evento Mineco Guatemala 2018.

(14) Martes Financiero Entrevista a Roberto Barsallo 16 de julio de 2019.

PSICOLOGÍA DEL TRADING: EL ARTE PARA SER EXITOSO EN LAS INVERSIONES

MARELISSA QUINTERO DE STANZIOLA
ABOGADA, EX SUPERINTENDENTE DEL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ 2015–2019

En la negociación de títulos valores o "trading" se involucran tres pilares fundamentales, a saber: (i) Análisis Técnico; el cual involucra estudios, conocimientos, análisis matemáticos, gráficos de los mercados y de productos; (ii) Gestión del Capital disponible para la inversión; y (iii) la Psicología del Trading, pilar no menos importante en el que nos vamos a enfocar en presente artículo.

El propósito de este articulo es explicar ¿Qué es la Psicología del Trading?; ¿Porque es importante?; ¿Que emociones afectan positivamente y negativamente nuestro proceso de inversión y toma de decisión?; Sesgos del comportamiento; relación de la Psicología del trading con el perfil de riesgo del inversionista y claves del éxito.

¿QUÉ ES LA PISCOLOGÍA DEL TRADING?

En las actuaciones e interacciones como seres humanos es muy común que nos olvidemos de aspecto emocional y psicológico en el momento de tomar toda clase de decisiones que afectan nuestra vida profesional, familiar y financiera. Cuando se trata de decisiones de inversión puede ser que nos olvidemos de este importante aspecto; debido a que no es tangible ni objetivo. En cambio, el análisis técnico es accesible, algo que podemos buscar e investigar en canales especializados, plataformas como Bloomberg o en herramientas tecnológicas. Sin embargo, debemos tener presente que para tener éxito en las inversiones y en consecuencia conseguir el rendimiento deseado es necesario incorporar la parte mental, lo emocional, en definitiva, la Psicología.

La Psicología del Trading, es tener la capacidad de dejar a un lado los cálculos matemáticos y gráficos para enfocarnos en los aspectos emocionales o mentales que pueden afectar nuestras inversiones.

Podemos encontrar diferentes definiciones para la Piscología del Trading y diferentes conceptos relacionados como son Psicología de la Inversión, Finanzas Conductuales, Piscología Financiera o Psico trading, veamos:

> *La psicología del trading hace referencia a todos aquellos aspectos mentales que afectan a la inversión en los mercados financieros. La psicología del trading es lo que diferencia, sin ningún ápice de dudas, a los traders que ganan de los traders que pierden.*[1]
>
> *Psicotrading. En el entorno de la inversión bursátil, ha surgido un concepto que engloba la influencia financiera o psicología financiera en la realización de operaciones. Básicamente trata la psicología del inversor, es decir, las emociones y control mental de trader. A través de diferentes ciencias, como la economía, la psicología se está profundizando en la toma de decisiones económicas. Gracias a estas ciencias se ha adquirido un mayor conocimiento en base al comportamiento y sus efectos positivos y negativos.*
>
> *En este caso el psicotrading investiga las emociones que experimentan los inversores especialmente en el corto plazo, ya que es donde se producen mayores volatilidades del precio. En un espacio reducido de tiempo los inversores deciden sobre determinados activos, comprometiendo así su gestión monetaria.*[2]
>
> *La Psicología financiera es la disciplina que estudia e interviene en las conductas relacionas con el dinero. Específicamente analiza la interacción de los mercados financieros con la naturaleza humana. Así, a través del análisis de nuestro comportamiento, nos muestra las barreras psicológicas que afectan las decisiones que tomamos en cuanto a las finanzas. De este modo, nos acerca a una mayor compresión sobre nuestras propias acciones, es decir, ayuda a que ampliemos nuestra consciencia financiera. También interviene mostrándonos el papel que juegan los aspectos inconscientes a la hora de tomar decisiones asociadas con el dinero y nos orienta a ser mas asertivos. Además no solo hace*

énfasis en los aspectos individuales también tiene en cuenta la influencia del entorno y de las practicas que nos han ensenado relacionadas con el dinero.[3]

Al analizar las definiciones presentadas podemos señalar en palabras simples que la Psicología del Trading es el análisis y estudio del comportamiento, de emociones humanas al momento de tomar decisiones de inversión.

La Psicología en las inversiones juega un papel sumamente importante y es lo que realmente diferencia aquellos que ganan de aquellos que pierden. Y es lógico ya que desde el momento en donde ponemos en juego nuestro dinero, nuestros ahorros de tantos años, entramos a experimentar sentimientos de temor, de miedo ante la posibilidad de perder lo invertido; ansiedad y hasta pánico.

Igualmente, en muchos casos nos puede generar un apetito por ganar mas y mas es decir sentimientos de avaricia o codicia los cuales son en mi concepto un enemigo al momento de invertir. Todo aquel pequeño inversionista o novato al entrar en un ámbito desconocido puede sentir temores y miedos subsanables en la medida que se va adquiriendo mayor conociendo, se encuentra mayor información, se educa en lo bursátil y se adquiere experiencia.

¿POR QUE ES IMPORTANTE?

En el trading se debe tener una estrategia de inversión, un perfil de inversionista, un plan de acuerdo a la capacidad financiera, apetito al riesgo y tolerancia. Sin embargo, se puede tener el mejor plan de inversión y lamentablemente no cumplirse sino se tiene la actitud adecuada. Es decir, sino podemos controlar nuestra mente, comportamiento y en general la presión y emociones que generan los mercados no podremos ser exitosos en las inversiones.

Esto es así, toda vez que, aunque se gane o se pierda en los mercados de valores, se generan sentimientos que pueden afectar nuestras decisiones. Por ejemplo, al perder es posible que se apodere de nosotros un sentimiento de miedo y de culpa, trayendo como consecuencia cohibición tanto para el inversionista como para el trader y afecte su capacidad de realizar las transacciones correctas; y al ganar genera ese sentimiento de exceso de confianza o de avaricia que igualmente los puede llevar a colocar posiciones desmedidamente y eventualmente perderlo todo.

La Piscología del Trading es importante para los inversionistas, para los corredores de valores o traders y también es elemental para los reguladores financieros.

Para los inversionistas:
Es una herramienta que ayuda al inversionista a minimizar sesgos del comportamiento y tomar dediciones mas atinadas o acertadas que lo van a llevar a cumplir su estrategia de inversión y tener los resultados esperados. Conocerse a si mismo, para no dejarse llevar por las emociones al momento de invertir.

Debe prevalecer la cautela, la paciencia, la estabilidad mental y la disciplina para acomodar el estado emocional a tu favor.

Pongamos como ejemplo el momento de incertidumbre que estamos viviendo hoy día, producto de la pandemia de Coronavirus que ha provocado que los inversionistas aun con mas énfasis se vean envueltos en sentimientos de miedo y pánico que los ha llevado en algunos casos a venderlo todo sin aprovechar oportunidades, y en el caso contrario la codicia reina provocando el no cumplimiento de las estrategias de inversión y realizar movimientos incorrectos que a la postre no han resultado inteligentes; provocando perdidas.

Para los corredores o Traders:
El corretaje de valores, es una profesión en la que se debe tener siempre presente la administración y gestión de dineros de terceros. Dichos dineros y activos deben ser cuidados como propios y emplear aquel cuidado que los hombres emplean en sus propios negocios. Ante una profesión de altos y bajos, presiones, estreses y fluctuaciones del mercado con mayor énfasis estas personas deben permanecer psicológicamente fuertes y no perder la disciplina para ser consistentes y rentables a largo plazo. La responsabilidad de los corredores de valores juega un papel sumamente importante y sobre todo es necesario actuar con altos estándares de valores éticos y transparencia.

Los inversionistas deben buscar la asesoría especializada de los corredores de valores; personas éstas que han estudiado para pasar satisfactoriamente exámenes técnicos de gestión bursátil y han obtenido una licencia a titulo personal que los convierte en especializados y responsables para ejercer las funciones de trading. Al poseer estas cualidades la psicología al momento de realizar su trabajo es aún más relevante e

imprescindible.

La mente y las emociones los puede llevar a cometer errores en perjuicio de los recursos y dineros de terceras personas, lo que pudiera acarrear inclusive responsabilidades administrativas, investigaciones y sanciones por falta de una recomendación adecuada, posible falta a normas de conducta y ética. El manejo de la parte no financiera, son sin duda mas importantes que los conceptos financieros a la hora de realizar un análisis. Deben ser coherentes, equilibrados y sensatos al tomar decisiones de inversión.

Para los reguladores:
Al momento de ejercer su función reguladora, crear nuevos requisitos y acuerdos reglamentarios deben analizar los sesgos en el comportamiento de los inversionistas a fin de buscar una mejor protección. Sobre todo, cuando se trata de información que deben divulgar los emisores, la cual debe ser veraz y oportuna evitando información engañosa que tienda a inclinar al publico hacia cierta inversión para la obtención supuesta posible ganancia.

Sesgos en el comportamiento o *behavioural insights* como se conoce en ingles, ayuda a crear herramientas adicionales para identificar, canalizar y comunicar de mejor manera al público sobre la selección apropiada de inversiones y conocer los peligros que enfrentan al momento de invertir. Los reguladores al conocer estos comportamientos y psicología de los inversionistas deben poder diseñar programas e iniciativas que revelen el entendimiento de cómo los inversionistas toman sus decisiones de inversión.

Todo esto orientado a la protección, a evitar que se divulgue información falsa o engañosa que pueda arrastrar al inversionista hacia determinada inversión o decisión.

La Organización Internacional de Reguladores del Mercado de Valores (IOSCO) ha desarrollado estudios y publicado reportes en torno al tema de *behavioural insights* que arrojan recomendaciones para los reguladores con el propósito de aumentar la protección de los inversionistas.

En abril de 2019, IOSCO publicó un reporte sobre sesgos en el comportamiento en búsqueda de incrementar y mejorar la efectividad de la protección de los inversionistas pequeños retails o minoritario.

El reporte se denomina, *"La aplicación de los sesgos del comportamiento en la protección de los pequeños inversionistas"*[4] reporte que podrán encontrar en el link al pie de pagina.

Este reporte ayuda a los reguladores a entender de mejor manera los comportamientos y psicología de las inversiones, describe cuales son esos sesgos y como pueden afectar la rentabilidad en los mercados financieros. Presenta ejemplos de como las emociones y las experiencias psicológicas influencian en las decisiones de inversión. Igualmente presenta las tendencias de los inversionistas al realizar diferentes decisiones cuando interactúan con herramientas electrónicas de inversión y cuando se involucran con los seres humanos.

Es importante tomar en consideración que el conocimiento de los sesgos del comportamiento no es el único elemento a tomar en consideración por los reguladores y los inversionistas al momento de tomar decisiones y proteger a las inversiones. Es necesario igualmente que los reguladores sigan ejerciendo su función de supervisión y de imposición de regulaciones que imponen normas de buena conducta que deben cumplir los corredores de valores, las casas de valores y demás participantes del mercado y regular correctamente la venta de productos de inversión.

Mas adelante en este articulo vamos a analizar aquellos sesgos o biases mas importantes en los que los seres humanos sin estar consientes psicológicamente tendemos a caer erróneamente y de los cuales debemos estar atentos.

¿QUÉ FACTORES EMOCIONALES AFECTAN POSITIVAMENTE Y NEGATIVAMENTE NUESTRO PROCESO DE INVERSIÓN Y TOMA DE DECISIÓN?

Los factores emocionales afectan nuestras decisiones de inversión. La mayor parte del éxito se basa en la psicología humana mientras que los aspectos técnicos son importantes en un menor grado.

Nuestra personalidad, emociones, sentimientos y estado de animo son factores que afectan positivamente o negativamente nuestras decisiones.

En cuanto a la personalidad, debemos comprender que existen personas creativas, optimistas, miedosos, inseguros etc. Ciertamente aquellos con una personalidad positiva podrán sacar mayor provecho de aquellos inseguros y miedosos.

Las emociones es otro factor que pone en riesgo las decisiones financieras y de inversión. Existen cuatro emociones básicas a saber: miedo, alegría, tristeza y rabia. De éstas cuatro emociones considero relevante comprender que el miedo para las inversiones es el peor enemigo en, tal y como algunos atribuyen. Debemos reconocer que los mercados no son algo que deba dar miedo o temor, sin embargo, en la medida que se adquiera experiencia, información y se tenga control y paciencia ese miedo desaparecerá. El inversionista será victima del miedo y de la impaciencia si haces trading arriesgando un dinero que no puedes permitirte perder.

En cuanto a los sentimientos, los cuales derivan en una emoción, podemos señalar que hay sentimientos agradables y desagradables. Igualmente hay sentimientos adecuados que provienen de pensamientos lógicos y sentimientos inadecuados que provienen de pensamientos ilógicos.

Un sentimiento incorrecto, inadecuado o negativo que juega en contra es la codicia. Es por ello que se recomienda tomarse una pausa y llevarse las ganancias que se obtengan; se toma el beneficio y se retira. Aquellos que no se retiran a tiempo se corren el riesgo de perderlo todo.

Lamentablemente la avaricia es sentimiento muy común, esas ganas de ganar más y más con el mínimo esfuerzo posible es lo que todo el mundo quisiera; y se puede ser para ya es mejor.

La avaricia o codicia hace que se tomen demasiados riesgos, negociando en exceso, por lo que, en vez de ayudar, perjudica tu cuenta de inversión. Las personas condicionas generalmente no tienen paciencia y por lo tanto no esperan las oportunidades adecuadas; ya que sus objetivos son triplicar su cuenta en el menor tiempo posible; en lugar de ir avanzando lento pero seguro.

El estado de animo es otro factor que afectan positivamente o negativamente las inversiones. Se trata de la actitud que se tiene o disposición en la vida emocional. La actitud positiva es el camino hacia el éxito, hacia la felicidad. Una persona positiva es realista, equilibrado y no exagera situaciones; esta animado, motivado; genera ideas para encontrar soluciones; obtiene mejores resultados, aprende de los errores y encuentra oportunidades; tiene mejores relaciones personales y emocionales. Todo esto necesario para tener éxito en las finanzas e inversiones.

Factores positivos en la inversión, son la confianza, la disciplina, la humildad, la independencia, la focalización. Los aspectos negativos son la ansiedad, codicia, miedo, apego, impaciencia, mala actitud.

Los aspectos negativos ciertamente nos pueden llevar a perder dinero, y los positivos a ganar o gestionar mayor rentabilidad.

Mente sana trading sano. Céntrate en hacer las cosas bien y no desperdicies tu energía en los aspectos negativos de practicar trading. El mercado no es tu enemigo, simplemente te muestra unas circunstancias y tú reaccionas ante él. Esas reacciones son las que modulan tu desempeño en una operativa y tu rentabilidad en general.

Si te sientes ansioso, o con miedo, deja la operación y vuelve otro día cuando te sientas mejor. Lo peor es tomar una decisión bajo presión psicológica.

SESGOS DEL COMPORTAMIENTO

Considero importante mencionarles cuales son los principales sesgos en el comportamiento que afectan las decisiones de inversión, lo que ingles se le denomina behavioural insights biases. Para los inversionistas es importante tener esto en cuenta ya que en nuestra comunidad y cultura panameña tendemos a caer fácilmente en algunos de estos comportamientos.

Algunos de estos comportamientos o sesgos pueden ser:
Se tiende a elegir recompensas pequeñas e inmediatas frente a mayor rentabilidad a largo plazo. Nos enfocamos en el hoy en el ahora, en gastar hoy y recibir beneficios hoy. Y no a inversiones mas a largo plazo.

Aversión a las perdidas, el miedo nuevamente es el gran enemigo, tenemos mas miedo de perder algo, aunque sea ínfimo a la posibilidad de ganar algo semejante. A veces hay que perder algo para ganar mas posteriormente.

El efecto miopía es otro sesgo en donde el inversionista este pendiente excesivamente de las noticias e información, lo que afecta psicológicamente el momento en que vivimos y podemos tomar decisiones sobre inversiones que son realizadas a largo plazo. Todo en exceso es malo.

El exceso de confianza es negativo, en este tipo de comportamiento la persona se apena a su propia opinión y no es objetivo, busca noticias que confirmen sus ideas a fin de quedarse en determinada inversión.

Otro sesgo es el denominado de autoridad; en Panamá igualmente se tiende a creer a lo que dicen personas por el siempre hecho de quienes son; personas conocidas del sector, activos en gremios, se hacen llamar gurús de las inversiones y posteriormente resultan ser fraudes.

Igualmente, el sesgo del efecto manada es muy interesante, ya que se tiende a seguir o hacer los que otros hacen, pensando que algo bueno debe haber, pero lo cierto es que no todas las inversiones son buenas ni aplicables a todos. Los inversionistas se ven arrastrados por ese sentimiento de no quedarse atrás, auto convenciéndose en el pensamiento de que si todos están invirtiendo en ese producto yo también tengo que hacerlo. Típico en la cultura panameña.

Debemos ser precavidos y cautelosos a fin de estar consientes y no caer en estos comportamientos.

RELACIÓN DE LA PSICOLOGÍA DEL TRADING CON EL PERFIL DE RIESGO DEL INVERSIONISTA

En el mercado de valores existen diferentes tipos de riesgos. El riesgo se define como la probabilidad de obtener un rendimiento distinto al esperado. Una de las mayores premisas es la relación entre el riesgo y el rendimiento que quiere decir que a mayor riesgo mayor rendimiento.

En las inversiones el riesgo cero no existe. Siempre hay un riesgo, aunque sea mínimo. Por ejemplo, en titulo de deuda gubernamental tiene un riesgo menor que una acción de una empresa o un titulo de deuda corporativa.

Antes de abrir una cuenta de inversión, el corredor de valores de una casa de valores debe realizar la debida diligencia al inversionista, en la cual solicita una serie de información para conocer al cliente. Entre esta documentación hay un documento súper importante que es el formulario del perfil de riesgo. El cual es obligatorio. En este documento el experto o corredor realiza una serie de preguntas a fin de identificar que tipo de riesgo puede asumir el inversionista. El cual puede ser conservador, moderado o agresivo. Puede ocurrir también que, aunque un cliente pueda asumir riesgos mayores por tener suficiente capacidad financiera, este solicita a su corredor suscribir un perfil conservador, y viceversa, ya que no es tolerante al riesgo no tiene disposición de asumir ciertos riesgos.

En el momento de definir tu perfil se toman en cuenta dos pilares fundamentales:

1. Es la capacidad para tomar riesgo, en donde se analiza la capacidad económica del inversionista, su riqueza, su horizonte de inversión, el tiempo, la cantidad de dependientes.

2. Y el segundo pilar es la disposición para asumir riesgo que es un aspecto mas psicológico, y que en la mayoría de los casos pesa mas que la capacidad de tomar riesgo. Es decir, cuanto estomago tienes para comprar determinado activo. Si te la pasas verificando cuanto ha bajado o subido tu titulo o acción, entonces probablemente es que no tengas estomago o no estés mentalmente preparado. Cuando esto ocurre la tendencia es que el corredor determine un perfil conservador.

En el segundo pilar, en esa disposición para asumir riesgo es donde entra la parte psicológica y aunque se haya verificado que el inversionista tiene capacidad económica y pudiera tener un perfil moderado o agresivo, si éste individuo psicológicamente no esta preparado, el corredor debe recomendar un perfil conservador. Esta relación ayuda a determinar el tipo de perfil mas adecuado.

Principalmente para mí un trader debe enfocarse por realizar una recomendación adecuada, es decir que cuide esos dineros que les han confiado como un buen padre de familia, como si fueran suyos propios.

CLAVES PARA EL ÉXITO EN LAS INVERSIONES

- Busca asesoría especializada, de personas con licencia.

- Infórmate, mientras mas información mejor decisión de inversión. El inversionista tiene la obligación de buscar información.

- Debes entender que estas comprando, como funciona el producto, que rendimientos tiene, momentos de pagos, liquidez, entre otros aspectos. Nuca inviertas en algo que no comprendes.

- Diversificación: en tiempo, región geográfica y sector.
- Se paciente, tener presente que el largo plazo es la mejor manera de tener éxito en las inversiones.
- Piensa bien cuanto estas dispuesto a perder antes de pensar en cuanto puede ganar. Disposición y tolerancia al riesgo.
- Buena actitud, manejo de las emociones. Recomiendo pensar positivo, si eres negativo esto te arrastra a cometer errores.
- Realizar análisis propios sobre determinada inversión, no seguir a los demás.
- Tomemos en cuenta estas recomendaciones y seguramente lograremos auto controlarnos para tomar mejores decisiones de inversión. ¡Muchas Suerte!

---

1 https://economipedia.com/definiciones/psicologia-del-trading.html
2 https://revistadigital.inesem.es/gestion-empresarial/psicologia-financiera/
3 https://lamenteesmaravillosa.com/psicologia-financiera-el-arte-de-saber-invertir/
4 https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD626.pdf


SMV
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá

MARZO 2021

AUTORES

ABADÍA, Tatiana
AIZPURÚA OLMOS, Kharla
CANO, Ellis
EPIFANIO, Pablo
GONZÁLEZ MARCOS, Rosaura
MESA SIERRA, Jorge Humberto
MUÑOZ ESQUIVEL, Oliver
QUINTERO DE STANZIOLA, Marelissa
SANDOVAL SHAIK, Darío

SMV
Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ (SMV)
Panamá, Ciudad de Panamá, Calle 50, Edificio Global Plaza, Piso 8
Teléfono: (507) 501-1700
Apartado Postal: 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá
E-mail: Info@supervalores.gob.pa

ISBN 978-9962-8529-0-2
9 789962 852902