

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 5 - 26
De 22 de Septiembre de 2026



Tema: Primera consulta: Si, conforme a la Ley de Valores y al Acuerdo 2-2011, resulta viable que los clientes de la Casa de Valores obtengan préstamos dinerarios directamente del Custodio, para propósitos distintos a la adquisición de valores, garantizados con los valores custodiados por dicho Custodio, sin que la Casa de Valores participe como prestamista, garante, ni intermediaria en la operación de crédito.

Segunda consulta: Si a efectos de permitir la operación descrita, la Casa de Valores debe adecuar su Plan de Negocios ante la Superintendencia, implementar controles, procedimientos o políticas adicionales, o adoptar cualquier otra medida regulatoria específica.

Solicitante: Delvalle, Escalona, Levy & Corró

Criterio del Solicitante:

“Antecedentes y Descripción de la Operación Consultada”

- I. La Casa de Valores es una persona jurídica con licencia vigente expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, supervisada y fiscalizada por dicha entidad reguladora, y cuyo objeto exclusivo es dedicarse al negocio de casa de valores conforme a lo dispuesto en el artículo 54 de la Ley de Valores y el artículo 3 del Acuerdo No. 2 de 2011, según modificado (en adelante, el “Acuerdo 2-2011”).
- II. En el ejercicio de sus actividades, la Casa de Valores mantiene relaciones contractuales con un intermediario financiero en el extranjero (en adelante, el “Custodio”), el cual actúa como custodio y clearing broker de los activos financieros de los clientes de la Casa de Valores bajo una estructura fully disclosed. Bajo esta estructura, las cuentas son individualizadas y existen directamente entre cada cliente final y el Custodio, de modo que los clientes suscriben directamente la documentación de apertura de cuenta del Custodio al momento de crear su cuenta de inversión. El acuerdo entre la Casa de Valores y el Custodio establece expresamente que el Custodio mantiene las cuentas de clientes introducidas por la Casa de Valores, presta los servicios de custodia y clearing correspondientes, y es responsable de la custodia de los activos de dichas cuentas. El Custodio opera desde una jurisdicción extranjera, cuenta con las autorizaciones y licencias necesarias para operar como intermediario financiero en su jurisdicción de origen, y cumple con los requisitos establecidos en el artículo 42 del Acuerdo 2-2011, en el sentido de que opera desde una jurisdicción reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores. El Custodio no está regulado bajo la legislación panameña de valores y no requiere licencia de la Superintendencia del Mercado de Valores para las actividades que realiza desde el extranjero.
- III. En el marco de la relación contractual entre la Casa de Valores y el Custodio, este último pretende ofrecer a ciertos clientes finales la posibilidad de obtener préstamos dinerarios al margen de su cuenta de valores (comúnmente denominados margin loans), para propósitos distintos a la adquisición de valores (comúnmente denominados non-purpose loans). Dichos préstamos serían otorgados directamente por el Custodio a los clientes finales, utilizando como garantía colateral los valores custodiados en las cuentas de dichos clientes.

La operación consultada presenta las siguientes características esenciales:

- a. Prestamista: El Custodio, en su calidad de intermediario financiero domiciliado y regulado en el extranjero, sería quien otorga los préstamos directamente a los clientes finales. La Casa de Valores no actúa como prestamista ni como garante de dichos préstamos.
- b. Propósito del préstamo: Los fondos obtenidos por los clientes finales mediante estos préstamos serían destinados a propósitos distintos a la adquisición de valores, es decir, para necesidades financieras generales de los clientes, no vinculadas a la operativa bursátil.
- c. Garantía colateral: Los préstamos estarían garantizados por los valores mantenidos en custodia en las cuentas individualizadas de los clientes con el Custodio. La constitución de la prenda o gravamen sobre dichos valores sería pactada directamente entre el Custodio y los clientes finales.

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original

Panamá, 19 de Octubre de 2026.

Secretaría (c) General

Página 1 de 12



- d. *No intervención de la Casa de Valores en el préstamo: La Casa de Valores no participaría en la determinación de los márgenes aplicables, ni en la fijación de tasas de interés, ni en la evaluación crediticia de los clientes para fines del préstamo, ni en la ejecución de los valores en caso de incumplimiento por parte del cliente. Estas funciones y decisiones recaerían exclusivamente en el Custodio.*
- e. *Relación directa Custodio-Cliente: La relación jurídica del préstamo se configuraría directamente entre el Custodio y el cliente final, documentándose mediante contratación independiente entre ambas partes. Es importante destacar que los clientes finales ya mantienen una relación contractual directa con el Custodio derivada de la apertura de sus cuentas individualizadas, habiendo suscrito la documentación de cuenta del Custodio al momento de la creación de dichas cuentas. La Casa de Valores no sería parte de los contratos de préstamo.*

Consulta

Respetuosamente consultamos la posición administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores en relación con las siguientes cuestiones:

Primera consulta: Si, conforme a la Ley de Valores y al Acuerdo 2-2011, resulta viable que los clientes de la Casa de Valores obtengan préstamos dinerarios directamente del Custodio, para propósitos distintos a la adquisición de valores, garantizados con los valores custodiados por dicho Custodio, sin que la Casa de Valores participe como prestamista, garante, ni intermediaria en la operación de crédito.

Segunda consulta: Si a efectos de permitir la operación descrita, la Casa de Valores debe adecuar su Plan de Negocios ante la Superintendencia, implementar controles, procedimientos o políticas adicionales, o adoptar cualquier otra medida regulatoria específica.

Criterio del Consultante

Marco Normativo Aplicable. El régimen jurídico que gobierna las actividades de las casas de valores en la República de Panamá se encuentra contenido, de manera principal, en la Ley de Valores (Decreto Ley No. 1 de 1999, según modificado) y en el Acuerdo No. 2 de 2011, según modificado, mediante el cual se establecen los requisitos para el otorgamiento de licencia y los procedimientos de operación de las casas de valores.

El artículo 54 de la Ley de Valores establece que la persona a quien la Superintendencia otorgue Licencia de Casa de Valores solo podrá dedicarse al negocio de casa de valores, y que podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de casa de valores, incluyendo expresamente "el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores". De la lectura del artículo 54, se desprende que la facultad de las casas de valores en materia de préstamos está circunscrita al otorgamiento de préstamos de dinero para la adquisición de valores, sin contemplar la posibilidad de que la casa de valores otorgue préstamos para propósitos distintos.

De forma concordante, el numeral 8 del artículo 3 del Acuerdo 2-2011 incluye entre las actividades y servicios incidentales que pueden prestar las casas de valores "el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores". Asimismo, el artículo 44 del Acuerdo 2-2011 regula los acuerdos o contratos de préstamos de valores, estableciendo que "las casas de valores que deseen ofrecer el servicio de otorgamiento de préstamos para la compra de títulos valores" deberán cumplir con una serie de requisitos, incluyendo indicar las modalidades en su plan de negocios, identificar los títulos pignorados, establecer documentación contractual independiente e implementar controles, límites, políticas y procedimientos para la mitigación de riesgos.

Por su parte, el artículo 64 de la Ley de Valores dispone que la Superintendencia dictará reglas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores en relación con, entre otros aspectos, "la constitución de garantías sobre valores y dineros de clientes, el otorgamiento de préstamos en dinero o valores a clientes y demás operaciones bursátiles efectuadas con estos".

Finalmente, el artículo 193 de la Ley de Valores (Título IX – Crédito Bursátil, Opciones e Instrumentos Derivados) establece que "cualquiera persona podrá otorgar crédito o pedir prestado, con el fin de adquirir o mantener en cartera valores registrados, con sujeción a las limitaciones, los parámetros y las reglas que de tiempo en tiempo dicte la Superintendencia".

La Casa de Valores No Otorga el Préstamo ni Participa en la Operación de Crédito. Es

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original
Panamá, 7 de 19 de 2026.

Melissa J. [Firma]
Secretaria (a) General

Página 2 de 12

[Firma]

criterio del consultante que la operación descrita en los antecedentes de la presente consulta es viable y compatible con el marco regulatorio vigente, por las razones que a continuación se exponen.

Primero, la limitación establecida en el artículo 54 de la Ley de Valores y en el numeral 8 del artículo 3 del Acuerdo 2-2011 se dirige exclusivamente a las casas de valores en cuanto a las actividades que estas pueden realizar. Dicha limitación restringe a la casa de valores a otorgar préstamos de dinero únicamente para la adquisición de valores. La Casa de Valores reconoce plenamente esta restricción y, por ello, no otorgaría, directa ni indirectamente, préstamo alguno a sus clientes para propósitos distintos a la compra de valores. En la operación consultada, es el Custodio, un intermediario financiero extranjero que no está sujeto a la regulación de la Superintendencia del Mercado de Valores, quien otorga el préstamo directamente al cliente final.

Segundo, la regulación panameña de valores no prohíbe ni restringe que un tercero, como un intermediario financiero extranjero que actúa como custodio, ofrezca servicios financieros complementarios a los clientes, siempre que dichos servicios no sean prestados por la casa de valores ni constituyan actividades reservadas a las casas de valores en la jurisdicción panameña. El Custodio, al operar desde una jurisdicción extranjera y estar sujeto a la regulación de su propio supervisor, ejerce facultades que le son propias conforme a su jurisdicción de origen, entre las cuales se encuentra el otorgamiento de créditos con garantía de valores custodiados. La Ley de Valores y el Acuerdo 2-2011 regulan las actividades que las casas de valores pueden realizar, pero no imponen restricciones sobre las actividades que entidades no reguladas por la Superintendencia pueden ofrecer a los clientes desde el extranjero.

Tercero, la propia estructura de la operación evidencia que no se trata de un préstamo otorgado por la Casa de Valores. La Casa de Valores no participaría en la determinación de los márgenes aplicables al préstamo, no fijaría las tasas de interés, no evaluaría la capacidad crediticia del cliente para fines del préstamo, y no ejecutaría los valores en caso de incumplimiento del cliente. Todas estas funciones son ejercidas exclusivamente por el Custodio, en el marco de la relación contractual directa entre este y el cliente final. La documentación contractual del préstamo sería suscrita únicamente entre el Custodio y el cliente, sin intervención de la Casa de Valores como parte contractual.

Cuarto, es pertinente señalar que el artículo 193 de la Ley de Valores establece de manera amplia que "cualquiera persona podrá otorgar crédito o pedir prestado, con el fin de adquirir o mantener en cartera valores registrados". Si bien este artículo se refiere al crédito con fines bursátiles, su alcance amplio confirma que la legislación panameña no reserva la actividad crediticia exclusivamente a las casas de valores, sino que reconoce la posibilidad de que diversas personas participen en operaciones de crédito vinculadas al mercado de valores. El Custodio, como intermediario financiero autorizado en su jurisdicción, estaría habilitado para otorgar créditos a los clientes dentro del marco de los servicios que le son propios.

Quinto, la operación consultada se enmarca en una práctica habitual y reconocida en los mercados de capitales internacionales, donde los intermediarios financieros que actúan como custodios ofrecen a los titulares de cuentas la posibilidad de obtener financiamiento utilizando sus activos custodiados como garantía colateral. Esta práctica es ofrecida por custodios globales en diversas jurisdicciones y no constituye una actividad reservada a las casas de valores bajo la legislación panameña.

La Relación entre el Custodio y los Clientes Finales Es Directa e Individualizada. Es criterio del consultante que la relación jurídica del préstamo se configura exclusivamente entre el Custodio y el cliente final, y que la Casa de Valores no forma parte de dicha relación crediticia. En este sentido, es importante destacar que bajo la estructura fully disclosed existente, los clientes finales de la Casa de Valores mantienen cuentas individualizadas directamente con el Custodio, habiendo suscrito la documentación de apertura de cuenta del Custodio al momento de crear sus cuentas de inversión. Por lo tanto, ya existe una relación contractual directa entre cada cliente y el Custodio, independiente de la relación del cliente con la Casa de Valores. Las obligaciones contractuales del préstamo serían determinadas y administradas directamente por el Custodio, conforme a su propia normativa interna y a la regulación aplicable en su jurisdicción de origen.

En caso de incumplimiento del cliente, la ejecución de la garantía colateral (es decir, la liquidación de los valores pignoralados) sería igualmente una decisión y acción del Custodio, sin participación de la Casa de Valores. La Casa de Valores se limitaría a su función como intermediaria en la relación de custodia e inversión, conforme a su licencia y plan de negocios aprobado por la Superintendencia.

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original
Panamá, 7 de 10 de 2026

Secretaría (a) General

Página 3 de 12

Sobre la Necesidad de Adecuación del Plan de Negocios. En cuanto a la segunda consulta, relativa a si la Casa de Valores debe adecuar su Plan de Negocios para permitir la operación descrita, es criterio del consultante que, dado que la Casa de Valores no estaría prestando un nuevo servicio ni realizando una nueva actividad, sino que sería el Custodio quien ofrece el servicio de préstamo directamente a los clientes, la operación no configuraría, en principio, una modificación de las actividades y servicios de la Casa de Valores que requiera una adecuación formal del Plan de Negocios conforme al artículo 15 del Acuerdo 2-2011.

No obstante, la Casa de Valores reconoce la importancia de la transparencia regulatoria y la protección del público inversionista, por lo que estaría dispuesta a implementar las siguientes medidas si la Superintendencia lo considera conveniente: (i) informar sobre la facilidad de préstamo del Custodio mediante el Formulario DS-10 o comunicación escrita; (ii) actualizar las revelaciones de riesgo conforme al artículo 46 del Acuerdo 2-2011, incluyendo información sobre dicha facilidad y sus riesgos asociados; (iii) adecuar los procedimientos y controles internos para documentar y monitorear las operaciones de préstamo del Custodio y su impacto en las cuentas de custodia; y (iv) actualizar el Plan de Negocios si la Superintendencia determina que la operación requiere descripción específica, conforme al artículo 15 del Acuerdo 2-2011.

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Antes de entrar en el análisis de fondo de nuestra posición administrativa, consideramos relevante incorporar la normativa aplicable a la presente consulta (destacamos lo subrayado y resaltado a continuación):

1. Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999:

“Artículo 3. Objetivos de la Superintendencia. La Superintendencia tendrá como objetivo general la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas.”

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

Las casas de valores podrán ejercer el negocio de asesor de inversiones sin necesidad de obtener una licencia de asesor de inversiones.”

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

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

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

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

“Artículo 66. Normas éticas y conflictos de interés. Las casas de valores tendrán la obligación de dar un trato justo a todos sus clientes. La Superintendencia dictará normas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores, con el fin de evitar situaciones de conflicto de intereses y tratos injustos a clientes. Cuando en una misma transacción una casa de valores, además de actuar a nombre de un cliente, actúe en nombre propio o de un tercero deberá informárselo al cliente. La Superintendencia podrá requerir a las casas de valores que adopten un código de ética profesional o que se adhieran a uno dictado por una organización autorregulada o por una asociación bursátil de reconocido prestigio.”

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original

Panamá, 17 de octubre de 2026.

Secretaría (a) General

Página 4 de 12



"Artículo 74. Actividades permitidas. Los asesores de inversión se dedicarán al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender valores y otros instrumentos financieros. También podrán preparar y publicar estudios financieros o informes sobre valores y otros instrumentos financieros, asesorar en Forex y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de valores nacionales o extranjeras.

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

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

2. Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011:

"Artículo 3. (Actividades y Servicios):

Las Casas de Valores podrán dedicarse a las actividades señaladas en este artículo con apego a las limitaciones y restricciones que la Superintendencia del Mercado de Valores establezca.

Las Casas de Valores tendrán como objeto exclusivo dedicarse al negocio de Casa de Valores, salvo en el caso de aquellas que también sean Bancos o que hayan sido autorizadas por esta Superintendencia para fungir como Administradores de Inversiones.

En consecuencia, las Casas de Valores sólo podrán, como actividades principales, recibir y transmitir órdenes, ejecutar dichas órdenes por cuenta de terceros y dar y ejecutar órdenes por cuenta propia. Lo anterior puede comprender la recepción y transmisión de órdenes de compra y venta impartidas a nombre de clientes institucionales cuyas operaciones son liquidadas y compensadas directamente en los libros de dichos clientes y los de su contraparte, actividad comúnmente denominada corretaje de ejecución, la cual deberá estar descrita en su plan de negocios.

Junto a tales actividades principales las Casas de Valores, cuando así lo dispongan en su plan de negocios, podrán prestar los siguientes servicios, actividades y negocios incidentales del negocio de Casa de Valores:

1. La asesoría de inversiones.
2. La gestión discrecional e individualizada de cuentas de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversionistas.
3. La mediación, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de las emisiones y ofertas públicas de ventas.
4. La actuación como suscriptor o colocador de emisiones y ofertas públicas de venta.
5. El manejo de cuentas de custodia que podrá comprender, en su caso, la llevanza del registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta.
6. La administración de carteras o portafolios individuales de inversión.
7. La ejecución de funciones inherentes a agencia de pago, registro y transferencia.
8. El otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores.
9. Ofrecer productos estructurados, como swaps, credit default swaps, operaciones de reporto, y cualesquiera operaciones que sean realizadas comúnmente en los mercados de capitales.
10. Pagos o transferencias de dinero de clientes a terceras personas.
11. Cualquier actividad que por mandato legal puedan realizar las Casas de Valores.
12. Cualquier otra actividad que esté sometida a regulación de la Comisión Nacional de Valores, siempre que la Comisión Nacional de Valores determine que es realizable por una Casa de Valores.

Las Casas de Valores podrán ejercer además otras actividades accesorias como el alquiler de cajas de seguridad, el asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial y emisiones de valores, así como el asesoramiento y servicios relacionados con fusiones y adquisiciones de empresas, y servicios aprobados previamente por esta Superintendencia a su casa matriz y/o instituciones financieras de su grupo económico, las cuales serán evaluadas por la Superintendencia tomando en cuenta que dichos servicios deben ser cónsonos con el modelo de negocios aprobado o por aprobar, así como los riesgos asociados a la prestación de los mismos. La Superintendencia del Mercado de Valores podrá, mediante resolución, suspender o

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Página 5 de 12

Es fiel copia de su original

Panamá, 17 de 2026.

Melania J. Pérez
Secretaría (o) General

[Firma]



revocar la aprobación de estos servicios, en caso de que se determine que la casa de valores no está cumpliendo con los mismos o si esto pone en riesgo las actividades propias de la casa de valores.

Estas actividades accesorias igualmente deberán ser declaradas en su plan de negocios.

La actividad accesoria de alquiler de cajilla de seguridad podrá brindarse exclusivamente a los clientes existentes de la casa de valores, siempre y cuando conste en el plan de negocios de la Casa de Valores, con los controles internos y lineamientos de procedimientos, así como la suscripción de contrato independiente que respalde el servicio accesorio de alquiler de cajilla de seguridad de acuerdo a los usos y costumbres de la plaza.

La Superintendencia podrá restringir las actividades señaladas en el presente artículo que lleven a cabo las Casas de Valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista, el funcionamiento eficiente del mercado de valores, o de modo particular, para alguna o algunas Casas de Valores, siempre que ésta determine que los medios personales y técnicos no son los adecuados para el preciso y eficiente desempeño de sus funciones.

PARÁGRAFO: (Plazo de Adecuación). Las casas de valores que actualmente realicen la actividad de corretaje de ejecución tendrán hasta el día 31 de agosto de 2022, para adecuar su plan de negocios conforme a lo establecido en el presente artículo.

En el caso de casas de valores que también deban adecuar sus planes de negocio de acuerdo a las disposiciones establecidas en el Acuerdo No.1-2022 de 26 de enero de 2022, el plazo de adecuación para cumplir con lo dispuesto en el presente artículo será el establecido en el Acuerdo No. 1-2022."

"Artículo 14-A. (Plan de Negocios):

El Plan de Negocios deberá incluir, al menos, la descripción de lo siguiente:

1. Segmento de clientes;
2. Productos y servicios;
3. Los canales de distribución o comercialización;
4. Jurisdicciones donde mayoritariamente brindará sus servicios y se prevé se recibirán y/o enviarán activos financieros;
5. Jurisdicciones donde estarán localizados sus corresponsales y custodios;
6. La organización administrativa y contable;
7. Sus instalaciones respecto a la distribución del espacio físico de la casa de valores, apertura y ubicación de sucursales y si compartirá instalaciones con otra entidad de su grupo económico, si aplica;
8. Recurso humano y técnico, y si este recurso se compartirá con otra entidad de su grupo económico, si aplica;
9. Servicio de custodia ofrecido a otras casas de valores u otras instituciones financieras, si aplica;
10. Los procedimientos de control interno, de acceso y salvaguarda de los sistemas informáticos;
11. Los planes de contingencia y continuidad de negocio.
12. Proyecciones del Estado de Resultados, Balance General y Flujo de Caja para los tres (3) años siguientes.
13. Estructura de custodia por medio de cuenta global de acuerdo con lo establecido en el artículo 14-B del presente Acuerdo, si aplica.

En particular, el Plan de Negocios deberá contener una descripción del soporte informático con el que mantendrá la información sobre clientes, modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta a clientes, confirmaciones y frecuencia de transacciones en activos financieros.

La Superintendencia del Mercado de Valores podrá, mediante resolución, restringir las operaciones de la casa de valores, en caso de que se determine que la misma no está cumpliendo con lo establecido en el presente artículo. Dicha restricción de operaciones se adoptará buscando la preservación del patrimonio de los clientes."

"Artículo 14-B. (Estructuras de custodia por medio de cuenta global):

Respecto a la custodia de los activos financieros de los clientes, las casas de valores que deseen ofrecer servicios de custodia por medio de cuentas globales podrán optar por alguna de las tres (3) estructuras que se establecen a continuación:

1. Estructura A:

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original

Panamá, 19 de 10 de 2026 E.

Melvin J. Alvarado
Secretario (a) General

Página 6 de 12

M



Permite a una casa de valores mantener los activos financieros de sus clientes, a través de una cuenta global con una central de valores con licencia expedida por esta Superintendencia.

2. Estructura B:

Permite lo dispuesto en la Estructura A.

Permite también a una casa de valores mantener los activos financieros de sus clientes, a través de otra casa de valores con licencia expedida por esta Superintendencia, que a su vez mantiene dichos activos financieros en una cuenta global con una central de valores con licencia expedida por esta Superintendencia.

3. Estructura C:

Permite lo dispuesto en la Estructura A y/o en la Estructura B.

Permite también a una casa de valores mantener los activos financieros de sus clientes, a través de un custodio extranjero y/o a través de otra casa de valores con licencia expedida por esta Superintendencia, que a su vez mantiene dichos activos financieros con un custodio extranjero.

Para esto deberá cumplir los requisitos estipulados en el artículo 42 del presente Acuerdo e incluir en el Plan de Negocios lo siguiente:

- La proyección del crecimiento de activos financieros bajo administración en una cuenta global.
- Identificar los sistemas para registros, conciliaciones y capacidad de generar estados de cuenta segregados por cliente.
- Identificar los procesos de conciliación y segregación diaria de activos financieros por cliente.
- Indicar las posibles instituciones financieras que darán el servicio de cuenta global.

Los procesos establecidos en los literales b y c del numeral 3 del presente artículo, podrán ser ejecutados por partes relacionadas de la casa de valores, al tenor de la definición establecida en la Ley del Mercado de Valores, siempre que se traten de entidades financieras reguladas. Lo anterior deberá ser establecido en su Plan de Negocios.

Sin perjuicio de que las partes relacionadas de la casa de valores lleven a cabo los procesos establecidos en los literales b y c del numeral 3 del presente artículo, la casa de valores es la responsable de que se cumplan dichos requerimientos.

Las casas de valores podrán tercerizar los procesos identificados en el literal c del numeral 3 del presente artículo, sujeto a los requisitos establecidos en el artículo 14-C.

PARÁGRAFO (Aclaratorio):

Lo dispuesto en el presente artículo no aplica para las casas de valores que manejen o administren exclusivamente cuentas de inversión individuales de sus clientes a través de un intermediario financiero y que no implique la custodia de los activos financieros de los clientes, las cuales se registrarán por lo establecido en el artículo 3 (Actividades y Servicios) y en el artículo 14-A (Plan de Negocios) del presente Acuerdo.

Las casas de valores, que mantengan cuenta global con una central de valores con licencia expedida por esta Superintendencia, estarán sujetas al cumplimiento de los requisitos estipulados en el artículo 42 del presente Acuerdo y demás reglas internas adoptadas por la central de valores.

PARÁGRAFO 2:

Para los efectos del presente Acuerdo, el término "activos financieros" debe entenderse conforme a la definición contenida en la Ley del Mercado de Valores."

"Artículo 15. (Modificación del Plan de Negocios):

Toda modificación al Plan de Negocios deberá someterse previamente a la autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores, en atención al procedimiento interno.

La Superintendencia podrá denegar la modificación del Plan de Negocios, si el documento propuesto no se ajusta a la descripción contenida en los artículos 14-A y 14-B del presente Acuerdo. Se exceptúan las casas de valores que manejen o administren

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original

Panamá, 7 de octubre de 2026

Secretaría (o) General

Página 7 de 12



exclusivamente cuentas de inversión individuales de sus clientes a través de un intermediario financiero y que no implique la custodia de los activos financieros de los clientes, a quienes no le aplica el artículo 14-B del presente Acuerdo.

La modificación de un Plan de Negocios hacia las estructuras de custodia por medio de cuenta global A, B o C, deberá contener el modelo elegido por la casa de valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 14-B del presente Acuerdo, para su autorización por parte de la Superintendencia.

Las casas de valores tendrán que modificar su Plan de Negocios para incorporar los nuevos requisitos establecidos en los artículos 14-A y 14-B del presente Acuerdo. Se exceptúan las casas de valores que manejen o administren exclusivamente cuentas de inversión individuales de sus clientes a través de un intermediario financiero y que no implique la custodia de los activos financieros de los clientes, a quienes no le aplica el artículo 14-B del presente Acuerdo."

"Artículo 21. (Reglas generales para las relaciones contractuales con los clientes de la casa de valores, que sirven de medio para el manejo de cuentas de inversión individuales mantenidas con intermediarios financieros en el extranjero):

Las relaciones contractuales que mantenga una casa de valores con sus clientes, que sirvan de medio para manejar la cuenta de inversión en cuentas individuales que tenga el cliente con un intermediario financiero en el extranjero, deberán observar las siguientes reglas generales:

1. Las casas de valores que brinden servicios a clientes que mantengan cuentas de inversión con intermediarios financieros extranjeros, deberán cumplir con las reglas adoptadas por esta Superintendencia para la prevención del blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de armas de destrucción masiva.
2. Deberán documentarse las relaciones contractuales del cliente, tanto con la casa de valores local como con el intermediario financiero extranjero, de forma tal que el cliente local quede debidamente informado, a través del contrato, de las responsabilidades de la casa de valores local y del intermediario financiero extranjero, ante qué jurisdicción debe presentar las reclamaciones que pudieran corresponderle para cada caso, la legislación y regulaciones aplicables al producto que está adquiriendo por vía de dicha corresponsalia, con expresa indicación del procedimiento aplicable para el traspaso de su cuenta a otro intermediario financiero extranjero, la determinación de la persona que actúa efectivamente como el custodio de los activos financieros y los mecanismos aplicables para la comunicación de órdenes de compra o venta."

"Artículo 44. (Acuerdos o Contratos de Préstamos de Valores):

Las casas de valores que deseen ofrecer el servicio de otorgamiento de préstamos para la compra de títulos valores, deberán cumplir con lo siguiente:

1. Indicar las modalidades de estos en su plan de negocios (Productos y servicios).
2. Identificar los títulos pignorados en la cuenta global correspondiente con el custodio.
3. Establecer la documentación contractual independiente del contrato principal, correspondiente a la modalidad de préstamos que se ofrece, y la misma debe ser firmada por los clientes.
4. Implementar los controles, límites, políticas, procedimientos y metodologías de seguimiento para la mitigación de los riesgos que conllevan dichos servicios.
5. En el caso de préstamos de margen, deberán contemplar las políticas para la marginación de los títulos en las cuentas correspondientes.

La casa de valores debe mantener contractualmente dos cuentas globales donde mantenga la custodia (custodio) de sus activos financieros, una donde permanecerán los valores pignorados y la otra donde estén los valores libres de gravámenes. Dichas cuentas deben ser conciliadas por separado.

La cuenta global de la casa de valores donde se mantienen los activos financieros de los clientes libre de gravámenes, bajo ningún concepto se puede pignorar o de otro modo gravar o comprometer.

La casa de valores, incluyendo sus empleados, directivos, accionistas, representantes o cualquier otra persona que actúe a nombre de esta, no podrá utilizar una cuenta global, que tenga derechos bursátiles sobre activos financieros de clientes, para su propio beneficio o de terceros."

Habiendo citado la normativa aplicable y a fin del buen entendimiento de la presente opinión

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Página 8 de 12

Es fiel copia de su original

Panamá 7 de 10 de 2025.

Secretaría (s) General

Firma

administrativa, consideramos oportuno iniciar haciendo una breve síntesis de la situación expuesta por el solicitante, sobre la cual debemos aplicar la normativa y efectuar el análisis correspondiente.

La consulta gira en torno a una Casa de Valores con licencia expedida por esta Autoridad Administrativa, la cual mantiene relación contractual con un intermediario financiero en el extranjero, el cual actúa como custodio y *clearing broker* de los activos financieros de los clientes de la Casa de Valores bajo una estructura *fully disclosed*. Bajo dicha estructura, las cuentas serán individualizadas y existirán entre cada cliente y el Custodio, de manera que los clientes suscribirán directamente la documentación de apertura de cuenta del Custodio, al momento de crear su cuenta de inversión. El acuerdo entre la Casa de Valores y el Custodio, establecerá expresamente que el Custodio mantendrá las cuentas de clientes introducidas por la Casa de Valores, prestará los servicios de custodia y *clearing* correspondientes y será responsable de la custodia de los activos financieros reconocidos en dichas cuentas.

Ante la situación antes expuesta, nos permitimos aclarar dos términos operativos, con el objeto de enfocar el entendimiento que se les ha prestado a ambos:

- **Clearing Broker:**

El *clearing broker* es la entidad que interviene en los procesos de compensación y liquidación de las operaciones de valores, mientras que el custodio es responsable de la tenencia, salvaguarda y administración de los activos financieros de los clientes.

Si bien son funciones distintas, una misma entidad puede desempeñar ambas, dependiendo de la estructura contractual. En el caso planteado, el intermediario financiero extranjero actuaría en ambas capacidades: como *clearing broker*, realizaría las funciones asociadas a la compensación y liquidación de las operaciones; y como custodio, mantendría los activos de los clientes y los registros de sus respectivas posiciones.

- **Fully disclosed:**

Una estructura *fully disclosed*, es aquella en la que el intermediario financiero que presta los servicios de *clearing* y/o custodia conoce e identifica directamente al cliente final, manteniendo una relación contractual o de cuenta con dicho cliente, sin que ello elimine la relación que el cliente mantiene con la Casa de Valores.

Tengamos presente que, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 50 y 74 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, las Casas de Valores pueden ejercer el negocio de asesor de inversiones sin necesidad de obtener una licencia adicional para ello y, en ejercicio de dicha actividad, pueden recomendar a sus clientes la apertura de cuentas de inversión en Casas de Valores nacionales o extranjeras, así como administrar las cuentas de inversión de sus clientes mantenidas con un intermediario, cuando así hayan sido autorizadas por estos. La consulta planteada gira en torno a esta actividad, debido a que se indica la existencia de un acuerdo entre la Casa de Valores con licencia expedida por esta Autoridad Administrativa y el Custodio, el cual establece expresamente que el Custodio mantiene las cuentas de clientes introducidas por la Casa de Valores, presta los servicios de custodia y *clearing* correspondientes, y es responsable de la custodia de los activos de dichas cuentas.

De hecho, de los artículos 3 y 14-B del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011 se desprende que las Casas de Valores, siempre que así lo dispongan en su plan de negocios, podrán prestar servicios, actividades y negocios incidentales del negocio de Casa de Valores, tales como la gestión discrecional e individualizada de cuentas de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversionistas y la administración de carteras o portafolios individuales de inversión. Además, las estructuras de custodia de activos financieros de clientes por medio de cuentas globales, que contempla el artículo 14-B del referido Acuerdo para las Casas de Valores con licencia expedida por esta Autoridad Administrativa, no aplica cuando estas manejen o administren exclusivamente cuentas de inversión individuales de sus clientes a través de un intermediario financiero y no implique la custodia de los activos financieros de los clientes, ya que, ante este escenario, se regirán por lo establecido en los artículos 3 y 14-A del citado Acuerdo.

Bajo esta línea de ideas y de acuerdo con la normativa vigente, tenemos a bien referirnos a las 2 preguntas elevadas por el solicitante:

1. La viabilidad de que los clientes de la Casa de Valores obtengan préstamos dinerarios directamente del Custodio, para propósitos distintos a la adquisición de valores, garantizados con los valores custodiados, sin participación de la Casa de Valores como prestamista, garante ni intermediaria en la operación de crédito.

Respuesta:

La Casa de Valores, según lo indicado por el consultante, no participaría como prestamista, garante, ni intermediario en la operación de crédito, ni intervendría en la determinación de sus condiciones, en la evaluación crediticia o en la ejecución de la garantía. Así también, se trataría de cuentas individualizadas (y no cuentas globales), las cuales permiten identificar de manera separada las posiciones y activos financieros correspondientes a cada cliente.

Por lo anterior, desde la perspectiva de la normativa del mercado de valores aplicable a la Casa de Valores, no se advierte impedimento en la estructura descrita, siempre que, la relación crediticia se mantenga directamente entre el Custodio y el cliente, separada de las funciones que realiza la Casa de Valores en cuanto a la recepción y transmisión de las órdenes de compra y venta de valores.

Siendo así, y ante la situación que nos ocupa, esta es, que el servicio consultado será brindado por un intermediario financiero (Custodio) que opera desde una jurisdicción extranjera, no se configura el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores por parte de nuestro Regulado, tal como está previsto en el artículo 54 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y en el numeral 8 del artículo 3 del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011; por lo tanto, no aplica lo dispuesto en el artículo 44 del citado Acuerdo, en la medida en que dicha disposición regula el supuesto en que sea la propia Casa de Valores la que ofrezca el servicio de otorgamiento de préstamos para la compra de valores, circunstancia que, conforme a los hechos sometidos a consulta, no se presenta en este caso.

En otras palabras, es el Custodio extranjero quien aprueba, evalúa el riesgo y desembolsa de manera directa la facilidad crediticia al cliente, de manera que el contrato crediticio se celebra y perfecciona directamente entre el Custodio extranjero (prestamista) y el cliente (prestatario), con quien el primero ya mantiene una relación contractual directa derivada de la apertura de la cuenta de inversión individualizada. En ese sentido, la Casa de Valores con licencia expedida por esta Autoridad Administrativa no actuaría como prestamista, ni como garante del préstamo. De esta forma, se indica en la consulta que los préstamos estarían garantizados por los valores mantenidos en custodia en las cuentas individualizadas de los clientes con el Custodio extranjero (prestamista) y que los fondos otorgados se destinarán para propósitos distintos a la adquisición de valores. Al respecto, debemos indicar que la operación crediticia se desarrollará al amparo de una relación contractual entre el cliente y un intermediario financiero no regulado por esta Autoridad Administrativa, el cual, en todo caso, está sujeto a las autorizaciones y al régimen jurídico aplicable en su jurisdicción.

Debe precisarse, además, que la presente posición administrativa se circunscribe al ámbito de competencia de esta Superintendencia y, por tanto, no implica un pronunciamiento respecto de la legalidad, autorización o viabilidad del otorgamiento del crédito por parte del Custodio extranjero conforme a la legislación de su jurisdicción de origen, aspecto que deberá ser determinado de acuerdo con el régimen jurídico y las autorizaciones aplicables a dicha entidad.

En consecuencia, reiteramos, desde la perspectiva de nuestro ordenamiento jurídico aplicable a la Casa de Valores, no se advierte impedimento para la estructura descrita, siempre que la relación crediticia permanezca efectivamente separada de las actividades desarrolladas por la Casa de Valores y se mantenga directamente entre el Custodio extranjero y el cliente.

Esta conclusión parte necesariamente de que la Casa de Valores no participe directa ni indirectamente en la estructuración, aprobación, otorgamiento, administración o ejecución del crédito, ni asuma obligaciones frente al Custodio extranjero o frente al cliente derivadas de dicha operación.

Asimismo, deberá prestarse especial atención a cualquier beneficio económico, comisión u otra forma de participación en los ingresos que la Casa de Valores pueda percibir como consecuencia de los préstamos otorgados por el Custodio extranjero a los clientes. La existencia de una compensación vinculada al otorgamiento de dichos créditos podría

REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Página 10 de 12

Es fiel copia de su original

Panamá, 7 de 10 de 2026.

Secretaría (s) General

Melina J. Abad

[Firma]

evidenciar un grado de participación de la Casa de Valores distinto al descrito en la consulta y, en consecuencia, requerir un análisis particular de la operación, incluyendo las obligaciones relativas al trato justo de los clientes y al manejo de conflictos de interés previsto en el artículo 66 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, citado con anterioridad.

Por tanto, la conclusión anterior se encuentra condicionada a que la realidad económica y operativa de la relación coincida con la estructura descrita por el solicitante, sin que la sola separación formal de los contratos resulte suficiente para excluir la participación de la Casa de Valores si, en la práctica, esta interviene materialmente en la operación crediticia.

Adicionalmente, en atención a las obligaciones de trato justo y transparencia frente a los clientes, la Casa de Valores deberá garantizar que los clientes conozcan, de manera clara e inequívoca, que el préstamo es ofrecido y otorgado por el Custodio extranjero, de manera que la Casa de Valores no actúa como prestamista ni garante de la obligación y que la relación crediticia se encuentra sujeta a los términos contractuales y al régimen jurídico aplicable al Custodio en su jurisdicción de origen.

En esa línea, cabe recordar que las reglas generales establecidas en el artículo 21 del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, que tratan precisamente de las relaciones contractuales que mantenga una casa de valores con sus clientes, que sirvan de medio para manejar la cuenta de inversión en cuentas individuales que tenga el cliente con un intermediario financiero en el extranjero, disponen que deberán documentarse las relaciones contractuales del cliente, tanto con la Casa de Valores local como con el intermediario financiero extranjero, de forma tal que el cliente local quede debidamente informado, a través del contrato, de las responsabilidades de la Casa de Valores local y del intermediario financiero extranjero.

2. Si la Casa de Valores debe adecuar su Plan de Negocios, implementar controles, procedimientos o políticas adicionales, o adoptar cualquier otra medida regulatoria para efectos del debido cumplimiento normativo.

Respuesta:

Respecto de la segunda consulta, debe partirse de que el artículo 14-A del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011 exige que el Plan de Negocios de la Casa de Valores describa, entre otros aspectos y al menos, el segmento de clientes, los productos y servicios, los canales de distribución o comercialización, las jurisdicciones en las que se prestarán los servicios y se recibirán o enviarán activos financieros, las jurisdicciones donde se encuentren localizados sus corresponsales y Custodios, así como los procedimientos de control interno.

Asimismo, el artículo 3 del referido Acuerdo dispone que las actividades, servicios y negocios incidentales o accesorios a las actividades principales / negocio de casa de valores que desarrolle la Casa de Valores, deberán declararse dentro de su Plan de Negocios.

En el supuesto consultado, reiteramos, si la Casa de Valores se limita a manejar o administrar cuentas de inversión individuales mantenidas por sus clientes directamente con un intermediario financiero extranjero, sin asumir la custodia de los activos financieros, resultan aplicables las disposiciones de los artículos 3 y 14-A del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, conforme al párrafo aclaratorio del artículo 14-B del citado Acuerdo.

En ese sentido, el solo hecho de que el Custodio extranjero otorgue directamente a sus clientes una facilidad crediticia no constituye, por sí mismo, un nuevo producto o servicio prestado por la Casa de Valores que necesariamente requiera modificar y declararlo en su Plan de Negocios, siempre que la Casa de Valores no participe en la actividad crediticia, en los términos anteriormente señalados.

No obstante, conforme a lo dispuesto en los artículos 14-A y párrafo aclaratorio del 14-B del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, corresponde a la Casa de Valores verificar que su Plan de Negocios vigente, refleje adecuadamente la estructura operativa existente, incluyendo la utilización del intermediario financiero extranjero para la custodia de los activos financieros de los clientes mediante cuentas individuales y el manejo o administración de estas, las cuales permiten identificar de manera separada las posiciones y activos financieros correspondientes a cada cliente.

Sin perjuicio de lo anterior, la Casa de Valores deberá evaluar y, de resultar necesario, adecuar sus políticas, procedimientos y controles internos a las características de la estructura implementada, de manera que permitan, entre otros aspectos, delimitar sus funciones y responsabilidades frente a las del Custodio extranjero; identificar, gestionar y revelar, cuando corresponda, potenciales conflictos de interés; y establecer los controles que resulten razonables y proporcionales a los riesgos derivados de la relación operativa con dicho Custodio y de los servicios efectivamente prestados por la Casa de Valores.

Finalmente, para este tipo de estructuras son aplicables las reglas generales establecidas en el artículo 21 del citado Acuerdo, que tratan precisamente de las relaciones contractuales que mantenga una casa de valores con sus clientes, que sirvan de medio para manejar la cuenta de inversión en cuentas individuales que tenga el cliente con un intermediario financiero en el extranjero. En consecuencia, la documentación contractual de la Casa de Valores con los clientes, deberá guardar correspondencia con la estructura efectivamente utilizada y delimitar e informarles adecuadamente las responsabilidades de la Casa de Valores y del intermediario financiero extranjero.

Fundamento legal: Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Texto Único del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011.

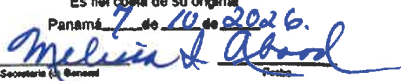
NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,


Maruquel Murgas de González
Superintendente

aatencio/agl/D.Jurídica



REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Es fiel copia de su original
Panamá, 7 de 10 de 2026.

Secretaría (A. Barrantes) Fecha