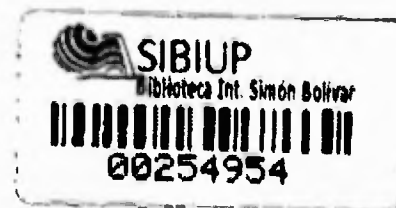


UNIVERSIDAD DE PANAMÁ



VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN DERECHO CON
ESPECIALIZACIÓN EN DERECHO PRIVADO

LA COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS EN EL
MERCADO BURSÁTIL PANAMEÑO

EDGAR ALLAN AGUILERA REAL

PANAMÁ

2002

11 ABR 2003

Ad. de la...

76 111

Dedico esta investigación a toda mi querida familia, y en especial a la memoria de mi amado Padre Fernando José Aguilera Corea (Q.E.P.D.), mi adorada madre Yolanda Esther Real Bonilla y a mi amada hermana Carmen Yolanda Aguilera Real, mi segunda madre.

Quiero manifestar mi especial agradecimiento a mi familia que es lo más importante en la vida de un ser humano y muy en especial, a mi excepcional hermana Carmen Yolanda Aguilera Real, que me ha brindado incondicionalmente todo su amor y apoyo en la consecución de mis metas a lo largo de mi vida.

También deseo agradecer al Doctor Carlos Barsallo por su amplia y valiosa cooperación, a mi Director de Tesis, Profesor Alejandro Román, así como a todas aquellas personas no mencionadas que contribuyeron de alguna manera a la realización del presente trabajo.

ÍNDICE

RESUMEN.....	1
SUMMARY.....	1
INTRODUCCIÓN.....	3
REVISIÓN DE LITERATURA O FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA.....	7
ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	10
RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....	12

CAPÍTULO I

DE LOS BONOS CORPORATIVOS

A. ANTECEDENTES HISTÓRICOS.....	13
B. DEFINICIÓN.....	15
C. NATURALEZA JURÍDICA.....	17
D. CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS CORPORATIVOS.....	19
1. Rendimiento.....	19
2. Consensual.....	19
3. Garantía.....	19
4. Negociabilidad.....	20
5. Vencimiento.....	20
6. Valor Facial.....	20
E. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LOS BONOS CORPORATIVOS Y LAS ACCIONES.....	21
F. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS BONOS CORPORATIVOS.....	22

G. CLASIFICACIÓN DE LOS BONOS.....	25
1. Bonos Garantizados.....	26
a.) Bonos Hipotecarios.....	26
b.) Bonos Fiduciarios con garantía colateral.....	28
c.) Bonos Fiduciarios de Equipo.....	28
2. Bonos No Garantizados.....	29
a.) Bonos de Deuda o Debentures.....	30
b.) Bonos de Deuda Subordinados.....	30
c.) Bonos sobre Ingresos.....	31
3. Otro tipo de Bonos.....	32
a.) Bonos del Estado.....	32
b.) Bonos Convertibles.....	33
c.) Bonos Redimibles.....	34
d.) Bonos de Indexados.....	34
e.) Bonos de Cupón-Cero.....	35
f.) Bonos Tasa Flotante.....	36
g.) Bonos "Chatarra".....	36
H. LA CLASIFICACION DE LOS BONOS DE ACUERDO CON LAS CALIFICADORAS DE RIESGO.....	37

CAPÍTULO II

ENTIDAD REGULADORA DEL MERCADO DE LOS BONOS CORPORATIVOS EN PANAMA

A. ORÍGENES DE LA ENTIDAD REGULADORA.....	44
--	-----------

B. ESTRUCTURA DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	48
C. OBJETIVOS Y ATRIBUCIONES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	57
D. VALORES REGULADOS POR LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES.....	61
E. FISCALIZACIÓN ESTATAL DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ.....	64

CAPÍTULO III

LA COMPRAVENTA DE LOS BONOS CORPORATIVOS EN EL MERCADO BURSÁTIL PANAMEÑO

A. DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS.....	69
1. Cláusulas Generales.....	71
2. El Título del Bono.....	72
3. Cláusula de Fideicomiso.....	74
4. Cláusula de Reembolso y Redención Anticipada.....	75
5. Cláusula de Fondo de Amortización.....	76
6. Cláusulas Restrictivas.....	78
B. MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO.....	81
C. DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES (BONOS CORPORATIVOS).....	83
1. Ofertas exentas de registro ante la Comisión Nacional de Valores.....	89
2. Prospecto Informativo.....	101

D. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS.....	106
1. Según el Contrato de Emisión de Bonos.....	106
a.) Teoría del Contrato de Compraventa.....	106
b.) Teoría del Contrato de Aleatorio.....	107
c.) Teoría del Crédito Colectivo.....	107
d.) Teoría del Mutuo o Préstamo.....	107
2. Según la obligación contraída por las partes.....	108
E. CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS.....	108
1. Oneroso.....	109
2. Constituye un Título Traslaticio de Dominio.....	110
3. Sinalagmático.....	110
4. Consensual.....	111
F. LAS PARTES CONTRATANTES Y LOS EFECTOS DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS.....	113
1. El Vendedor o Emisor.....	113
a.) Obligaciones del Vendedor o Emisor.....	114
b.) Derechos del Vendedor o Emisor.....	117
2. El Comprador o Tenedor.....	119
a.) Obligaciones del Comprador o Tenedor.....	120
b.) Derechos del Comprador o Tenedor.....	121
G. DURACIÓN Y VENCIMIENTO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA BONOS CORPORATIVOS.....	122

RECOMENDACIONES.....133

BIBLIOGRAFIA..... 135

RESUMEN

En nuestro país se ha venido desarrollando un mercado de valores que cada vez más va obteniendo una mayor preponderancia, debido a que en él se negocian millones de dólares diariamente.

Las transacciones antes mencionadas constituyen una verdadera opción tanto para las empresas financieras así como para los inversionistas nacionales y extranjeros. Dentro de éstas transacciones se encuentran las que realizan las empresas para financiar sus necesidades de expansión o proyección hacia la búsqueda de mejores niveles de competitividad, mediante la emisión de acciones comunes y preferidas, bonos, entre otros.

Estas emisiones encuentran su ente regulador en la Comisión Nacional de Valores, la cual se encarga de tutelar la actividad financiera a través del instrumento legal conocido como el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

El contrato de compraventa de bonos corporativos, es el tema central de nuestro trabajo de investigación, debido a que es un tópico interesante pero poco abordado por la doctrina nacional y además porque actualmente es mayor el número de compañías que deciden efectuar una emisión de bonos en el medio bursátil.

Regularmente dicho contrato mantiene requisitos, restricciones, establece los derechos y obligaciones de la corporación emisora, las posibles medidas que puede tomar el inversionista en caso de violación de sus derechos, garantías o colateral pignorado, intereses, etc.

Así mismo, el contrato de compraventa de bonos corporativos tiene una duración y un vencimiento o madurez a corto plazo, éstos se emiten con vencimientos a mediano y largo plazo, ya que los recursos obtenidos se utilizan para inversiones y no para cubrir pasivos a corto plazo.

SUMMARY

At our country it has been developing a stock market that each time is obtaining larger preponderance because millions of dollars are daily negotiated on it.

The transactions previously mentioned constitute a true option, either for the financial firms as the national and foreign investors. Inside these transactions, it is found the ones carried out by the firms with the aim of financing its expansion needs or projecting into better levels of competence through the issuance of common and preferred stocks, bonds among them.

The issuances find their regulatory entity at the Stock's National Commission, which has the function of guarding the financial activity throughout the legal instrument known as the Law Decree # 1 from July 8, 1999.

The Buy-Sell Contract of Corporative Bonds is the central subject of our research project because it is an interesting topic although it has been treated a little bit by the national doctrine and based on the fact that today is greater the number of companies that decide to carry out a bond's issuance on the stock exchange.

Regularly, such contract mantains requisites and restrictions, establishes the rights and obligations from the corporation involved on the bonds issuance; as the possible measures that the investor could take in case of his rights, guarantes, pawned collateral and interests are violated.

Therefore the Buy-Sell Contract of corporative bonds has a life period and a expiration or maturity date at short term, the bonds are issued with a middle of long term expiration date because the obtained resources are used of financing the investments and not for covering short terms passives.

INTRODUCCIÓN

Las empresas en el medio financiero cuentan con diferentes mecanismos alternos de financiamiento a mediano y largo plazo para continuar con el curso normal de sus actividades.

Cuando la empresa escoge el mecanismo no tradicional de financiamiento, como lo es la emisión de bonos entonces tenemos frente a nosotros una figura jurídica de gran interés y actualidad como es el contrato de compraventa de bonos corporativos en el mercado bursátil panameño.

Ante las condiciones actuales de nuestro país, pensamos que la mejor senda a seguir para su desarrollo y crecimiento debe ser a través del ahorro interno, canalizado a largo plazo en proyectos de importancia. En este sentido, creemos que los bonos corporativos son el medio más efectivo, en razón de que proporcionan un flujo de caja líquida a las empresas y al mismo tiempo un rendimiento seguro y generalmente superior a cualquier otra inversión en instrumentos financieros.

Cabe destacar que antes de 1999, nuestra legislación financiera estaba regida por los preceptos legales del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.

Observamos que aún cuando la intermediación bursátil en Panamá no es reciente, notamos que anteriormente las transacciones de valores se efectuaban sin formalidades, lo que permitía que se creara un clima de desconfianza de parte del público inversionista.

Con la aprobación del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, se regulan muchos aspectos relevantes del mercado de valores tales como: todo lo referente a las ofertas

públicas de valores y la reglamentación de la emisión de valores (acciones, bonos y otros) desmaterializados. Con esto, en gran medida, se llenó un vacío legal existente en nuestro ordenamiento jurídico y brinda mayor seguridad a los inversionistas.

Las consideraciones antes manifestadas nos estimularon a contribuir con este aporte intelectual para realizar la elaboración de nuestro trabajo de investigación, encaminado a analizar cada uno de estos detalles estudiados a través de un marco legal; comparados con el ordenamiento jurídico extranjero, explorando en la doctrina y nuestra legislación nacional vigente.

En nuestro primer capítulo, se tratan aspectos generales relacionados con los bonos corporativos, así pues encontramos los antecedentes históricos hallados en la antigua Roma, lugar donde fueron descubiertos los primitivos preceptos que sirvieron como base de regulación al bono.

Igualmente, estudiamos las diferentes definiciones procedentes de diversos autores reconocidos por la doctrina nacional e internacional, presentamos las características más sobresalientes de los bonos corporativos.

Exponemos las ventajas y desventajas de los bonos corporativos, así como una minuciosa clasificación de los bonos en general para una clara comprensión del tema, y también mostramos lo esencial de la figura de las compañías calificadoras de riesgo, las cuales son empresas especialistas independientes encargadas de evaluar y difundir o dar a conocer públicamente el riesgo del crédito.

Seguidamente, en nuestro segundo capítulo recogemos la génesis del organismo gubernamental a través del cual el Estado interviene en la actividad de los sujetos que

interactúan en el mercado público de valores, estamos hablando de la Comisión Nacional de Valores.

La Comisión Nacional de Valores debe velar por el cumplimiento de las normas bursátiles vigentes y proteger sobre todo más que a los inversionistas, la credibilidad en el sistema financiero de nuestro país.

En cuanto a la entidad reguladora de la actividad de bolsa en nuestro país, señalamos su estructura, objetivos y atribuciones. Observamos la lista de los valores regulados por la Comisión Nacional de Valores: bonos, acciones, valores comerciales negociables, certificados de inversión, entre otros.

Abordamos el control y la vigilancia estatal de la actividad privada, la cual tiene como propósito mantener el orden jurídico, pero ya no del individuo como tal, sino de la colectividad entera y, es a nivel administrativo donde se da la mayor parte.

Por último, el contrato de compraventa de bonos corporativos, que es la parte medular de nuestro trabajo.

El contrato de compraventa de bonos corporativos es un acuerdo mediante el cual se estipulan las condiciones y términos bajo los cuales se han de adquirir los bonos.

Examinamos en detalle las cláusulas generales del contrato de compraventa de bonos corporativos, así como también las especiales: la cláusula de fideicomiso, de reembolso y redención anticipada, fondo de amortización y las denominadas cláusulas restrictivas.

Consideramos acertado adicionalmente, hacer una breve explicación sobre lo que son los mercados primarios y secundarios para la colocación de los valores.

Estudiamos la oferta pública de valores, como todo ofrecimiento expreso que tenga por objeto colocar o negociar valores y se transmita por cualquier medio al público en

general o a determinados grupos. Analizamos cuáles son las ofertas que están **exentas de registro** ante la Comisión Nacional de Valores y la importante y muy esencial **figura del prospecto informativo**.

Indagamos sobre el alcance y validez de cada una de las cuatro teorías que tratan de explicar desde distintos vértices la esencia del contrato de compraventa de bonos corporativos.

Establecemos los parámetros jurídicos de las características del contrato en mención, denotamos cuáles son sus partes contratantes: vendedor-emisor y comprador-tenedor, y cuáles son sus efectos.

Por último, establecemos el plazo de duración que conlleva el contrato de compraventa de bonos corporativos y señalamos de manera clara cuáles son los supuestos en que se considerará de **plazo vencido en su totalidad**, dicho contrato.

Concluimos nuestra investigación, compartiendo nuestras claras conclusiones y directas recomendaciones, las que pudimos alcanzar debido al estudio y desarrollo de este interesante tema, que en realidad es muy poco conocido por la mayoría de los **profesionales del Derecho**, en razón de sus implicaciones jurídico-financieras, así como también bursátiles.

REVISIÓN DE LITERATURA O FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

En cuanto a la revisión bibliográfica, es importante advertir que en nuestros países latinoamericanos no es fácil obtener una literatura que nos abra el amplio espectro del contrato de compraventa de bonos corporativos, mayormente desde el prisma jurídico.

No obstante, debemos reconocer que en cuanto al Derecho bursátil y financiero que es fundamental para esta investigación, si hemos encontrado apoyo en cuanto a tratadistas y doctrinarios internacionales. Cabe destacar que no existe casi nada de bibliografía patria al respecto de nuestro trabajo de investigación, debido más que nada a la falta de dedicación e importancia que se le ha prestado a este tema de la compraventa de bonos corporativos.

Tenemos que algunos autores como los colombianos Ramiro Rengifo y Nestor Martínez Neira, entre otros, presentan un estudio sintetizado sobre la figura de los bonos y sus características y lo referente a la naturaleza, estructura y funciones del ente rector de la función fiscalizadora bursátil como lo es la Comisión de Valores, de acuerdo con el ordenamiento jurídico colombiano.

Por otro lado, encontramos al tratadista Luis Javier Lopera Salazar, quien aborda con atino el aspecto de la emisión y suscripción de bonos. Estas dos figuras son elementales dentro del ciclo de circulación natural de los valores en el mercado.

En relación, a los mercados primario y secundario, utilizamos las obras de los catedráticos españoles Alberto Javier Tapia Hermida y Candido Paz-Ares.

El autor Stephen Valdez nos fue de gran ayuda, debido a que nos da su visión que más que jurídica, recoge una percepción desde el punto de vista financiero de lo que son los bonos corporativos y su influencia, así como su alcance en el mercado de valores.

Algunos tratadistas, como Elisa Moncarz y James Van Horne fueron de mucha utilidad en la elaboración de la presente investigación, sobre todo por sus estudios en cuanto a las cláusulas más importantes que debe contener la figura objeto de nuestro análisis.

Debemos agregar, que hemos revisado entre otros instrumentos jurídicos, el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a los accionistas minoritarios, su modificación a través del Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972, el Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá. De esta misma manera revisamos variadas decisiones de la Comisión Nacional de Valores que tienen aplicación general, es decir los denominados acuerdos relacionados con nuestro tema.

La legislación extranjera fue de gran provecho, como referencia el ordenamiento jurídico argentino, la legislación colombiana, la ley reguladora del mercado de valores costarricense, el marco legal español y la legislación norteamericana, mediante sus precedentes de la Corte Suprema de Justicia en los casos de la Securities and Exchange Commission (SEC).

La consideración y el estudio de todos los tratadistas y doctrinas reconocidas y el análisis y examen del Derecho comparado, nos permitieron presentar un trabajo elaborado

a conciencia, con la seriedad intelectual requerida para que este documento se convierta en un investigación significativa y de consulta, al mundo del Derecho bursátil panameño.

ASPECTOS METODOLÓGICOS

Debemos señalar que en nuestro trabajo, por razones propias del tema desarrollado, utilizamos el sistema aristotélico del silogismo que no es otro que el método deductivo. En otras palabras, hemos obtenido conocimientos más fidedignos sobre la compraventa de bonos corporativos mediante el estudio de la figura del bono corporativo en sí.

Nosotros, para estudiar la evolución del bono corporativo, recurrimos al método histórico, el cual nos permitió seguir en detalle su transformación comenzando desde los pretéritos tiempos romanos, pasando por la Edad Media en Bologna, el mercantilismo hasta nuestros días.

El método comparativo fue invocado para efectuar una analogía jurídica en cuanto a las diferencias y semejanzas de la figura en estudio en otras latitudes y nuestro ordenamiento jurídico, contemplado básicamente en el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 hasta el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

Otro sistema de investigación utilizado fue el método exegetico para el análisis jurídico de las distintas y diversas leyes existentes en los ordenamientos legales foraneos, observando desde los diferentes prismas normativos, comparando las bondades y defectos existentes en otras legislaciones y relacionándolas con nuestros instrumentos jurídicos vigentes.

Por último, pero no por eso menos importante, tenemos el método descriptivo, que fue de esencial importancia para un mejor alcance y explicación de nuestro tema, en razón de que nos fue de gran ayuda para poder exponer el concepto de la compraventa de

bonos corporativos, su naturaleza jurídica, sus características, sus partes contratantes y los efectos jurídicos y la duración y el vencimiento del contrato de marras.

Es importante reconocer, que sin la confluencia de todos éstos fundamentales métodos investigativos, no habría sido posible la consecución de nuestra investigación.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN
CAPÍTULO I
DE LOS BONOS CORPORATIVOS

A. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Desde los memorables tiempos de la antigua Roma, ya se conocía y estaba regulado jurídicamente el denominado bono u obligación. El Estado romano, debido a su espíritu imperialista y a sus constantes conquistas, para las cuales se requería un gran presupuesto, se vió en la necesidad de adquirir empréstitos no de otros Estados sino de acreedores particulares.

No obstante, el desarrollo de ésta institución estuvo muy unido con la evolución de los empréstitos estatales y seguidamente con las sociedades anónimas. Estas últimas surgen con la llegada de la Edad Media en Italia, el país europeo en que tuvo más pronta y cumplida manifestación el desarrollo de los descubrimientos de la época del Renacimiento.

En el principio, dichos acreedores prestaban individualmente pero con el decurrir del tiempo, se vieron en la necesidad de fortalecerse entre si y es entonces cuando fueron apareciendo una gran cantidad de agrupaciones crediticias, llamadas *societas comperarum o montes*, a las cuales se les otorgaba la concesión para el cobro de las rentas públicas o la posibilidad de explotar territorios o colonias del Estado, para cubrir lo adeudado a la asociación crediticia por el Estado.

Un amplio sector de la doctrina estima, que las antes mencionadas asociaciones crediticias significaron la forma más antigua conocida de la sociedad por acciones.

En cuanto a este punto el doctrinario Paul Rehme señala que:

“Después de una consolidación de diferentes títulos de la deuda pública, realizada en 1407, la unión de acreedores, organizada corporativamente, quedó convertida en institución bancaria; el capital básico, aportado proporcionalmente, se fraccionó en proporciones enajenables y transmisibles por herencia, y sus poseedores tenían derecho a participar en las ganancias y a intervenir en la administración corporativa”.(Rehme, 1941)

Es importante destacar, la magnitud de los títulos de la deuda de los empréstitos públicos emitidos por el Estado italiano, así mismo como los que se emiten a principios de la Edad Media por los Principados y ciudades, por ser aquellos parte de la metamorfosis histórica del bono corporativo.

En cuanto al comercio bursátil, la madurez y el refinamiento de su técnica, se debe sobre todo a la acción directriz de la Bolsa Internacional de Amsterdam. Tenemos que la letra de cambio en todo tiempo ha sido parte del comercio, así observamos que los títulos de la deuda lo fueron en el siglo XVI y luego a partir del siglo XVII las acciones, cuyo auge se afirma ahora. Se puede asegurar que el intercambio comercial de acciones fue el que realmente permitió la oportunidad de que se diera un verdadero comercio y que con esto como consecuencia directa se constituyeran las bolsas de valores como las conocemos en la actualidad.

Su origen es anterior al de las sociedades anónimas, pero fue con su apercibimiento y desarrollo, cuando los bonos alcanzaron su perfeccionamiento como instituto jurídico y

económico de refuerzo patrimonial de las sociedades anónimas. Se acude al crédito ajeno mediante recursos captados del mercado de capitales.

Denotamos que, a través de la evolución histórica del mercantilismo y con ello el Derecho Comercial, se van delineando los primeros entornos de la materia objeto de nuestra investigación.

B. DEFINICIÓN

Es importante comenzar señalando que la palabra *bono* encuentra sus raíces en la voz francesa “bon a” que significa “sirve para”, y su razón de validez es la confianza depositada en él tanto por el emisor como por el tenedor.

Así mismo podemos mencionar, la concepción del bono a través de la visión de un conspicuo doctrinario en la materia, como lo es el profesor Gitman, el cual nos dice:

“Certificado que indica que una corporación ha prestado una cierta cantidad de dinero, comprometiéndose a pagarla en lo futuro. Los bonos son instrumentos de adeudo a largo plazo que pueden emplearse para obtener sumas grandes a partir de un grupo de prestamistas”.(Gitman, 1986)

Los autores Moncarz y Neveu definen bono puntualizando:

“Un bono es un contrato mediante el cual la firma emisora promete pagar un interés al portador en cantidades específicas y fechas determinadas, y por supuesto, reembolsar el capital principal en la fecha señalada de vencimiento” (Moncarz y Neveu, 1990)

Para los autores Weston y Brigham, el término bono se conceptualiza como

“Un contrato a largo plazo bajo el cual un prestatario conviene en hacer pagos de interés y del principal, en fechas específicas, al tenedor del bono, presentando aspectos importantes como lo son el factor tiempo, una renta fija y los adquirentes o tenedores de bonos”.(Weston y Brigham, 1989)

Cabe destacar que ni la institución del bonon ni mucho menos la del bono corporativo, encuentran una definición en nuestra legislación nacional, como sí es el caso de otras figuras como los documentos negociables.

En este sentido, podemos afirmar que el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la Republica de Panamá, en su artículo 1, Capítulo Primero que se encarga de definir acepciones con objeto de dicho Decreto, no menciona en ninguna de sus partes, ni tampoco establece el significado de lo que se entiende por bono, ni bono corporativo.

A *contrario sensu*, encontramos que en la legislación mercantil de nuestro vecino Colombia, si se incluye la definición de bonos en el Código de Comercio:

“los bonos son títulos valores que incorporan una parte alicuota de un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad o entidades sujetas a la inspección y vigilancia”

Se estima que el bono corporativo es un certificado que indica que una empresa adeuda cierta cantidad de dinero bajo la promesa de pagarla en una fecha específica. Este

es un instrumento financiero que cada día despierta mayor interés por su alto rendimiento y negociabilidad en los mercados bursátiles.

Para nosotros el bono corporativo es una promesa incondicional, obligatoria y por escrito, la cual ha sido emitida por una empresa o corporación como parte de una serie de documentos de similares especificaciones, que representan una parte alícuota de dicha obligación, con el objeto de que se pague al tenedor, cierta suma de dinero en una fecha futura y a una tasa de interés generalmente determinada.

C. NATURALEZA JURÍDICA

Tenemos que el bono corporativo es considerado, un valor de contenido crediticio que incorpora los derechos del titular de una fracción de un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad creadora.

Es un título causal y se expide en serie, hay quienes opinan que se trata de un título de participación, para otros su contenido crediticio es prevalente.

Los bonos constituyen un medio de obtener dinero para las necesidades financieras de las entidades emisoras. Es una de las alternativas con que cuentan las sociedades para adquirir recursos en lugar de recurrir al capital y a la subsiguiente suscripción de acciones o del préstamo individual y en especial al bancario.

La emisión de bonos representa un préstamo colectivo que obtiene la sociedad de terceras personas. Aquella ofrece los bonos a los particulares quienes, atraídos por una serie de incentivos, invierten sus dineros en ellos en lugar de desviarlos a otros campos.

El ordenamiento jurídico colombiano regula la figura de los bonos corporativos como títulos-valores.

En nuestro país, el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá, en su artículo 1, apunta:

“Artículo 1: Definiciones

Para los propósitos de este Decreto-Ley, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones:

.....
valor es 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 comisión determine que constituye un valor.”

Lo cierto es que anteriormente, tanto en la doctrina como en la práctica, el término técnico con el que se denominaba a los bonos corporativos era el de título-valor. Debido a que las nuevas tendencias son la desmaterialización de los documentos, actualmente se les denomina sólo valores.

D. CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS CORPORATIVOS

La comprensión cabal de los bonos corporativos requiere la explicación detallada de sus características más importantes, las cuales procederemos a exponer.

1. RENDIMIENTO

Todos los bonos, unos más que otros pagan un interés, ya sea fijo o flotante, sobre el principal, el cual es reembolsado cuando vence o madura. La tasa de interés establecida depende de varios factores, tales como: la tasa vigente del mercado, capacidad económica de la empresa y garantía ofrecida.

2. CONSENSUAL

Tenemos que la figura del bono corporativo se perfecciona con la compraventa de los documentos que representan la parte alícuota de la obligación.

3. GARANTIA

Normalmente, las emisiones de los bonos corporativos están garantizadas o respaldadas por el crédito general del emisor, los fideicomisos cuyo patrimonio consta de la mayoría de las acciones emitidas y en circulación de la emisora y sus subdiarias, y la prenda mercantil sobre acciones de la empresa emisora y sus subsidiarias. Aún así los

tenedores de los bonos tienen un derecho preferencial sobre los tenedores de acciones comunes o preferentes.

4. NEGOCIABILIDAD

Podemos mencionar que los bonos corporativos se caracterizan por tener gran aceptación en el mercado de valores. En efecto, los bonos son considerados como una de las inversiones más seguras, ya que en muchos de los casos éstos también son aceptados por las instituciones financieras como colaterales de las obligaciones.

5. VENCIMIENTO

Aunque existen bonos cuyo vencimiento o madurez es a corto plazo, generalmente éstos se emiten con vencimientos a mediano y largo plazo, ya que los recursos obtenidos se utilizan para inversiones y no para cubrir pasivos a corto plazo.

6. VALOR FACIAL

El valor facial es el valor de un bono a su maduración, también llamado valor nominal, a la par o principal. Este valor es influenciado por tres factores principales: el flujo de caja, la tasa de crecimiento y el riesgo o incertidumbre.

E. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LOS BONOS CORPORATIVOS Y LAS ACCIONES

En reiteradas ocasiones, las empresas se plantean la incógnita en relación a la forma de financiamiento que deberán usar de acuerdo con sus necesidades y a la formación del pasivo y el capital.

En este sentido aportamos una serie de diferencias que son de gran utilidad para que sean tomadas en cuenta ante dicha disyuntiva financiera:

- El bono es una promesa de pago a la empresa, es decir, el bono representa una acreencia que tiene el tenedor a su favor, mientras que la acción significa una porción de la propiedad de la sociedad en manos de un accionista;
- Los bonos tienen prioridad con relación a las acciones sobre los activos de la empresa en caso de fracaso financiero;
- Los bonos tienen, generalmente, un interés fijo o si es variable tiene un “techo” y un “piso” sobre su inversión, esta rentabilidad está estipulada en un contrato. La renta que otorga la acción es incierta y hasta puede ser no otorgada, dependiendo de la ganancia o pérdida de la

organización y de la política de dividendos que establezca la junta directiva de la misma;

- El valor del mercado de un bono es mucho más estable que el de una acción, esto se debe en gran medida a la garantía de pago y la apreciación o depreciación del capital envuelto en dichos instrumentos financieros.

F. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS BONOS CORPORATIVOS

Al llevarse a cabo una emisión de bonos corporativos, el emisor debe considerar los efectos que ésta puede tener financieramente para la empresa.

De igual forma, el comprador o tenedor de los bonos debe tomar en cuenta el riesgo que asume al elegir la compra de deuda como una alternativa de inversión.

Desde el punto de vista de la empresa emisora, existen ventajas y desventajas al emitir bonos.

Las ventajas abarcan los siguientes aspectos:

- El costo de la deuda es limitado, ya que el tenedor de bonos no participa en las utilidades de la empresa;

- La empresa emisora no tiene que compartir el control cuando utiliza el financiamiento a través de la deuda;
- El pago de intereses al tenedor de bonos es un gasto deducible del impuesto sobre la renta;
- Si se incluye una cláusula de reembolso en el contrato de bonos, la empresa puede reducir sus cargos fijos cuando declinan las tasas de interés;
- La tasa requerida de rendimiento es más baja que la del capital común.

Las desventajas sobre el uso de los bonos son los siguientes:

- La deuda es un cargo fijo. Si las utilidades de la compañía fluctúan, puede ser que la empresa no pueda cumplir con dichos cargos o al cumplir con éstos, los accionistas de la empresa se pueden ver en el caso de no percibir utilidades;
- Un mayor riesgo conduce a un costo más elevado en el capital contable. De este modo, aún cuando sea favorable y eleve las utilidades por acción, las altas tasas de capitalización atribuibles al apalancamiento pueden disminuir el valor de las acciones comunes;

- La deuda tiene una fecha de vencimiento no prorrogable por lo que la empresa debe prever el pago de la deuda;
- Debido a que los bonos son un compromiso a mediano y largo plazo, éste tipo de bonos contiene riesgos, ya que los planes y expectativas sobre los que fue emitida la deuda puedan cambiar;
- Las disposiciones que constan en el contrato de bonos corporativos pueden ser más exigentes que las de un contrato de crédito a corto plazo;

Con respecto a los tenedores de bonos corporativos, se puede decir que son favorables en relación con el riesgo, tienen ventajas limitadas en relación con el ingreso y son débiles en relación al control, es decir:

- En el área del riesgo, la deuda es favorable porque da al tenedor prioridad con respecto a las utilidades y activos en el caso de una liquidación, además existe un vencimiento definido y están protegidos por un contrato en donde se establecen sus derechos y obligaciones;
- En relación al ingreso, el tenedor de bono, generalmente recibe un rendimiento fijo, puesto que, excepto en el caso de bonos sobre ingresos, los pagos de intereses no son contingentes sobre el nivel de las utilidades de la compañía. No obstante, los bonos no participan en las utilidades extraordinarias de la

compañía; por lo tanto, la magnitud de sus rendimientos son limitados. Es importante mencionar que con frecuencia los bonos son reembolsables, si esto sucede el poseedor del bono recibe fondos que se deben reinvertir para que se mantengan activos;

- En lo que respecta al control, normalmente el tenedor de bonos no tiene derecho a votar. En otras palabras entendemos que el tenedor no tiene derecho a tomar decisiones sobre las actividades que desarrolla la compañía o sociedad emisora de los bonos.

G. CLASIFICACION DE LOS BONOS

Los bonos corporativos pueden ser emitidos con garantía o sin ella. Entre los bonos garantizados se pueden señalar los bonos hipotecarios, bonos de garantía colateral, bonos de ingreso y certificados de fideicomiso de equipo; por otro lado, entre los bonos no garantizados están los bonos de deuda o “debentures”, los “debentures” subordinados y los bonos sin derecho a hipoteca. También existen otros tipos de bonos entre los que se encuentran los bonos convertibles, los bonos redimibles y los bonos de cupón cero, para mencionar algunos. A continuación haremos una breve descripción de cada uno de ellos:

1. Bonos Garantizados

Al momento de obtener fondos a largo plazo se cuenta con diversos tipos de bonos garantizados. De la misma forma que los préstamos con garantía a corto plazo, los bonos con garantía tienen activos específicos pignorados relacionados con ellos como garantía o colateral. Si llega a darse el caso de que el emisor no respete cualquiera de las estipulaciones del bono garantizado, normalmente cuando existe la figura del fiduciario este puede liquidar la garantía para así poder pagar la deuda contraída con el tenedor del bono; pero si no llega a cubrir el total de la deuda este último se convierte en acreedor general de la empresa hasta que ésta pueda pagarles.

a) Bonos Hipotecarios

Con relación a este aspecto Lawrence Gitman dice que un bono hipotecario “es un bono asegurado con un gravamen derecho sobre la propiedad real o los edificios” (Gitman, 1986), con lo que señala que el bono es respaldado generalmente por un activo fijo. La propiedad real que garantiza las obligaciones es descrita detalladamente en la hipoteca, que es el documento legal que da al tenedor del bono un tributo sobre la propiedad.

Por otro lado, la doctrina también hace alusión a este tipo de bono, diciendo que bajo un bono hipotecario, la corporación cede en garantía ciertos activos como garantía colateral para el bono; concordando con la definición presentada anteriormente.

Por lo general, el valor de mercado del activo presentado en garantía es mayor que la emisión del bono hipotecario.

En resumen, se puede decir que los bonos hipotecarios son aquellos que están garantizados por activos fijos tales como edificios, terrenos, entre otros; como forma de respaldo para los tenedores de bonos en caso de incumplimiento de la empresa emisora.

- Bonos de Primera Hipoteca:

Estos bonos le otorgan a su tenedor el primer derecho sobre los activos asegurados. Es decir, que si se tiene una segunda o tercera hipoteca sobre el bien, se tendrá prioridad para los tenedores de bonos de primera hipoteca, en caso de liquidación, es a éstos a quienes hay que pagarles el importe total que se les adeuda antes que haya alguna distribución a los poseedores de bonos de segunda o tercera hipoteca.

- Hipoteca de Cuantía Abierta Limitada:

Esta clase de hipoteca permite que la empresa emita bonos adicionales hasta el máximo establecido, que por lo general es un porcentaje del costo original de la propiedad garantizada. Así, se protege más a los tenedores de éstos bonos.

- Hipoteca de Capital Limitado:

Este tipo de hipoteca no permite que se pida un préstamo adicional sobre una hipoteca ya existente. Solamente mediante una nueva hipoteca se podrán

proporcionar los fondos adicionales. Según este arreglo, los tenedores de bonos se encuentran protegidos.

- Cláusula de Propiedades Adquiridas después de la Emisión:

Esta cláusula está incluida en varias hipotecas y sobre todo en las hipotecas abiertas, la misma indica que cualquier propiedad que adquiere la empresa emisora posterior a la emisión de los bonos servirá de garantía, por lo que afianza la posición de seguridad de los tenedores de bonos.

b) Bonos Fiduciarios con Garantía Colateral

Estos son emitidos por las empresas que ponen como garantía valores de otras sociedades que ellas poseen entre sus activos; ya sea para tener control sobre ellas o porque si se venden, no se obtienen una cantidad razonable de dinero.

En éstos, el valor de la garantía o colateral es por lo general de 25% a 35% mayor que el valor de los bonos que mantienen.

c) Certificados Fiduciarios de Equipo

Esta forma de deuda cuya garantía es un activo real, es utilizada comúnmente por empresas dedicadas al transporte para financiar su equipo. El equipo que es puesto en garantía es necesario para que la empresa siga realizando sus operaciones diarias; y éste debe tener capacidad para ser revendido a buen precio.

De acuerdo con Gitman, los Certificados Fiduciarios de Equipo son:

“Empleados para financiar “activos rodantes” aeroplanos, camiones, botes, vagones de ferrocarril. Mecanismo en virtud del cual el fiduciario compra equipos con fondos obtenidos a través de la venta de certificados fiduciarios, para después arrendar el activo a la empresa; ésta, a su vez, recibe el título de propiedad del activo una vez realizado el último pago programado del arriendo. Una forma de arrendamiento.”(Gitman, 1990)

Con este certificado los tenedores de bonos fiduciarios tienen derechos sobre las utilidades derivadas de la venta del activo para que se les pueda cubrir la deuda, pero si no son suficientes, pasan a ser acreedores generales de la empresa.

2. Bonos No Garantizados

Los bonos no garantizados, también denominados bonos no asegurados, representan una necesidad sobre las utilidades de la empresa y no sobre sus activos. Estos están respaldados por los activos de la empresa que no sean garantía sobre alguna deuda asegurada. Hay tres diferentes clases de bonos no garantizados: bonos de deuda o “debentures”, bonos de deuda subordinados o “debentures” subordinados y los bonos sobre ingresos.

a) Bonos de Deuda o “Debentures”

Los bonos de deuda o “debentures” son aquellos que no se encuentran asegurados con ninguna garantía específica; por lo que, si se da el caso de que la empresa liquide, el tenedor de dichos bonos pasa a ser acreedor general de la misma y sus derechos están protegidos por las propiedades que no han sido cedidas anteriormente como garantía colateral. Uno de los beneficios, desde el punto de vista del emisor, con que cuenta este tipo de bono es que la propiedad queda sin gravamen y puede usarse en financiamientos posteriores.

Una empresa se puede encontrar frente a dos situaciones en las que sea mejor emitir bonos de deuda, la primera, si se encuentra en una situación de crédito excelente, en este caso no requiere garantías colaterales específicas; y la segunda, si la situación de crédito es tan débil que no tenga otra opción ya que todas sus propiedades están gravadas. Por otro lado, también son emitidas por empresas que operan en industrias en la que no es práctico gravar activos fijos mediante una hipoteca.

b) Bonos de Deuda Subordinados

Esta clase de bonos no garantizados es aquella que se hace específicamente subordinada a otros tipos de deuda. Es decir, que en caso que la empresa emisora se encuentre ante una situación de quiebra o reorganización, los tenedores de bonos de deuda subordinados no garantizados tienen derecho al activo solamente después de haber satisfecho la deuda no subordinada; sin embargo, sus exigencias están antes que la de los

poseedores de acciones comunes o preferentes. Hay quienes consideran este tipo de bonos como una clase de acciones y su riesgo mayor los convierte en un instrumento de financiamiento más costoso para el emisor.

En el contrato de emisión del bono se establece si éstos son subordinados y si es así, cuál es la posición de los mismos, en otras palabras, que deuda tiene la posición preferente respecto a los bonos no garantizados. Comúnmente, estos bonos se encuentran subordinados a préstamos bancarios o a cualquier otra deuda.

c) Bonos sobre Ingresos

Este tipo de bonos no garantizados también son conocidos como bonos de utilidades o de renta, ya que solamente se les pagará intereses a los tenedores de los mismos si la empresa dispone de utilidades suficientes para realizar dicho desembolso; pero el principal si se debe pagar al vencimiento. Sin embargo, si no se hacen los pagos de intereses no se incurre en incumplimiento, ya que como mencionamos anteriormente, éstos dependen de las utilidades disponibles de la empresa.

Por otra parte, si la empresa genera utilidades en un futuro deberá pagar el interés que se ha ido acumulando hasta donde sea posible, generalmente esta acumulación se limita a 3 años. Además, casi siempre contienen una cláusula de fondo de amortización, y algunos son convertibles en acciones comunes.

Normalmente, éstos bonos son emitidos durante la reorganización de una empresa o por una empresa quebrada o que está por quebrar. Además, son utilizados por compañías cuya capacidad para cumplir con los pagos de intereses es cuestionable; y empresas

exitosas que los emiten para sustituir las acciones preferentes ya que los bonos sobre ingresos poseen características similares a éstas, tales como que la empresa no está en estado de incumplimiento si se dejan de hacer los pagos de los intereses aunque en los bonos el interés es considerado un gasto deducible de impuesto y los dividendos de las acciones no lo son.

Con todo lo anterior, es evidente que estas obligaciones no pueden llevar a la quiebra a una empresa, aunque para los inversionistas son de gran riesgo, ya que el rendimiento no es fijo.

3. Otros Tipos de Bonos

Además de los bonos explicados existen otros tipos de bonos. Seguidamente se hará una breve referencia de los más importantes de ellos.

a) Bonus del Estado

El autor Jerry Rosenberg al respecto sostiene que los Bonos del Estado son:

“...títulos emitidos para retirar deuda flotante pendiente de pago y eliminar de esta manera el déficit existente.” (Rosenberg, 1990)

Aquí se puede observar que el Estado emite esta clase de bonos cuando se enfrenta a la necesidad de disminuir su déficit al pagar la deuda que contrajo.

Los bonos gubernamentales son títulos emitidos por la tesorería de un gobierno en su propia moneda. Estos tradicionalmente constituyen un punto de referencia para otros emisores o emisiones en moneda local dentro del país, ya que por lo general representan al menor nivel de riesgo por la capacidad que tienen los gobiernos de emitir dinero para pagar sus obligaciones. Sin embargo, hay excepciones como la de Panamá debido a que nuestro gobierno no tiene la potestad de emitir moneda porque el sistema financiero está basado en el dólar de los Estados Unidos de América; la tasa de interés que el gobierno paga depende de su situación financiera.

b) Bonos Convertibles

Son aquellos que pueden ser intercambiados por acciones de capital común, y en algunos casos por acciones preferentes, según la voluntad de su tenedor.

El contrato de bono especifica las condiciones para la conversión, las cuales incluyen el plazo en que puede convertir el bono, el valor que recibirá el tenedor de estos bonos, el número de acciones comunes o preferentes que pueden ser canjeadas, y la tasa de intercambio fijo según el fraccionamiento de las acciones y los dividendos por acción.

Estos bonos son atractivos para los inversionistas, por que les da la posibilidad de aumentar el valor de mercado al convertir los bonos. Además, su demanda le permite a la empresa emisora asegurar una tasa de cupón más baja que la de los bonos no convertibles, ofreciendo al comprador la oportunidad de conseguir ganancias de capital.

No obstante, la conversión significa que la estructura de capital de la empresa cambia por el reemplazo de los bonos, de un precio relativo bajo a patrimonio, que se traduce en un costo de capital más alto.

También la conversión equivale a que los acreedores de la compañía se transformen en propietarios de la misma; por lo que los accionistas tienen que ser consultados si se desea emitir este tipo de obligaciones.

c) Bonos Redimibles

Es aquel que a elección de su tenedor puede ser convertido e intercambiado por efectivo. Comúnmente, si el emisor ejecuta alguna opción específica es cuando puede ejercerse la opción de venta, como por ejemplo, si es comprado por una empresa débil o si decide aumentar las deudas que posee en una cantidad considerable.

d) Bonos Indexados

Es aquel que paga los intereses basándose en el índice inflacionario del país, tal como el índice de precios al consumidor. Al aumentar la tasa de inflación, inmediatamente aumenta la tasa de interés; esto protege a los tenedores de dichos bonos contra la inflación. Es emitido, entre otros, en países como Brasil e Israel que se encuentran invadidos por altas tasas de inflación; no siendo el caso de nuestro país.

c) **Bonos Cupón-Cero**

Este es un bono que no paga intereses anuales sino que se vende a un descuento por debajo del valor a la par, proporcionado con ello una compensación para los inversionistas bajo la forma de un aumento de valor del capital. Con esto nos indica que los bonos de cupón-cero, en vez de pagar intereses, tienen la ventaja de que el inversionista los puede comprar a un precio menor que su valor original.

Este tipo de bonos también es conocido como bonos de bajo descuento los cuales son emitidos con una tasa de interés muy baja, en ocasiones nula y se venden con un amplio descuento respecto de su valor nominal. Una parte significativa o todo del rendimiento del inversionista proviene, por lo tanto, de la ganancia en el valor, esto es, valor nominal menos precio de compra. Generalmente se pueden pagar utilizando el aspecto de pago de contrato en su valor nominal.

En resumen, se puede decir que los bonos cupón-cero son una clase de bonos que no paga intereses porque su tasa es casi nula, pero que son adquiridos por el inversionista con un descuento en su valor nominal; obteniendo una compensación ya que aumenta el valor del capital.

Los bonos cupón-cero, sólo representan una clase de emisión original de bonos de descuento; estos pueden ser garantizados o no. Además, es importante señalar que los bonos corporativos de cupón-cero por lo general son reembolsables a petición del emisor después de pasado el tiempo establecido para proteger el reembolso. El precio de reembolso es fijado según la prima sobre el valor acumulado al momento del reembolso.

f) Bonos de Tasa Flotante

Es aquel tipo de bonos cuya tasa de interés establecida es ajustada periódicamente por las variaciones que experimentan las tasas del mercado de capital; es decir, que con los cambios en el nivel general de la tasa de interés, fluctúa su tasa de interés. También conocido como bono de tasa variable.

Las empresas emiten bonos cuando las tasas de interés son inciertas, al igual que las perspectivas de la inflación; y son vendidas aproximadamente en su valor nominal debido a los ajustes automáticos ocasionados por las condiciones cambiantes del mercado.

En los bonos de tasa flotante pueden incluirse varias cláusulas adicionales como que algunos son convertibles en bonos de tasa fija, otros pueden tener límites superiores e inferiores respecto al nivel máximo y mínimo del rendimiento. Estos bonos pueden ser o no garantizados, y son beneficiosos para la empresa emisora porque ésta podrá emitirlos con un vencimiento mayor sin tener que comprometerse a pagar una tasa de interés alta durante la vida del mismo. Además, los tenedores de dichos bonos se benefician, ya que asciende la tasa de interés cuando aumentan las tasas del mercado.

g) Bonos "Chatarra"

Es un bono de alto riesgo, con un rendimiento generalmente no garantizado y es clasificado por debajo del grado de inversión. Son utilizados para financiar fusiones, adquisiciones apalancadas (respaldadas financieramente) y empresas que tienen problemas financieros.

Un bono puede llegar a convertirse en “chatarra”, luego de haber sido un valor con grado de inversión, si la empresa que los emite atraviesa por épocas difíciles, despegándose así el bono hasta la categoría de no inversión.

Por otra parte, los tenedores de bonos “chatarra” deben correr tanto riesgo como los accionistas por que la razón de endeudamiento, en las operaciones de la empresa que emite estos bonos, es casi siempre muy alta, lo cual se ve reflejado en su rendimiento.

II. LA CLASIFICACIÓN DE LOS BONOS DE ACUERDO CON LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Los remotos antecedentes de la función calificadora de las empresas encargadas de tan sensitivo e importante negocio, se remonta a la década de 1900 cuando John Moody introduce la primera **calificación de** títulos de deuda.

No obstante, la **calificación** adquirió su verdadero valor en el año de 1970, cuando se declaró en quiebra con ochenta millones de dólares (US\$ 80,000,000.00) de papel comercial pendiente, la más grande empresa de transportes del mundo (Penn Central) con sede en Estados Unidos de América.

A partir de ese momento, los mercados de deuda norteamericanos de colocación pública **incursionan** en la sana práctica de incluir el concepto de las calificaciones o “ratings” casi en la totalidad de las emisiones. Con esto, pierde fuerza y vigencia la idea generalmente aceptada hasta entonces, por el público en general, que el documento comercial de los grandes emporios comerciales e industriales de Estados Unidos en

aquella época, eran tan confiables en términos financieros como los Bonos del Tesoro Nacional emitidos y avalados por el gobierno.

Historicamente en términos financieros y bursátiles podemos señalar, que en gran cantidad de ocasiones, la falta de reales elementos de juicio para los inversionistas produjo cierta aversión. Tomando en consideración la experiencia histórica internacional, es un claro indicador de que en incontables oportunidades, el desconocimiento del público inversor generó cierto retraimiento, a la vez que la mala información produjeron desaciertos financieros.

Es cuando entonces se crea, la práctica de calificación en el medio bursátil destinada a brindar a los inversionistas mayor seguridad y confiabilidad en sus transacciones financieras; a través de las compañías calificadoras de riesgo, las cuales son empresas especialistas independientes encargadas de la evaluar y difundir o dar a conocer públicamente el riesgo del crédito.

De acuerdo a los autores Ontiveros, Bergés, Manzano y Valero en su obra *Mercados Financieros Internacionales* señalan al respecto que dicha ponderación y su divulgación puede ser:

“ un factor determinante a considerar por parte de los proveedores de fondos acerca de su mayor o menor disponibilidad a suministrarlos y en que condiciones de coste y plazo”. (Ontiveros, Bergés, Manzano y Valero, 1991)

Cada sociedad calificadora emite el dictamen asignando la categoría pertinente que a su vez, habrá de publicarse; luego se debe mantener vigente la evaluación continua e ininterrumpida de la calificación inicial y seguir publicando los sucesivos resultados.

En Argentina, este sistema técnico-jurídico-económico encuentra su fundamento legal en el Decreto No. 304 de 1995 que sustituye al Decreto No. 656 de 1992 en su artículo 1 que establece:

“Artículo 1:

La Comisión Nacional de Valores no otorgará autorización de oferta pública para ninguna emisión de títulos valores representativos de deuda sin la previa presentación de dos (2) calificaciones de riesgo otorgadas por sociedades calificadoras distintas e independientes habilitadas a tal fin”.

Por su parte, la ley reguladora del mercado de valores de Costa Rica, en su Título VIII denominado Sociedades Calificadoras de Riesgo en su artículo 144 establece:

“Artículo 144:

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas, cuyo objeto social exclusivo es la calificación de riesgo de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y las actividades complementarias a dicho objeto, autorizadas reglamentariamente por la Superintendencia General de Valores. Deberán agregar a su denominación la expresión calificadora de riesgo.

Todas las emisiones de valores de deuda emitidas en serie e inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán ser objeto de clasificación por parte de una sociedad calificadora de riesgo, conforme a las normas que la Superintendencia establezca reglamentariamente. Se exceptúan de

lo anterior las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias”.

Se desprende con claridad diafana, que según los dos ordenamientos jurídicos señalados anteriormente, en toda oferta pública de valores es obligatoria la calificación de riesgo.

La diferencia se apoya fundamentalmente, en que mientras que en la legislación costarricense sólo se requiere que las emisiones de valores sean objeto de la calificación de una sola sociedad calificadora; la regulación legal argentina exige que sean dos (2) calificaciones de riesgo otorgadas por dos (2) sociedades calificadoras.

Así mismo denotamos, que en la ley argentina las entidades estatales, provinciales o municipales pueden solicitar la calificación de los valores que emitan, excepto cuando los títulos emitidos por ellas pudieran ser considerados títulos privados representativos de deuda destinados a ser ofrecidos públicamente, dicha calificación será obligatoria.

En cambio la ley reguladora del mercado de valores de Costa Rica establece que las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias estarán exentas de la calificación por parte de una calificadora de riesgo.

En nuestro ordenamiento jurídico tenemos el artículo 147 del Código de Comercio que fuera modificado por el artículo 25 del Decreto Ley No. 5 de 1997 que establece:

“Artículo 147:

La oferta pública de valores, nacionales o extranjeros, hecha por cualquier medio, hacia, desde o dentro de Panamá estará sujeta a la autorización y registro previo correspondiente en la Comisión Nacional de Valores, la cual podrá requerir calificación de una

calificadora de riesgos autorizada para su colocación en el mercado primario y su negociación en el mercado secundario.”

Es preciso señalar, que en nuestro país en la práctica, cuando se lleva a cabo una oferta pública de adquisición de valores (OPA), normalmente la Comisión Nacional de Valores no exige la calificación de dichos valores por parte de una calificadora de riesgos.

Por otro lado, cabe apuntar que en el articulado del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá, no aparece contemplado ningún requisito o exigencia legal con respecto a una previa calificación de las emisiones de valores, por una sociedad calificadora.

En relación a la clasificación de los bonos de acuerdo a las clasificadoras de riesgo podemos expresar que, las calificaciones “per se”, encierran apreciaciones cualitativas y de tipo conceptual que no pueden ser traducidas de manera simple matemáticamente, ni expresadas en términos invariables

Tenemos que las categorías utilizadas internacionalmente se expresan mediante letras y manifiestan una evaluación de tipo descendente que inicia en lo más alto con la triple AAA y termina con la E en lo más bajo.

A continuación, presentamos un cuadro detallado extraído de la obra “Mercados Titulos Valores Calificación “ de los catedráticos Horacio A. Franco y Jorge Vitale con las características de cada una de las categorías de calificación:

Categorías de Calificación

AAA	Instrumentos con una muy elevada capacidad para pagar intereses y capital
AA	Instrumentos con alta capacidad de pago que difieren de los anteriores sólo en algunos aspectos menores
A	Instrumentos con alta capacidad de pago pero con cierto grado de susceptibilidad para recibir el impacto de efectos adversos de cambios en las condiciones económicas
BBB	Adecuada capacidad para pagar interés y capital. En este caso los cambios en las condiciones económicas podrían generar un debilitamiento en las condiciones de repago
BB	Similar al anterior, pero con mayor probabilidad de recepción y afectación de los cambios en la situación económica
B	En este caso, pequeños cambios en las circunstancias y el contexto
CCC	Instrumentos considerados especulativos por su relativa capacidad de pago de interés y capital
CC	Instrumentos con condiciones más precarias para el pago de interés
C	En este supuesto, existen inconvenientes en los pagos o la reputación del deudor resulta insuficiente
D	El emisor se encuentra con procesos judiciales en trámite y/o por resolverse, aunque se estima que puede cumplir las condiciones que pactó o comprometió
E	Instrumentos cuyo emisor no presenta información válida y representativa

CAPÍTULO II

ENTIDAD REGULADORA DEL MERCADO DE LOS BONOS CORPORATIVOS EN PANAMÁ

A. ORÍGENES DE LA ENTIDAD REGULADORA

La normativa legal del mercado bursátil en nuestro país es relativamente nueva. A través del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970, se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a los accionistas minoritarios.

Con la creación de dicha comisión, se quiso instituir en nuestro mercado bursátil, un ente con suficientes funciones reguladoras que realmente propiciara, en un clima de seguridad jurídica y financiera, las transacciones de bolsa para todos los inversionistas tanto nacionales como extranjeros.

Para la efectiva observancia de los fines antes mencionados de la Comisión Nacional de Valores, el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 en su artículo 1 establecía taxativamente:

“Artículo 1:

Créase la Comisión Nacional de Valores, la cual funcionará dentro del Ministerio de Comercio e Industrias y gozará de personería jurídica, autonomía en su régimen y manejo interno, sujeta a la vigilancia e inspección del Órgano Ejecutivo y de la Contraloría General de la República en los términos que establece este Decreto de Gabinete”

El surgimiento de este nuevo instrumento legal sirvió de cimiento para el desarrollo y crecimiento del incipiente mercado de valores en nuestro país.

El régimen funcional de la Comisión Nacional de Valores al momento de su creación apareció como una solución a la excesiva proliferación de las ventas de fondos mutuos, actividad que dejó resultados poco positivos en nuestra economía y que perjudicó ampliamente la transparencia del mercado de valores en Panamá.

Este ente regulador bajo análisis, se concibió como un organismo con características eminentemente reguladoras con el objetivo fundamental de garantizar al inversionista la protección y seguridad adecuada para minimizar las posibilidades de estafa y prácticas fraudulentas que se daban antes de su creación.

Sin embargo, una vez lograda la acción de controlar y regular la actividad de fondos mutuos y de haberse identificado al mercado de valores como un eficiente mecanismo en la movilización de los recursos financieros, el papel de la Comisión Nacional de Valores comienza a desplazarse hacia una función de promoción- regulación.

Con esto, se establece el primer organismo formal para regular, analizar y fiscalizar la venta de títulos valores al público inversionista y se crea la primera Comisión Nacional de Valores.

Inicialmente esta Comisión estuvo integrada por cinco (5) miembros de la siguiente manera:

1. El Ministro de Comercio e Industrias, o el funcionario que éste designe, quien la presidirá;
2. El Gerente del Banco Nacional o la persona por éste designada;
3. Un miembro prominente de la Banca, el cual debía tener por lo menos cinco (5) años de experiencia en esta actividad en la República de Panamá;

4. Un miembro prominente de la Industria, el cual deberá tener por lo menos cinco (5) años de experiencia en la actividad de la producción manufacturera en la República de Panamá;
5. Un miembro promitente del comercio, el cual deberá tener por lo menos cinco (5) años de experiencia en esta actividad en la República de Panamá.

El Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972 modificó el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.

A pesar de que la intermediación bursátil en nuestro país es de vieja data, observamos que con anterioridad las transacciones de valores se efectuaban sin formalidades, lo que provocaba que no existiera de parte del público inversor la confianza debida.

A partir del surgimiento de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., a mediados de la década pasada, las transacciones bursátiles comienzan a formar parte de nuestro medio financiero de manera más continua y común.

En este sentido, encontramos que en el folleto intitulado “Guía de Referencia” elaborado y publicado por la Comisión Nacional de Valores de Panama, se establece que “Debido al sostenido crecimiento de los mercados de valores internacionales, en particular el mercado norteamericano, apoyado en gran medida por el explosivo crecimiento de empresas tecnológicas, los servicios de inversión para servir ese mercado y el número de casas de valores que se establecen en Panamá para ofrecerlos, ya sea en forma directa o a través de instituciones bancarias locales y extranjeras, aumenta considerablemente, teniendo su incidencia directa sobre el aspecto de fiscalización legal”.(Comisión Nacional de Valores, 2001)

En razón del crecimiento de los mercados de valores a nivel mundial, nuestro país, se vió en la necesidad modificar la normativa legal existente siguiendo y ajustándose a las nuevas tendencias de orden internacional.

Como es bien conocido lo cambiante del derecho bursátil, se comenzó a realizar esfuerzos en la creación de un nuevo modelo de legislación bursátil más acorde con las realidad nacional en materia de valores.

De esta manera, nace a la vida jurídica el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá.

Denotamos que el Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, fue creado con la intención de organizar, fiscalizar, regular y en cierta forma controlar el mercado de valores.

Decimos “en cierta forma controlar” por que personalmente somos del criterio que el mercado de valores es un medio que a medida que transcurre el tiempo va imponiendo y exigiendo necesidades a las cuales se ajusta tanto el inversor, inversionista y el mismo ordenamiento jurídico en sí.

Por otro lado, con esta nueva legislación en concepto de valores, la Comisión Nacional de Valores adquiere una nueva dimensión en cuanto a su nueva autonomía e independencia.

B. ESTRUCTURA DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

La institución reguladora de las transacciones bursátiles en nuestro país se crea bajo la aprobación del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, como un ente autónomo de la tutela Estatal.

Así advertimos que con el objetivo de asegurar dicha autonomía, la Comisión tendrá los siguientes derechos y prerrogativas, según el artículo 2 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999:

"Artículo 2: Comisión Nacional de Valores

Créase la Comisión Nacional de Valores como organismo autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio. Con el fin de garantizar su autonomía, la Comisión gozará de las siguientes prerrogativas y facilidades:

- (1) Tendrá fondos separados e independientes del gobierno central y el derecho de administrarlos;
- (2) Elaborar el anteproyecto de su propio presupuesto, el cual una vez discutido y aprobado por las instancias pertinentes del Organo Ejecutivo y la Asamblea Legislativa, se incorporará al Presupuesto General del Estado.
- (3) Escoger, nombrar y destituir a su personal y fijar su remuneración, de conformidad con lo que dicte su reglamento

interno, el cual deberá ser elaborado y aprobado por los Comisionados”.

A contrario sensu, en la ley reguladora del mercado de valores de Costa Rica la Superintendencia General de Valores, ente encargado de regular, supervisar y fiscalizar el mercado de valores costarricense, no tiene la autonomía ni la independencia que tiene nuestra Comisión Nacional de Valores.

Esto se desprende del enunciado contenido en el artículo 3 de la legislación bursátil de Costa Rica:

“Artículo 3: Creación y funciones

Créase la Superintendencia General de Valores, denominada en esta ley la Superintendencia, como órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica. La Superintendencia velará por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines”. Lo subrayado es nuestro” Lo subrayado es nuestro.

En el ordenamiento jurídico colombiano, avizoramos que su entidad fiscalizadora de valores aunque administrativamente forma parte de un Ministerio, goza de autonomía financiera y así se infiere del contenido del artículo 1 del Decreto-Ley 831 de 1980, por el cual se determina la estructura y organización de la Comisión Nacional de Valores y se asignan funciones a sus órganos y dependencias internas:

“Artículo 1:

La Comisión Nacional de Valores es una unidad administrativa especial vinculada al Ministerio de Desarrollo Económico que, dentro de la autonomía administrativa y financiera que se le asigna en la ley 32 de 1979 y en el presente decreto, tiene por objeto estimular, organizar y regular el mercado público de valores”. Lo subrayado es nuestro.

Pareciera que el término de vinculación, distingue un grado de menor intermediación en relación con la administración central, así como una menor intensidad de control ejercido sobre dicha Comisión.

El hecho que la Comisión Nacional de Valores de Colombia, esté solamente vinculada al Ministerio de Desarrollo Económico, coloca a aquella a salvo de los intereses que presiden la toma de decisiones en la administración pública nacional.

Volviendo a nuestro esquema legal, con el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, reparamos que cambió la antigua estructuración de la Comisión Nacional de Valores, ya no está integrada por cinco (5) miembros sino únicamente por tres (3) Comisionados, los cuales serán nombrados por el Presidente de la República.

Dichos nombramientos serán por el período de cinco (5) años, durante el cual se desempeñarán como funcionarios de tiempo completo, no permitiéndoseles ejercer profesiones liberales, ni el comercio, ni ningún otro cargo retribuido, excepto la enseñanza universitaria.

Tampoco podrán ejercer ninguna otra actividad o cargo no retribuido que sea contrario o interfiera con los intereses públicos confiados a su cargo.

La Comisión escogerá un Presidente de entre sus colegiados y, de esta misma manera elegirá un Vicepresidente, quien reemplazará al Presidente en sus ausencias. Estas designaciones serán por el período de dos (2) años, el cual podrá ser prorrogado.

El Presidente de la Comisión Nacional de Valores ejercerá la Representación Legal de dicho organismo, igualmente será responsable de administrar y coordinar las actividades de la entidad.

Tenemos que las decisiones en la Comisión serán aprobadas mediante voto favorable de al menos dos de los Comisionados, en reunión debidamente acordada y celebrada.

Sin embargo, cuando en las reuniones se discutieran temas en que algún Comisionado pudiera tener conflictos de interés, dicho Comisionado deberá abstenerse de participar en la consideración de tales temas. En el caso de que el Comisionado en conflicto no se abstuviera voluntariamente, los demás Comisionados podrán solicitarle formalmente al Comisionado de que se trate que se ausente de la reunión correspondiente.

Para este caso, se establece que la Comisión podrá además delegar sus funciones en uno o más Comisionados, departamentos administrativos, funcionarios o consultores externos.

Todo acto realizado o decidido en virtud de la delegación de su autoridad se considerará como un acto o una decisión de la Comisión para todos los efectos legales.

Cabe destacar, que dentro de la organización de la Comisión Nacional de Valores existen cinco (5) Direcciones Nacionales cuya labor es la de ejecutar y llevar a cabo las decisiones aprobadas en consenso por la Comisión. Estas Direcciones son:

- Dirección Nacional de Registro de Valores:

Esta Dirección es responsable de analizar y evaluar las solicitudes que formulen los entes participantes en el mercado de valores, con el fin de realizar la oferta pública de valores, a objeto de asegurar la más precisa, concisa y exacta información al público inversionista. Igualmente tiene la función solicitar la documentación o información completa que deban presentar las sociedades que soliciten autorización para realizar las ofertas públicas de adquisición (OPA).

- Dirección Nacional de Mercado de Valores e Intermediarios de Valores:

Es la unidad encargada de controlar, supervisar y fiscalizar el mercado de valores y de manera especial a los participantes del mismo con el objeto de garantizar la actuación ordenada del mercado bursátil. Supervisa, vigila y fiscaliza la presentación de exámenes y pruebas de suficiencia que deben rendir los aspirantes para optar por las licencias correspondientes para operar como corredor de valores, Asesor de Inversión, Casa de Valores, Administrador de Inversiones, Analista o Ejecutivo Principal y Bolsa de Valores o Central de Valores.

- Dirección Nacional de Fiscalización y Auditoría de Mercado de Valores:

Se encarga de conocer y revisar toda la información financiera de las sociedades registradas ante la Comisión Nacional de Valores. Fiscalizar la gestión de dichas sociedades con el objeto de comprobar que los Estados Financieros se

ajustan a las disposiciones legales contenidas en el Decreto Ley 1 de 1999. Mantener un registro y control de la entrega de los estados financieros e información adicional de las empresas registradas y procesar la mencionada información para preparar los informes correspondientes.

- Dirección Nacional de Asesoría Legal:

Ente consultivo integrante del organismo principal, que sirve de orientadora jurídica a toda la institución en asuntos legales, en la preparación de proyectos de leyes, decretos, acuerdos, resoluciones, opiniones, consultas, analiza los documentos legales para el respectivo refrendo de los Comisionados, aplicando los conceptos rectores de la contratación pública contenidos en la ley 56 de 1995, en todo lo relacionado a contratos, convenios y acuerdos, así mismo actúa como consejero interno en los negocios judiciales que tenga pendiente la Comisión Nacional de Valores.

- Dirección Nacional de Administración:

Dirigir, coordinar, controlar y supervisar las labores técnicas y administrativas de la institución, actúa como ente fiscalizador en la ejecución del presupuesto de la institución, ejecuta programas y actividades relacionadas con la administración de los recursos humanos, de los recursos financieros relacionados con los trabajos de recaudación de dinero en concepto de los servicios, trámites y multas y la verificación, tramitación y registros de documentos y operaciones contables de la Comisión.

En relación a la organización y estructura de la Comisión Nacional de Valores en el derecho comparado, es importante mencionar que en la legislación argentina, la Comisión de Valores de ese país, está regentada por una entidad colegiada denominada Directorio, conformado por cinco miembros, todos nombrados por el órgano ejecutivo. El Directorio está guiado por un Presidente, elegido por el propio gobierno, quien lleva la representación legal de la Comisión.

El Directorio funciona a través de sus dos direcciones o gerencias: la técnica, que es la encargada de los asuntos económicos, financieros y contables; y la gerencia de control de legalidad, la cual está encargada de los aspectos jurídicos del mercado de valores.

La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de Perú, denominada de ésta manera a partir de la aprobación del Decreto Ley 19,648 del 5 de diciembre de 1972, por medio de la cual se le asignó la vigilancia de las sociedades mercantiles, anteriormente llamada Comisión de Valores.

Encontramos que la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de Perú, está integrada por tres órganos fundamentales: el Directorio, la Dirección Ejecutiva y el Comité Consultivo de Empresas y Valores.

El Directorio está compuesto por ocho miembros escogidos por resolución suprema refrendada por el Ministro de Economía y Finanzas; el Directorio es el máximo organismo de la Comisión y virtud de esto adopta las decisiones técnicas de carácter general. El Director Ejecutivo es el principal funcionario técnico y administrativo, el cual cuenta con una estructura de apoyo como lo es el organismo de

control (auditoría interna), organismos de asesoría (asesoría jurídica, oficina de racionalización y oficinas de asuntos económicos-financieros), organismos de apoyo (secretaría de apoyo, secretaría general y dirección de administración general) y organismos de línea (dirección de supervisión de empresas y dirección de supervisión de mercado de valores).

Cuenta así mismo con un comité consultivo el cual funge como un cuerpo asesor de carácter interno; a nivel externo puede obtener consejos financieros por medio de los expertos que laboran en la bolsa de valores, así como de los distintos agentes de bolsa, reunidos en sus correspondiente colegios.

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores de México realiza sus labores mediante tres organos: la Junta de Gobierno, la Presidencia de la Comisión y el Comité Consultivo.

La Junta de Gobierno está integrada por nueve miembros de los cuales cinco son nombrados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la cual designa así mismo al Presidente de la Comisión, los otros cuatro miembros serán designados por la Secretaría de Industria y Comercio, el Banco de México, la Nacional Financiera y por la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

El Presidente de la Junta no sólo representa a este organismo sino que además está encargado de ejecutar los acuerdos de la Junta, siendo el órgano ejecutivo de la entidad.

Resaltamos que la función fundamental de la Junta de Gobierno, es la de dictar las disposiciones de carácter general que competen a la Comisión.

Por otro parte, el Comité Consultivo, compuesto por la Asociación de Banqueros de México, la Confederación de Cámaras Industriales de los Estados Unidos Mexicanos, la Confederación Nacional de Cámaras de Comercio y la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros, es un cuerpo asesor para la adopción de criterios y políticas generales en materia de mercado de valores.

En los Estados Unidos de América, donde se encuentra la génesis de la mayoría de las Comisiones del Continente Americano, observamos a la muy conocida Securities and Exchange Commission o SEC, creada el 2 de julio de 1934 por la Securities Exchange Act.

La *Securities and Exchange Commission*, está compuesta por cinco miembros nombrados por el Presidente de los Estados Unidos, con el aval del Senado por un período de cinco años.

Bajo ninguna circunstancia podrán existir miembros que pertenezcan a un mismo partido político

La SEC está dividida en distintas unidades administrativas, dentro de las cuales tenemos a las más destacadas la Oficina del Consejero General, la Oficina del Jefe Contable y el Directorio de Economía y Políticas de Análisis.

La Oficina del Consejero General se encarga particularmente, de la representación judicial de la Comisión y los asuntos legales, la oficina del Jefe Contable, de acuerdo a su nombre, establece las políticas de la entidad en asuntos o en materia de contabilidad, supervisa las orientaciones acerca de principios de contabilidad y normas para la presentación de estados financieros, y revisa los principios en materia

de auditoría y las prácticas que deben observar los contadores públicos independientes que certifiquen los estados financieros.

El Directorio de Economía y Políticas de Análisis, asiste a la Securities and Exchange Commission en materia económica que tiene que ver con sus actividades de regulación, y proyecta y evalúa el impacto de sus decisiones en el mercado.

C. OBJETIVOS Y ATRIBUCIONES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Dentro de los objetivos de la Comisión Nacional de Valores a continuación señalamos los siguientes:

- Velar por el fiel cumplimiento de las disposiciones legales vigentes, en materia de valores;
- Estudiar, promover y reglamentar el mercado de valores y controlar tanto a las personal naturales y jurídicas que interactúan en el mismo,
- Apoyar al sector público y privado en el desarrollo de los mercados de dinero;
- Establecer mecanismos de flexibilidad jurídica pero al mismo tiempo que brinden una seguridad financiera dentro del marco legal a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros;

- Promover la inversión extranjera en nuestro mercado de valores a través de mecanismos financieros confiables;
- Lograr una concientización colectiva tanto de los oferentes de valores como de los inversionistas;
- Crear políticas dirigidas a que exista una mayor comprensión en el mercado de valores y en el público en general, a cerca del verdadero papel que debe desempeñar la Comisión Nacional de Valores en nuestro medio.

En cuanto a las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores son las siguientes:

- Fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá;
- Resolver sobre las solicitudes de registro de ofertas públicas y cualesquiera otras que se presenten a la Comisión con arreglo a este Decreto-Ley y suspender o cancelar aquellas ofertas públicas que violen disposiciones de el Decreto-Ley o de sus reglamentos;
- Expedir, suspender, revocar y cancelar las licencias de las bolsas de valores, centrales de valores, casas de valores, asesores de inversiones, ejecutivos

principales, corredores de valores, analistas, administradores de inversión, y además licencias que deba otorgar la Comisión con arreglo a lo dispuesto en el Decreto-Ley y sus reglamentos, así como ordenar a cualquiera de éstos la suspensión de cualquier actividad violatoria del Decreto-Ley o de sus reglamentos, incluyendo la suspensión de operaciones y negociación de valores;

Establecer reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deban seguir las casas de valores, los asesores de inversión, los ejecutivos principales, los analistas, los corredores de valores, las organizaciones autorreguladas, los miembros de organizaciones autorreguladas, las sociedades de inversión y administradores de inversión, cuya violación podrá acarrear sanciones disciplinarias;

Prescribir la forma y el contenido de los estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión, así como adoptar los principios y las normas de contabilidad que se deban usar en la preparación de éstos; exigir que contadores públicos autorizados e independientes examinen los estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión y rindan informes sobre los mismos; y establecer normas para asegurar la independencia de los contadores públicos autorizados que examinen los estados financieros de las personas registradas en la Comisión, así como normas de auditoría y con relación a la forma y el contenido de los informes preparados por dichos contadores

públicos. Con el fin de lograr uniformidad en la presentación de estados financieros, la Comisión favorecerá la adopción de principios de contabilidad y normas de auditoría dictadas por organizaciones nacionales o internacionales de reconocido prestigio;

Enviar, supervisar y fiscalizar las actividades de las organizaciones autorreguladas, de los miembros de organizaciones autorreguladas, de las sociedades de inversión, de los administradores de inversión, de las casas de valores, y de los asesores de inversión, así como de sus respectivos corredores de valores, analistas y ejecutivos principales, según sea el caso, y de cualquiera otra persona sujeta a la fiscalización de la Comisión de acuerdo con el Decreto-Ley que regula la materia y sus respectivos reglamentos;

Velar por que las personas sujetas al Decreto-Ley 1 de 1999, cumplan con el mismo y sus reglamentos;

- Realizar las inspecciones, las investigaciones y las diligencias contempladas en el Decreto-Ley 1 de 1999;
- Iniciar procesos colectivos de clase y hacer uso de aquellas otras acciones y medidas a su alcance para hacer cumplir el Decreto-Ley 1 de 1999 y sus reglamentos;

- Imponer las sanciones que establezca el Decreto-Ley 1 de 1999;
- Emitir opiniones que expresen la posición administrativa de la Comisión en cuanto a la aplicación del Decreto-Ley 1 de 1999 y sus reglamentos;
- Adoptar, reformar y revocar acuerdos;
- Recomendar al Órgano Ejecutivo la aprobación de los decretos ejecutivos que estime necesarios para la reglamentación del Decreto-Ley 1 de 1999;
- Aprobar su presupuesto;
- Dictar su reglamento interno y establecer su estructura administrativa;
- Las demás atribuciones no mencionadas que el Decreto-Ley 1 de 1999 y otros ordenamientos le atribuyan.

D. VALORES REGULADOS POR LA COMISION NACIONAL DE VALORES

A continuación presentaremos los valores regulados por la Comisión Nacional de Valores, que son los siguientes:

- Bonos:

Son promesas de pagos o instrumentos de un préstamo otorgado por el acreedor a una empresa u a otro deudor por un importe determinado pagadero en una fecha futura a mediano o a largo plazo y, normalmente con pagos de intereses periódicos.

- Acciones:

Son valores que representan una de las fracciones en que se divide la propiedad de una empresa. Estas pueden ser: acciones al portador o acciones nominativas; acciones con valor nominal y acciones sin valor nominal y, también acciones comunes o acciones preferidas. Sin embargo, dado que en Panamá se utiliza un sistema de sociedades anónimas bastante flexible, las empresas que soliciten autorización ante la Comisión son, por lo general, sociedades anónimas cuyas acciones son al portador, variando el valor de las mismas. Pero para el análisis de una solicitud ante la Comisión, si es necesario que se le detalle, si las acciones son comunes o preferidas. Las acciones comunes son aquellas que representan partes iguales del capital social de la sociedad y tienen derecho al voto y a percibir dividendos, sin embargo, son los últimos en ser pagados en caso de liquidación. En cambio, las acciones preferidas conceden al titular ciertos privilegios especiales con relación a los demás accionistas, poseedores de acciones comunes, que son, por lo general, relativas a la preferencia de los pagos, ya sea de dividendos o sobre la cuota de liquidación.

Valores Comerciales Negociables:

Son títulos de corto plazo que representan deuda tales como pagarés, letras, bonos, aceptaciones y otros que tengan un término fijo de vencimiento hasta de 360 días. Son instrumentos de captación de recursos de las empresas para capital de trabajo, cuyo fin económico es servir de medio de canalización del crédito a corto plazo, utilizando un sector distinto del bancario. Este tipo de documentos pertenece a las llamadas transacciones comerciales “no usuales” y fue creado en nuestro país, mediante el Decreto No. 3 de 16 de enero de 1986, por el cual se desarrolla una disposición del Decreto del Gabinete No. 247 del 16 de julio de 1970. Se considera transacciones comerciales no usuales aquellas realizadas por personas jurídicas domiciliadas en el territorio de la República, para las captaciones de dinero, mediante la emisión de papeles comerciales o documentos negociables para ser ofrecidos, a través de bancos de licencia general establecidos en Panamá a no menos de diez instituciones que operan en el mercado financiero internacional. Ha sido tal la importancia de este papel comercial negociable a corto plazo, que años después de su creación, la Comisión Nacional de Valores adoptó la Resolución No. 638 del 30 de junio de 1992, reglamentado su uso, en virtud de que este tipo de documento negociable enriquece el mercado de valores panameño, así como lo hace en otros países con mayor experiencia bursátil que la nuestra tales como México, Brasil, Chile y Colombia. En países como México, este documento a corto plazo tiene un período de vencimiento de noventa días, mientras que el período de vencimiento en Panamá es de

trescientos sesenta días, pero el papel de corto plazo estatal o municipal fluctúa entre seis a doce meses.

Certificados de Inversión:

Son aquellos emitidos por las sociedades administradoras de inversión y constituyen valores representativos de la cuota parte de los valores del fondo mutuo o del fondo de pensión del cual ostenta la propiedad su titular. Estos valores forman parte del ámbito de regulación y estudio de la Comisión Nacional de Valores.

E. FISCALIZACIÓN ESTATAL DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ

El control y la vigilancia estatal de la actividad privada tiene como propósito mantener el orden jurídico, pero ya no del individuo como tal, sino de la colectividad entera y, es a nivel administrativo donde se da la mayor parte de estas funciones fiscalizadoras del Estado.

Es función vital de todo Estado, la tutela de sus conciudadanos para el desarrollo de sus actividades, dentro del marco del bien público, dando la seguridad necesaria a quienes desean invertir sus ahorros o parte de su pecunio en actividades lucrativas.

Este enunciado encuentra su fundamento en nuestra Constitución Nacional en su título X denominado LA ECONOMÍA NACIONAL, específicamente en su artículo 277 que establece “ad literam”:

“El ejercicio de las actividades económicas corresponde primordialmente a los particulares; pero el Estado las orientará, dirigirá, reglamentará, reemplazará, o creará, según las necesidades sociales y dentro de las normas del presente Título, con el fin de acrecentar la riqueza nacional y de asegurar sus beneficios para el mayor número posible de los habitantes del país.

El Estado planificará el desarrollo económico y social, mediante organismos o departamentos especializados cuya organización y funcionamiento determinará la Ley. ”

De acuerdo con la obligación establecida en la anterior norma constitucional, el Estado debe procurar la protección efectiva y la seguridad de las bases de la economía nacional, manejando de cerca el control de ciertas actividades que por su importancia y su potencial económico, lo ameritan.

Así tenemos que el Estado como Ente Rector, siendo el principal responsable de la economía nacional de nuestro país, ejerce dicha función a través de entidades administrativas creadas con el fin de regular, vigilar e intervenir en interés de la mayoría, de ser necesario a las empresas que desarrollen determinado comercio.

En nuestro país, el organismo gubernamental encomendado para cumplir con los propósitos de fiscalizar e inspeccionar la actividad bursátil es la Comisión Nacional de Valores.

Es la entidad encargada de regular el mercado de valores conforme a la ley de la materia y de vigilar el fiel cumplimiento de la misma y sus correspondientes acuerdos y resoluciones.

A continuación repasaremos los sistemas de fiscalización estatales en los mercados de valores, tenemos que son tres sistemas los que se encuentran reconocidos por una gran mayoría de la doctrina del derecho bursátil:

Sistema de Libertad Absoluta o Autorregulación:

Comenzamos señalando que la mejor manera de referirnos a este sistema, es ilustrarlo a través del sistema utilizado por los ingleses, en el cual el mercado de valores se desarrolla sin la intervención del Estado y el Consejo de la Bolsa de Valores de Londres y la Junta de Traspasos y Fusiones, entes de carácter privado, los que ejercen la dirección de dicho mercado.

El Consejo de Bolsa tiene la función de fiscalizar el cumplimiento del reglamento de la Bolsa, autoriza la inscripción de los títulos y está facultada hasta para suspender transacciones de determinados valores en Bolsa.

Igualmente es este mismo organismo, el que se encarga de la supervisión de sus miembros, los que obligatoriamente son corredores de bolsa y, puede así mismo expulsarlos, suspenderlos o amonestarlos.

Por su parte, la Junta de Traspasos y Fusiones tiene como objetivo verificar y tutelar la información sobre las ofertas de control.

Sistema Oficial o Servicio Público:

Bajo esta forma de sistema observamos que las bolsas de valores son de carácter oficial, no se desenvuelven en el campo del derecho privado y, sus intermediarios no son considerados particulares, sino funcionarios públicos. Este tipo de sistema es utilizado más que nada en el continente europeo.

Sistema de Vigilancia Gubernamental:

Es aquel en el que el Estado ejerce una supervisión en el mercado de valores, cuyas instituciones son de carácter privado, pero que está sujeto a leyes protectoras del interés público mediante una amplia publicidad de los datos económicos y financieros de las empresas, asegurando la veracidad y eficacia de la información suministrada.

Aparece este sistema, con la fundación de la Securities and Exchange Commission (SEC) en los Estados Unidos de América, la que prácticamente conformó el modelo para las legislaciones latinoamericanas como medio efectivo para la supervisión efectiva del mercado por medio de comisiones de valores.

Este sistema es propio de países tales como: Argentina, Brasil, Colombia, Estados Unidos, México, Panamá, Perú y Venezuela.

CAPITULO III
LA COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS EN EL
MERCADO BURSATIL PANAMEÑO

A. DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS

Como habíamos mencionado en el capítulo primero del presente trabajo, los bonos corporativos constituyen un medio de obtener dinero para las necesidades financieras de las entidades emisoras. Es una de las alternativas con que cuentan las sociedades para adquirir recursos en lugar de recurrir al aumento de capital y a la subsiguiente suscripción de acciones o del préstamo individual y en especial el bancario.

La emisión de bonos constituye un préstamo colectivo que obtiene la sociedad de una cantidad determinada de personas interesadas. Dicha sociedad ofrece los bonos a los particulares quienes, atraídos por una serie de incentivos, invierten sus dineros en ellos en lugar de desviarlos a otros campos. Esos incentivos pueden ser un alto interés o la posibilidad de convertir los bonos en acciones de la misma sociedad o incluso alguna prima.

Señalamos como lo explicaremos más adelante, que las emisiones de bonos generalmente están respaldadas de dos maneras: por el crédito general de la empresa emisora de los bonos y/o por un fondo de amortización, a través de un fideicomiso, al cual se hacen aportes mensuales de capital, los cuales a su vez estarán respaldado por prenda mercantil sobre las acciones del ente emisor.

En general, la sociedad que pretenda hacer una emisión de bonos debe cumplir ciertas exigencias, como por ejemplo haber cumplido las obligaciones de emisiones anteriores que debió haber colocado de acuerdo a las autorizaciones otorgadas.

Es interesante resaltar, que en la práctica, la decisión de emitir bonos la debe tomar la asamblea general de accionistas o la junta de socios de la sociedad emisora. Ella fija las bases mínimas como son el monto, el rendimiento máximo, el plazo máximo para el reembolso, si los bonos son convertibles en acciones, si los bonos han de ir acompañados de cupones de suscripción de acciones, la destinación del empréstito y las garantías que han de otorgarse.

Con tales bases se procede a confeccionar el prospecto, lo cual puede hacerlo el mismo organismo o delegarlo en la junta directiva, esto último es lo más común en el ejercicio real.

Las empresas pueden realizar emisiones de bonos, que culminarán en una relación contractual a mediano o largo plazo entre la empresa emisora y los tenedores de bonos.

En el contrato de bonos se pueden analizar una gran número de factores relevantes para las partes contractuales tales como:

- La forma de obligación;
- Una completa descripción de la propiedad cedida en garantía, si la hubiese;
- Un monto autorizado de la emisión de bonos y;
- Cláusulas protectoras detalladas o convenios que generalmente incluyen límites de endeudamiento, restricciones sobre dividendos, creación de un fondo de amortización y disposiciones para privilegios de pago.

El contrato de compraventa de bonos corporativos es un acuerdo de partes mediante el cual se establecen las condiciones y términos bajo los cuales se han de adquirir los bonos.

Generalmente, esta forma de contrato mantiene requisitos, restricciones, establece los derechos y obligaciones, las cuales abordaremos más adelante en el presente capítulo, de la corporación emisora, las posibles medidas que puede tomar el inversionista en caso de violación de sus derechos, garantías o colateral pignorado, interés y fecha de vencimiento.

1. Cláusulas Generales

Las estipulaciones genéricas, son provisiones contenidas en los contratos de compraventa de bonos en las que se especifican ciertos criterios de registro, pago de impuestos y mantenimiento general de las operaciones de la empresa emisora. Entre las provisiones generales más comunes se encuentran: la empresa emisora debe mantener registros contables de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados; debe presentar los Estados Financieros auditados; debe pagar los intereses y el monto de la deuda al vencimiento; y debe continuar realizando, eficientemente, sus actividades para que la compañía sea considerada como una empresa en operación.

Al respecto nos señala Elisa Moncarz, autora experta en negocios bursátiles lo siguiente:

“Las cláusulas generales del contrato especifican la cuantía de la emisión de bonos, la tasa de interés, la fecha de vencimiento, y las fechas en que se efectuarán los pagos de capital e intereses. Las cláusulas generales también designan un fideicomisario y señalan los deberes y responsabilidades de éste.” (Moncarz, 1990)

Aquí se puede ver que al definir las cláusulas generales Moncarz indica que en ésta se presentan todas las condiciones que implica el contrato de compraventa de bonos, es decir, que se especifican el monto, el interés, el período y forma de pago, y la duración del contrato; así como el nombramiento del fideicomisario y su función dentro de dicho convenio.

2. El Título del Bono

El contrato de compraventa de bonos corporativos debe establecer primeramente, el monto total de la emisión, si constará de una o varias series y que cantidad del monto total de la emisión será designada para cada serie.

El emisor tiene la potestad de establecer las particularidades propias de la emisión, tales como si los bonos serán registrados, nominativos o al portador; si éstos tendrán cupones, la tasa de interés de los títulos, su proceso de venta y las denominaciones.

La tasa de interés que establece el emisor dependerá de varios factores tales como la condición financiera de la empresa, las tasas de interés predominantes en el mercado y el respaldo o garantía de la emisión. El emisor establece en el contrato de compraventa de bonos corporativos la forma de pago de los intereses, así, pueden ser pagados mensual, trimestral, semestral o al vencimiento de los valores.

El pago de capital generalmente se efectúa al vencimiento del bono, sin embargo el emisor puede hacer amortizaciones a capital preestablecidas, dándole la ventaja al

tenedor de recibir aportaciones a capital antes de la madurez del bono, lo que trae como consecuencia que la vida promedio del valor se reduzca.

Es importante dejar claro que tanto el pago de capital, como el pago de intereses será cancelado por el denominado agente de pago, registro y transferencia de la sociedad emisora. El agente de pago, registro y transferencia es aquella entidad, la cual normalmente es un banco, que tiene como funciones principales las de emitir los bonos, calcular la tasa de interés de los bonos para cada período de interés, calcular los intereses de cada bono y efectuar los pagos de intereses para cada período de interés, mantener el Registro de Tenedores y ejecutar los traspasos pertinentes, y actuar como agente de pago, en la redención o en el pago de los bonos a su vencimiento.

Cada bono será firmado, fechado y autenticado por el agente de pago, como diligencia de autenticación, en la fecha en que el emisor reciba el valor por dicho bono.

El agente de pago mantendrá en sus oficinas principales un registro en el cual se anotará en la fecha de expedición de cada bono, el nombre y la dirección de las personas a favor de quienes dicho bono sea inicialmente expedido, así como, el de cada uno de los subsiguientes endosatarios del mismo.

El agente de pago, se obliga con los tenedores de los bonos, al pago del capital y los intereses de dichos bonos con el producto de los fondos que en tal sentido le provea el emisor.

El precio de colocación de los bonos puede ser al 100% (cien por ciento), a descuento o con prima, dependiendo de las condiciones del mercado prevalcientes en el momento de la venta.

3. Cláusula de Fideicomiso

Las obligaciones con garantía hipotecaria o de valores toma normalmente la forma de un acuerdo de fideicomiso, en el que se incluye una descripción detallada sobre el bien puesto en garantía. Dentro del contrato de fideicomiso existen tres partes involucradas, a saber:

El fideicomitente es quien constituye el fideicomiso, cedidos al fiduciario, para respaldar la emisión de los bonos.

Por su parte, tenemos también a la figura del fiduciario que es la persona natural o jurídica, quien administra los bienes en garantía. Puede ser un banco comercial o hipotecario y debe cumplir con tres responsabilidades principales:

- **Certificar la emisión, cerciorándose de que se han cumplido todos los requisitos legales para la redacción del contrato de bonos;**
- **Asegurarse que el emisor cumpla con todas las condiciones señaladas en el contrato. Por lo tanto, el fiduciario debe tener acceso a los libros y registros de la corporación y toda aquella información que considere pertinente;**
- **Llevar a cabo las acciones apropiadas en beneficio de los tenedores, si la empresa no realiza el pago de los intereses o del principal. Por ejemplo en el caso de que la empresa emisora se declare en bancarrota antes de redimir el**

valor de los bonos, podrá presentar demandas en contra de la compañía emisora por la cantidad total del principal e interés no pagados.

El contrato de bono especifica los derechos y deberes del fiduciario, así como las condiciones para el retiro o despido del mismo en caso de incumplimiento de su responsabilidades.

Por último tenemos la figura del fideicomisario, que son los beneficiarios del fideicomiso, es decir los tenedores de bonos.

4. Cláusula de Reembolso y Redención anticipada

La información correspondiente a las condiciones del reembolso de la deuda igualmente deben estar contempladas en el contrato de compraventa de bonos corporativos. La cláusula de reembolso da a la empresa emisora el derecho de reembolsar y redimir un bono.

Si esta cláusula de reembolso está incluida en el contrato, se afirma que en el caso de que el bono sea reembolsado, la compañía pagará a los tenedores el valor a la par del bono o con prima.

El privilegio de reembolso es valioso para la empresa, pero potencialmente dañino para el inversionista. La empresa está en la capacidad de buscar otras fuentes de financiamiento menos costosas, si se presenta una caída de las tasas del interés en el mercado. Sin embargo, para los tenedores de bonos puede representar una pérdida de intereses.

En caso de una redención anticipada, la empresa emisora convocará a los tenedores registrados de los bonos con un margen considerable de tiempo con el objeto de que participen en una licitación de redención. En esta convocatoria, el emisor presenta su precio de compra, el cual puede o no ser aceptado por los tenedores. En caso de no ser aceptado, se efectúa un sorteo en el que participan la totalidad de los tenedores y donde serán pagados los bonos que hayan sido premiados.

5. Cláusula de Fondo de Amortización

Otra condición restrictiva, que normalmente se encuentra en un contrato de compraventa de bonos corporativos es la cláusula de fondo de amortización. Este requisito es abordado por el autor ampliamente versado en el tema como lo es Fred Weston que señala que se trata de "una reserva que facilita el retiro oportuno de una emisión de bonos" (Weston, 1994). El catedrático con esto nos quiere indicar, que la empresa debe mantener una provisión para que, llegado el momento, pueda ir cancelando la deuda.

Por otro lado, el no menos reconocido profesor James Van Horne, hace alusión al tema y aporta interesantes conocimientos al decir que:

"Gran parte de los bonos de las empresas tienen una cláusula para un fondo de amortización que requiere que la empresa haga pagos periódicos de fondos de amortización a un fideicomiso, con el fin de retirar un valor nominal especificado de bonos cada período". (Van Horne, 1994)

En esta definición el autor introduce la figura del fiduciario, el cual se encargará de administrar los pagos al fondo de amortización que realice la empresa emisora, para ir disminuyendo, de esta forma, la deuda antes de su vencimiento

En resumen, se puede decir que la cláusula de fondo de amortización es una provisión que debe mantener la empresa emisora con la finalidad de ir reduciendo la deuda contraída con los tenedores de bonos antes de que llegue su fecha de vencimiento, la empresa realizará los pagos al fondo periódicamente y serán administrados por un fiduciario.

Por otra parte, este requisito varía significativamente y puede requerir que sólo algunos o todos los bonos sean retirados antes del vencimiento, estos retiros pueden empezar después de varios años de la emisión de los bonos y no de inmediato.

La empresa emisora, a través de un fiduciario de los bonos, puede manejar el fondo de amortización de dos formas: Primero puede reembolsar cierto porcentaje de los bonos a un precio establecido cada año, esto se hará mediante sorteo con los números de la serie de los bonos; y Segundo, puede comprar los bonos en el mercado.

La empresa escogerá aquella alternativa que logre disminuir la cantidad de bonos en circulación que se necesite, que procure el menor costo posible. De esta forma, si las tasas de interés han aumentado, haciendo que disminuya el precio de los bonos, comprará bonos en el mercado a una tasa de descuento, pero, si por el contrario, la tasa de interés descende, los bonos serán reembolsados.

6. Cláusulas Restrictivas

Una cláusula restrictiva es una cláusula del contrato de compraventa de bonos corporativos que requiere que el emisor satisfaga ciertas condiciones pre-fijadas.

Estos requerimientos pueden ser, por ejemplo que las deudas no excedan de un porcentaje específico del capital total, que la razón circulante se mantenga por encima de un nivel específico, o que no se paguen dividendos sobre acciones comunes a menos que las utilidades se mantengan a un nivel dado.

Estas cláusulas son elaboradas con el objetivo de asegurar, hasta donde sea posible, que la empresa emisora no haga nada en detrimento de la calidad de sus bonos después de que hayan sido emitidos.

El fiduciario se encargará de que los convenios no sean violados y de tomar las medidas apropiadas si esto ocurre.

Para una comprensión precisa del tema, es esencial distinguir entre la emisión de los bonos corporativos por parte de la sociedad y la suscripción por parte del público, del cual se captan los recursos del préstamo.

El proceso de comercio de valores, tiene su comienzo al nacer jurídicamente un valor. Es entonces cuando surgen los derechos y obligaciones relativos a dicho valor. Los valores inician su vida jurídica al ser emitidos por personas; la emisión corresponde a una oferta.

La emisión es definida por el Jurista Manuel Ossorio, en su diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales, como:

“Emitir, exhalar o expedir algo, poner en circulación billetes, valores o efectos públicos. Lanzar al mercado una serie de acciones o de obligaciones mercantiles o industriales, por lo general de libre adquisición y negociación bursátil”.
(Ossorio,1992)

En el libro **“An Introduction to Global Financial Markets”** que traducido al español sería **“Una introducción a los mercados globales financieros”** del conspicuo autor **Stephen Valdez**, de manera escueta pero con certeza nos señala lo que el considera como emisión al expresar en su interesante glosario:

“ ISSUING Offering a security to the market in the first instance”. (Valdez,1997)

En pocas palabras, lo que nos quiere decir el autor es que la emisión es el ofrecimiento de un valor en el mercado primario.

La emisión es un acto efectuado por una persona, que consiste en una oferta de venta de valores, con el fin de que sea conocida públicamente y de tal modo sea aceptada y se configure un contrato, o se de una negociación, respecto a los valores motivo de la emisión.

El acto de la emisión de valores y el de la primera negociación de dichos valores o suscripción de los mismos, son considerados la negociación primaria de valores, o mercado primario de valores.

La misma es regulada por las leyes de mercado de valores, pues es una negociación, de carácter público de valores.

Una vez el valor emitido, suscrito y adquirido, las negociaciones posteriores del mismo, que implican ofertas de venta o de compra, aceptaciones y en fin comercialización variada de dichos valores, son consideradas como negociaciones secundarias o mercado secundarios de valores.

Existe una gran gama de operaciones con valores, tales como la compraventa, el arrendamiento, las opciones y derivados de los valores, y tantas otras como la capacidad inventiva del hombre para el comercio haya creado.

Las leyes de mercado de valores se limitan a establecer la negociación primaria como la secundaria de valores, dentro de ámbito de aplicación de la legislación relativa a las actividades del mercado de valores.

En relación a la suscripción de valores observamos que la manera de colocar los bonos corporativos por la compañía emisora normalmente sucede a través del llamado, mediante una oferta pública de valores o bonos corporativos con suscripción paulatina de los mismos, o mediante el recurso de obtener que un determinado grupo económico los tome simultáneamente y con la eventual finalidad de especulación. Es decir, en este caso, el mencionado ente financiero se llevará todos los valores para negociarlos en el mercado secundario, del cual hablaremos a continuación en el siguiente punto.

Para la doctrina colombiana específicamente, el autor Luis Javier Lopera Salazar, en su obra "Títulos Valores, Teoría General y Especial", opina al respecto de la suscripción de bonos corporativos que:

"La suscripción de bonos tipifica un contrato de adhesión en el que el tomador acepta todas las condiciones y circunstancias que califican la emisión" (Lopera Salazar, 1981)

En este mismo orden de ideas, consideramos adecuado sostener que compartimos la postura de Lopera Salazar, debido a que estamos de acuerdo en que el contrato de suscripción es un contrato de adhesión, en razón de que el suscriptor o futuro tenedor no puede objetar las condiciones de la emisión sino que las acepta o no según le convenga a sus intereses financieros.

Lo cierto es que independientemente de que el contrato de suscripción sea considerado un contrato de adhesión, el valor de cada bono corporativo deberá ser pagado íntegramente en el momento de la suscripción.

B. MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO

Como habíamos mencionado en el capítulo primero del presente trabajo, los bonos corporativos constituyen un medio de obtener dinero para las necesidades financieras de las entidades emisoras. Es una de las alternativas con que cuentan las sociedades para adquirir recursos en lugar de recurrir al aumento de capital y a la subsiguiente suscripción de acciones o del préstamo individual y en especial el bancario.

En este sentido, es importante efectuar una breve pero precisa definición de lo que se entiende por mercado primario y mercado secundario.

Volviendo a citar al catedrático Stephen Valdez en su libro "An Introduction to Global Financial Markets", nos deja ver nuevamente en forma simple y clara el significado del término mercado primario.

“ PRIMARY MARKET Markets where securities are sold when first issued.” (Valdez, 1997)

Es decir, son aquellos mercados en los cuales son colocados o vendidos los valores en su primera emisión.

De la misma forma, el profesor Valdez define el mercado secundario como “the buying and selling of a security after its primary issue” (Valdez, 1997)

Así tenemos que el mercado secundario es aquel en donde se realiza la compraventa de valores posteriormente a su emisión.

Debemos señalar, que el profesor titular de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid Don Alberto Javier Tapia Hermida, en su ponencia presentada en el seminario sobre el nuevo Derecho Español y Europeo del Mercado de Valores recopilada en el texto El Nuevo Mercado de Valores aclara la definición del mercado primario de valores al decir que “se trata de un mercado << deslocalizado>>, porque en él no se produce la concentración de órdenes de compra y de venta, sino la afluencia de órdenes de suscripción (o, en algunos casos, de compra) por parte de los inversores hacia el emisor o los intermediarios financieros autorizados a actuar, por cuenta de dicho emisor, como entidades directoras, colocadoras o aseguradoras de la emisión.” (Tapia Hermida, 2001).

Sigue señalando que los mercados secundarios de valores son aquellos en los que se lleva a cabo la adquisición derivativa de los valores a través de mecanismos de concentración de órdenes de compra y venta.

Encontramos que en el folleto intitulado "Mercado de Valores de Panamá" elaborado y publicado por la Bolsa de Valores de Panama, S.A., establece que "mercado primario es el conjunto de operaciones de colocación de nuevas emisiones de títulos a mediano o largo plazo y/o acciones de empresas a los inversionistas y mercado secundario es el conjunto de transacciones cuyo principal objetivo es la transferencia de la propiedad de los títulos valores, previamente colocados a través del Mercado Primario." (Bolsa de Valores de Panamá, 1996)

Después de las opiniones antes vertidas podemos concluir señalando que, para nosotros mercado primario es aquel en el cual se efectúan las transacciones bursátiles desde el preciso instante en que se originan lo mismos.

Por mercado secundario entendemos aquel en el cual, se realiza la colocación de los valores que ya han sido obtenidos en el mercado primario por sus respectivos tenedores para su esperada especulación.

C. DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES (BONOS CORPORATIVOS)

Cuando se trata de la intervención del Estado en la economía nacional, aquella puede cumplirse mediante actos administrativos, un sector de la doctrina considera que, la principal fuente del Derecho bursátil, como expresión del Derecho económico, es el acto administrativo y no la ley; por ello aquellos actos administrativos necesarios para la negociación de los valores otorgados por la Comisión Nacional de Valores son de suma importancia y se entiende que la intervención de la Comisión tiene como fin preservar los

intereses de la colectividad, analizando la viabilidad de la oferta frente al público, son razones más que suficientes para comprender que este tipo de propuestas deben formar parte de las operaciones de la Comisión y muchas de éstas operaciones consisten en las autorizaciones que esta institución expide tal como es el caso particular que analizaremos a continuación:

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, por medio del cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá, dedica su Título VI, a las denominadas ofertas públicas de valores por ser precisamente éstas mismas las que conforman en sí el mercado público de valores en cualquier país del mundo y esto no deja de ser diferente en Panamá. El mencionado Decreto en su artículo 82 establece:

“Deberán registrarse en la Comisión las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una persona afiliada a éste o un oferente en la República de Panamá, a menos que estén exentas de dicho registro con arreglo a lo establecido en este Decreto-Ley y sus reglamentos ”

La oferta oferta pública de valores era denominada en el Decreto de Gabinete 247 de 1970, venta al público de acciones o valores. En este sentido, el literal b del artículo 2 de dicho decreto antes mencionado señala:

“Artículo 2:

La Comisión Nacional de Valores tendrá las siguientes atribuciones:

- a. Verificar la veracidad de la información que deberán suministrar las sociedades.....

- b. Autorizar, negar o suspender la venta al público de acciones o valores de acuerdo con lo que establece el presente Decreto de Gabinete”. Lo subrayado es nuestro.

El problema se proyectaba más allá de lo conceptual, a pesar de buscar el mismo fin dentro del mercado de valores. Así tenemos que el término ventas limitaba el negocio de valores, puesto que no es aquella la única transacción en que puede negociarse los valores; en este concepto no se contempla la emisión y suscripción que están siendo excluidas y, por lo tanto, se está restringiendo el ejercicio del mercado secundario.

Es por esta razón, que en el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, se denominó a este tipo de transacciones como oferta pública para que no quedara ningún aspecto al descubierto en cuanto a la dinámica común bursátil.

Consideramos oportuno comentar que en la legislación costarricense la oferta pública de valores está regulada en su ley del mercado de valores en su artículo 2, Título I denominado Regulación y supervisión de los mercados de valores que reza:

“Artículo 2: Oferta pública de valores

Para los efectos de esta ley, se entenderá por oferta pública de valores todo ofrecimiento, expreso e implícito, que se proponga emitir, colocar, negociar o comerciar valores y se transmita por cualquier medio al público o a grupos determinados. Asimismo, se entenderá por valores los títulos valores y cualquier otro derecho de contenido económico o patrimonial, incorporado o no en un documento, que por su configuración

jurídica propia y régimen de transmisión puedan ser objeto de negociación en un mercado financiero o bursátil.”

La legislación argentina a través de su ley 17.811 de 1968, dirigida a regular la “Oferta pública de títulos valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercados de Valores” nos dice en su artículo 16:

“Artículo 16:

... invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.

Observamos que en el ordenamiento civil español, en el artículo 1262 se contempla la oferta pública de adquisición la cual se entiende como una oferta de contrato, tal como existe igualmente en otras legislaciones.

Antes de proseguir, debemos definir que oferta es toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contra el pago de una contraprestación. Dicha

expresión no incluye negociaciones preliminares entre un emisor o una afiliada de éste, con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública.

Al respecto el Profesor Giorgana Frutos argumenta:

“La bursatilidad es la aptitud de que un valor sea comprado y vendido en Bolsa, o en el mercado de éstos, de ser ofrecido o demandado; también que en un sistema social, éste se conforma por la comunicación que se da entre sus miembros y que a su vez dicho sistema determina la forma de comunicación” (Giorgana Frutos, 1984)

En los últimos años, el fenómeno de las ofertas públicas de adquisición en el seno de las bolsas ha experimentado un gran desarrollo. Por un lado, debido a que los procesos de fusión o concentración de corporaciones han ido “in crescendo”

Por otro lado, las empresas adquirentes se han servido cada vez más de la bolsa y sus medios de información y comunicación para realizar sus ofertas al público en general.

Ciertamente, la Comisión Nacional de Valores tiene el deber de velar por los inversionistas al considerar una solicitud de oferta pública, no obstante, es importante tener claro que por el sólo hecho que la Comisión apruebe la solicitud y autorice la oferta pública no debe entenderse como recomendación para la inversión en dicha oferta.

Esto se desprende de lo expresado en el artículo 75 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

“La Comisión no será responsable por la veracidad de la información o de las declaraciones contenidas en las solicitudes de registro o en los informes, y podrá exigir que los prospectos y

demás materiales de oferta pública contengan una declaración en tal sentido.”

En la práctica hemos observado, que los prospectos informativos confeccionados por las empresas emisoras de bonos corporativos establecen que la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores en favor de una emisión determinada, no implica que dicho ente recomiende la inversión en tales valores, ni representa opinión favorable o desfavorable sobre la proyección o resultado del negocio.

Debemos apuntar que igualmente, la Bolsa de Valores al conceder su consentimiento para que se efectúe una emisión de valores, exige que se aclare en la portada del prospecto informativo correspondiente, que dicha aprobación no debe entenderse como una sugerencia para invertir en dichos valores.

La ley del mercado de valores de la República de Costa Rica, hace también su salvedad respectivamente en su artículo 13 que apunta:

“Artículo 13 Requisitos de la oferta pública

La oferta pública de valores, así como la de servicios de intermediación o la de servicios que presten otros sujetos participantes en los mercados de valores, no podrá ser falsa ni introducir a error en cuanto a las características de la emisión, su emisor o las actividades de quien ofrece los servicios

La autorización para realizar oferta pública no implica calificación sobre la bondad de la emisión ni la solvencia del emisor o intermediario, lo cual deberá figurar en los documentos objeto de oferta pública y en la publicidad de

acuerdo con las normas de la Superintendencia.” Lo anterior subrayado es nuestro.

1. Ofertas exentas de registro ante la Comisión Nacional de Valores

Están excluidas de registro ante la Comisión Nacional de Valores las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores, como lo establece el artículo 83 del Decreto Ley No. 1 de 1999:

a. La oferta y venta de:

- Los valores emitidos o garantizados por el Estado;
- Los valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado;
- Cualesquiera otros valores que la Comisión exceptúe del requisito de registro.

b. Las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada éste, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, a no más de veinticinco personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, dentro de un período de un año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que

oferentes hagan entre sí. La Comisión dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas como la oferta de un mismo valor. La Comisión dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos mediante una colocación privada.

- c. La oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales que, debido a su experiencia en los mercados de valores, según lo determine la Comisión, tengan los conocimientos y la capacidad financiera para evaluar y asumir los riesgos de invertir valores sin necesitar la protección de la Comisión. Esta dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos por inversionistas institucionales. Mientras la Comisión no dicte normas que regulen la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales, no se podrán hacer ofertas públicas de valores no registrados, a base de esta excepción.
- d. La oferta, la venta, la distribución, el traspaso y el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor por razón de:

- Una oferta de acciones para aumentar el capital del emisor, la cual se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor;

- La declaración de dividendos en acciones u otros valores del emisor;

- La reorganización, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho emisor o;

- El ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados para el emisor.

e. La oferta y la venta de valores que haga un emisor exclusivamente a sus empleados, sus directores o sus dignatarios, o a los empleados, a los directores o a los dignatarios de empresas afiliadas, dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista.

f. Cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Comisión mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en la ley de valores, dentro de los parámetros que ésta dicte para la protección del público inversionista.

Por otro lado, en la legislación norteamericana mediante sentencia de la Corte, en el caso *Securities and Exchange Commission -vs- Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 de 1953, se estableció que la oferta se consideraría privada o no, dependiendo del número de personas a quien se les ofrece ó la limitación de la oferta a determinados grupos de personas. Luego de esto, el Securities Exchange Commission, amplió el

enunciado de la Corte Suprema de Justicia norteamericana, indicando que también era necesario considerar la identidad de quienes se les proponga la oferta y su relación con el emisor.

Se infiere de manera simple, que nuestra legislación de valores en relación a la exención del registro de ofertas de valores, ha tenido influencia del ordenamiento anglonorteamericano antes mencionado, básicamente en cuanto a los conceptos de cantidad, identidad y relación de las personas que puedan adquirir la oferta y el emisor.

Ahora bien, examinando el párrafo segundo del artículo 82 del Decreto Ley No. 1 de 1999, en cuanto al ámbito de aplicación del mismo:

“Artículo 82. Oferta pública

Deberán registrarse en la Comisión las ofertas o ventas públicas de valores.....”

Una oferta o venta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República independientemente de que hubiese sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Comisión determine lo contrario.

La oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá. La Comisión podrá mediante acuerdo determinar cuando una oferta hecha en internet deberá se entendida como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá.”

Nuestra legislación permite que sociedades o cualesquiera otros entes jurídicos extranjeros ofrezcan sus acciones o cualesquiera otros valores en la República de Panamá. Pero esto no es óbice, para que la Comisión Nacional de Valores protega y brinde seguridad jurídica y financiera a los inversionistas domiciliados en el territorio nacional, estableciendo que toda oferta a ellos presentada, se considerará efectuada en la República de Panamá.

La ventaja que representa este presupuesto legal, es que en el caso de que surga algún inconveniente en relación a la oferta de valores, los inversionistas domiciliados en nuestro país, siendo nacionales o extranjeros, que hubieran sido afectados de alguna manera por ésta última, podrán presentar efectivamente sus reclamos ante la Comisión Nacional de Valores.

Por lo anteriormente expuesto la Comisión Nacional de Valores, expidió el Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000, el cual establece en su artículo 13, los documentos y requisitos para solicitar autorización de oferta pública de valores son:

1. Poder y Solicitud del abogado que gestionará la autorización ante la Comisión;
2. Fotocopia de la cédula de identidad o pasaporte del representante legal, directores y dignatarios de la solicitante;
3. Certificado de existencia y representación de la sociedad, en el que conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, vigencia, suscriptores, Directores,

Dignatarios, Representante Legal, capital social, poderes inscritos y agente residente de la solicitante, expedido por el Registro Público dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud. En el caso de sociedades extranjeras, deberá aportarse certificado del Registro Público del país o del ente que ejerza funciones similares, expedido dentro de los 60 días anteriores a la presentación de la solicitud, en el que se haga constar la misma información requerida para solicitantes incorporados bajo leyes panameñas. Será aceptable para estos propósitos la presentación de documentos adicionales en que conste la información solicitada, según la jurisdicción de origen de la solicitante;

4. Copia de la Escritura Pública contentiva del Pacto Social de la solicitante, sus enmiendas y constancia de la inscripción de dichos documentos
5. Copia del Prospecto informativo preliminar;
6. Resolución de la Junta Directiva o del órgano competente de gobierno de la sociedad que autorice la oferta pública de los valores, el número de ellos, su precio, incluyendo toda posible deducción, nombre de las personas facultadas para refrendarlos, y los detalles de la oferta;

7. Modelo de los valores que se proponen vender, cuando aplique;
8. Estados Financieros auditados correspondientes al último ejercicio fiscal, emitidos por Contador Público Autorizado independiente;
9. Estados financieros interinos correspondientes al trimestre inmediatamente anterior al de la fecha de presentación de la solicitud cuando aplique (reformado por el artículo 3 del Acuerdo No. 15 de 28 de febrero de 2000);
- 9-A Presentación comparativa de los Estados Financieros anuales correspondientes a los tres últimos ejercicios fiscales, basados en los informes de los auditores independientes (reformado por el artículo 3 del Acuerdo No. 15 de 28 de febrero de 2000);
10. Una declaración jurada rendida por el Representante Legal de la solicitante, sobre el cumplimiento de lo dispuesto con relación a la Independencia del Contador Público Autorizado -según lo dispuesto en el Acuerdo relativo a la Forma y Contenido de los Estados Financieros- y del Asesor Legal,
11. Los proyectos de Contratos que sean parte integrante de la solicitud de registro, cuyas versiones finales deberán ser

presentadas, en copia autenticada por Notario, antes de la notificación de la respectiva Resolución;

12. Opinión de un asesor legal sobre la solicitud de registro de los valores;

13. Comprobante de pago de la Tarifa de Registro que corresponda, y

14. La documentación que considere necesaria la Comisión Nacional de Valores, para la información y protección de los inversionistas.

Cuando los estados financieros auditados correspondientes al último ejercicio fiscal, emitidos por Contador Público Autorizado, independiente del emisor extranjero, no hayan sido preparados, de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad o con los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Financieros de América, aplicados en forma consistente, los emisores extranjeros cuyos valores estén registrados en la Comisión Nacional de Valores, podrán preparar sus estados financieros de conformidad con normas y principios de contabilidad generalmente aceptados en una jurisdicción extranjera, aún cuando éstos sean distintos a los mencionados, siempre y cuando cumplan con los siguientes requisitos:

La opinión de los auditores o una nota en los estados financieros, deberá indicar en forma clara y precisa cuales son las normas y los principios de contabilidad usados para preparar los estados financieros;

En caso de haber diferencias significativas, entre las normas y los principios de contabilidad usados en la preparación de los estados financieros y los antes mencionados, los estados financieros deberán estar acompañados de un anexo comparativo (que formará parte integral de los estados financieros) de dichas diferencias con uno de los cuerpos de normas y principios de contabilidad arriba señalados. Una vez seleccionado por el emisor el cuerpo de normas y principios de contabilidad, que será usado como la base de dicha comparación, el mismo deberá ser usado en forma consistente en estados financieros subsecuentes.

En cuanto a los emisores extranjeros o foráneos de valores, podemos referirnos al artículo 76 del Decreto Ley No. 1 de 1999, que establece:

“Artículo 76: Emisores Extranjeros

Podrán registrarse en la Comisión valores de emisores constituidos de conformidad con las leyes de la República de Panamá o de un país extranjero. El registro de un valor de un emisor extranjero en la Comisión y su oferta pública en la República de Panamá no implicarán por sí solo que dicho emisor esté llevando a cabo negocios en la República de Panamá. Los emisores extranjeros deberán nombrar un apoderado en la República de Panamá con facultades suficientes para representarlos ante la Comisión y para recibir notificaciones administrativas y judiciales.

La Comisión podrá reconocer la validez de registros de valores hechos en las jurisdicciones reconocidas y podrá permitir la oferta pública de dichos valores o su listado en bolsas de valores establecidas en la República de Panamá. La Comisión regulará mediante acuerdos el procedimiento de reconocimiento de dichos registros extranjeros, y

determinará la información y los documentos que en estos casos deban ser presentados a la Comisión y enviados a los inversionistas.”

Los emisores extranjeros y sus valores pueden ser registrados legalmente ante la Comisión Nacional de Valores de nuestro país, pero aún así tienen la obligación de designar un representante en Panamá, con el objeto de que tenga el poder suficiente para actuar en nombre y representación de ellos ante la Comisión Nacional de Valores.

Antes de proseguir, es importante señalar que se entiende como emisor extranjero y para tal fin, nos guiaremos por la definición otorgada por la Comisión Nacional de Valores en su Acuerdo No.2 de 28 de febrero de 2000 en su artículo 4:

“Artículo Cuarto: Definiciones

Para los propósitos de este Acuerdo se entenderá por:

(A) emisor extranjero aquel emisor constituido u organizado en una jurisdicción extranjera o cuyos libros contables son llevados fuera de la República de Panamá.”

En otras palabras, lo que se colige del contenido de la definición de emisor extranjero, es que para considerarse tal, se debe cumplir con una de las dos condiciones: no es necesario que se de la observancia de las dos al mismo tiempo, con sólo una de ellas es suficiente

Igualmente, es preciso mencionar nuevamente el Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000, pero en esta ocasión en su artículo 9, literal I, referente al formulario RV-1 los documentos y requisitos para solicitar autorización de oferta pública de valores son:

- En el caso de que la solicitante sea una persona constituida de conformidad con las leyes de un país extranjero, deberá designar a un apoderado con oficinas establecidas en Panamá, con facultades suficientes para representarlo ante la Comisión y para recibir notificaciones administrativas y judiciales. Podrán actuar como apoderados las Casas de valores, puestos de bolsa, bancos con licencia general e internacional, compañías de seguro y reaseguros, asesores de inversión, administradoras de sociedades de inversión, abogados y firmas de abogados, contadores y firmas de contadores, empresas con licencia fiduciaria o cualquier otra persona que designe la solicitante;

- La solicitud de registro de valores para oferta pública hecha por emisores extranjeros que se encuentren registrados en una jurisdicción reconocida por la Comisión Nacional de Valores, podrá consistir de las copias debidamente traducidas al español, por intérprete público autorizado en la República de Panamá, de la solicitud de registro y documentos presentados en la jurisdicción de que se trate, incluida la autorización concedida por la Autoridad Reguladora de dicha jurisdicción reconocida;

- Adicionalmente, la solicitante deberá hacer una declaración relativa a la forma en que pueden verse afectados los derechos de los inversionistas a interponer acciones de responsabilidad civil, por el hecho de que el emisor, algunos de sus Directores, Dignatarios, Ejecutivos,

Administradores, el suscriptor o cualquier otra persona mencionada en la solicitud, esté domiciliada en un país extranjero, o que todos o una parte substancial de sus activos y los de estas personas, estén localizados fuera de la República de Panamá;

- En el caso de que se constituya garantía real, deberá aportarse la opinión legal emitida por un abogado idóneo de la jurisdicción donde se ha constituido o constituirá la garantía. Dicha opinión deberá incluir un resumen del procedimiento para ejecutar la garantía con especial referencia al orden de prelación del crédito;
- Deberá describirse las restricciones al pago de dividendos aplicables a tenedores o accionistas no residentes o extranjeros, si fuere el caso;
- Indique las normas relativas a tratados en materia impositiva entre la jurisdicción de la cual proviene la solicitante y la República de Panamá o una declaración de que no existen tales tratados;
- Cuando lo estime necesario, la Comisión podrá ordenar la práctica de diligencias de investigación en el domicilio de la solicitante, cuyos costos correrán por cuenta de esta última, de conformidad con lo que sobre el particular establecen las disposiciones legales vigentes en materia de misiones oficiales en el exterior.

2. Prospecto Informativo

El artículo 86 y subsiguientes del Decreto Ley No. 1 de 1999, así como el artículo 1 y concordantes del Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000, se refieren al prospecto informativo.

Toda persona natural o jurídica que vaya a ofrecer valores, que por disposición legal deban estar inscritos o registrados ante la Comisión Nacional de Valores, ya sea en concepto de compra, venta, enajenación, canje o cualquier transacción bursátil, deberá efectuarlo a través de un prospecto informativo autorizado por el ente fiscalizador.

El artículo 87 del Decreto Ley No.1 de 1999, establece:

“Artículo 87: Uso del Prospecto en ofertas públicas de valores

Ningún emisor o afiliada de éste u oferente podrá ofrecer valores que deban ser registrados conforme a este Título si dicha oferta no se hace mediante un prospecto autorizado por la Comisión o mediante un prospecto preliminar presentado a la Comisión.

La Comisión establecerá mediante acuerdo, las normas aplicables al uso y a la distribución que deba darse al prospecto en relación con ofertas públicas de conformidad con lo establecido en este Decreto-Ley. La Comisión podrá establecer excepciones en cuanto al uso del prospecto

cuando dicho uso no sea necesario para la protección del público inversionista.”

Actualmente, para que los emisores puedan incluir toda la información que el inversionista requiere para formarse un concepto real sobre aquellos y sus valores, existe un formulario proporcionado por la Comisión Nacional de Valores, con el objeto de uniformar la información necesaria que debe estar contenida en el prospecto informativo.

En la ley reguladora del mercado de valores de Costa Rica, el prospecto informativo tiene un valor fundamental para que se pueda efectuar la oferta pública de adquisición de valores, esto se desprende del literal d) del artículo 11 de la legislación bursátil costarricense:

“Artículo 11. Requisitos de la autorización

La autorización citada en el artículo anterior estará sujeta a los siguientes requisitos mínimos:

- a) Presentación de la solicitud con las formalidades y el contenido determinados reglamentariamente.....
- b) Presentación de los documentos.....
- c) Existencia y registro de una auditoría externa de la empresa emisora, en los términos.....
- d) Presentación y registro previo de un prospecto informativo, que deberá contener toda la información

relevante sobre el emisor y la emisión proyectada, los términos que establezca reglamentariamente la Superintendencia. El contenido del prospecto será vinculante para la empresa emisora.

En el ordenamiento jurídico español mencionamos, la Orden de 12 de julio de 1993 sobre el folleto informativo que tiene como finalidad proveer al público inversionista una mayor información, para que de esta manera los inversionistas puedan tomar una decisión lo mas acertada posible para sus intereses.

Sin embargo, la ley no puede tener como objetivo que la Comisión actúe como un organismo protector del inversor, a fin de que invierta en transacciones bursátiles que en todo caso sean rentables, pero lo que si debe asegurar dicha Comisión es que se brinde toda la información necesaria para que, ya sea el inversor a través de sus propios conocimientos del mercado o mediante el asesoramiento de expertos pueda decidir lo mejor para la inversión de su capital.

De acuerdo al Diccionario Ilustrado de la Lengua Española, la voz prospecto significa "Exposición o anuncio breve que se hace al público sobre una obra, escrito, espectáculo, mercancía, etc."

Según el tratadista Colombiano Peña Nossa, no es más que "El documento que contiene todas las informaciones para hacer claridad acerca de la emisión que se va a efectuar". (Peña Nossa, 1992)

Para nosotros, el Prospecto informativo es aquel documento elaborado por los emisores de una oferta pública de valores, dirigido al público en general y en especial a los posibles futuros inversionistas, el cual debe contener toda la información

necesaria en forma clara tal como: factores de riesgo, descripción de la oferta, información de la compañía, análisis de los resultados financieros, datos generales de los dignatarios, directores, ejecutivos, administradores, asesores y empleados, accionistas, tratamiento fiscal, entre otros.

El que se utilizará para la venta de valores al público inversionista deberá ser simple, lacónico e inteligible, sujeto a las normas de publicidad y propaganda que establezca la Comisión Nacional de Valores.

El prospecto informativo en primer término, debe destacar prioritariamente y en forma visible la autorización de oferta por parte de la Comisión, con la salvedad que está no recomienda la inversión o emite opinión favorable o desfavorable sobre las perspectivas del negocio. Además, normalmente incluye, un índice de la información presentada, el nombre y dirección de la sociedad emisora y la fecha de constitución e inscripción en el Registro Público, tipos de valores que serán ofrecidos dando el número de ellos y su valor nominal en relación con el capital pagado; un cuadro demostrativo del precio de oferta, comisiones a pagar a los intermediarios o distribuidores y los Estados financieros auditados de la sociedad emisora.

El prospecto deberá contener toda la información general y especial señalada anteriormente, ahora bien, la Comisión a petición de la sociedad, podrá permitir la omisión de cierta información en el prospecto o se podrá permitir la substitución de información, cuando la Comisión Nacional de Valores considere que es para protección del inversionista.

Esto lo podemos encontrar claramente establecido en el artículo 12 del Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000.

“Artículo 12. Reserva. La solicitante podrá formular por escrito y conjuntamente con el formulario de solicitud de registro, petición a la Comisión Nacional de Valores para mantener en reserva información o documentos presentados a la Comisión o para omitir en el Prospecto información que por su naturaleza, deba estar contenida en el mismo. La solicitante deberá justificar la petición de reserva y explicar las razones por las cuales dicha información no es esencial para proteger los intereses del público inversionista. En tales casos, no se dará inicio al trámite correspondiente hasta tanto se resuelva la solicitud de reserva y la disponibilidad de la información al público quedará sujeta a lo que sobre el particular decida la Comisión.”

Apreciamos, que a pesar de la reserva de información que pudiera solicitar un emisor, en el proyecto informativo, dicho documento debe contemplar fundamentalmente los siguientes datos de la emisión de valores: factores de riesgo, descripción de la oferta, información de la compañía, análisis de los resultados financieros, datos generales de los dignatarios, directores, ejecutivos, administradores y accionistas

D. NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS

La naturaleza no es otra cosa sino que la esencia y propiedad característica de cada entidad o individuo. Siendo así, tenemos que la naturaleza jurídica trata, por lo tanto, de establecer dentro de un marco, una serie usos y costumbres de los cuales aparezca por sus propiedades y características, un derecho que ha de ser considerado como natural de un pueblo.

La naturaleza jurídica de las obligaciones, puede definirse desde el punto de vista del contrato de la emisión o desde el título o documento negociable que se crea. Observamos que la emisión tiene un carácter de voluntad, que al ser representado por un contrato tiene calificación contractual.

1. Según el Contrato de Emisión de Bonos

Existen cuatro grandes teorías aceptadas por la doctrina sobre la naturaleza jurídica del contrato, a saber:

a) Teoría del Contrato de Compraventa

Dicha teoría sostiene, que el empréstito obligacionista es una venta de crédito que realiza la sociedad emisora, en virtud de la cual promete un pago futuro determinado de valor inferior, igual o superior del indicado por el valor nominal del instrumento.

b) Teoría del Contrato Aleatorio

La teoría del contrato aleatorio sostiene, que el obligacionista que suscribe el contrato de emisión está expuesto a la eventualidad, de que en un momento dado no se le reembolse su capital invertido, ni se le abonen los intereses ganados, como tampoco se cumpla el término fijado para su reembolso.

c) Teoría del Crédito Colectivo

La teoría del crédito colectivo establece que las obligaciones son partes alicuotas de un crédito colectivo contra o a cargo de la sociedad emisora.

d) Teoría del Mutuo o Préstamo

Esta supone que el empréstito obligacionista es un mutuo o préstamo mercantil, pues se dan las dos características principales: la transmisión del dinero o símbolo que lo represente para su uso, y la condición de devolver otro tanto de la misma especie y calidad.

Nosotros estimamos en cuanto a éstas cuatro teorías, que todas tienen sus fundamentos unos más fuertes que otros, pero particularmente es nuestra forma de pensar, que la teoría que considera a la emisión de bonos corporativos como un contrato de compraventa es una de las más acertadas y precisas, debido al acto efectivo de

compraventa de crédito de parte de la empresa emisora hacia el comprador-tenedor de los bonos.

2. Según la obligación contraída por las partes

El contenido de la obligación es fundamentalmente la prestación o empréstito; ésta exige la presencia del deudor y del acreedor unidos por el nexo de la obligación. De esta relación jurídica, la característica principal es la responsabilidad del deudor a cumplir en tanto exista la obligación. Así el bono encierra una naturaleza mercantil y una responsabilidad civil, aunque ésta ha ido evolucionando en el tiempo. El derecho romano, primero, y otros más tarde imponían, en caso de fracaso financiero, una multa al deudor, pagando éste hasta con cárcel y privación de todo derecho civil. Con la creación de la sociedad anónima se trasladan las responsabilidades a la persona jurídica, limitando así la responsabilidad civil de las personas naturales involucradas.

E. CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS

Entre las características más relevantes que podemos encontrar, en el contrato de compraventa de bonos corporativos, tenemos a continuación las siguientes:

1. Oneroso

Se puede aducir que el contrato de compraventa de bonos corporativos es oneroso, porque en dicho contrato cada una de las partes contratantes tiene la obligación de dar una prestación en razón de la contraprestación recibida. Es decir, la sociedad emisora de los bonos, al recibir el monto equivalente al valor de los bonos tiene la obligación de entregar los bonos al comprador-tenedor.

Esto se desprende claramente, de los términos y condiciones contenidos en el prospecto informativo de la emisión de bonos corporativos de la empresa Concreto, S.A., el 15 de noviembre de 1998, cuando señala al hablar del precio de venta de los bonos corporativos, que “Cada Bono será expedido contra el recibo del precio de venta acordado para dicho Bono, más los intereses acumulados en Dólares, en la Fecha de Expedición.”

Así mismo tenemos que mencionar, como un principio general de derecho el contenido en el artículo 1215 del Código Civil panameño que establece.

“Artículo 1215:

Por el contrato de compra y venta uno de los contratante se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente”.

Recordemos, que el contrato de compraventa de bonos corporativos es un acuerdo de partes en donde la sociedad emisora ofrece sus valores a los particulares quienes podrán obtenerlos pagando su precio.

2. Constituye un Título TraslATIVO de Dominio

La aplicación de reglas sobre obligaciones recíprocas deriva un intercambio de prestaciones en virtud del cual se produce en forma directa la satisfacción de los intereses de las partes. Es decir, la sociedad emisora de los bonos corporativos tiene la obligación de entregar los mismos al comprador a cambio de un pago cierto que éste debe efectuar a favor de aquél.

Los bonos corporativos al ser adquiridos por el comprador, constituyen un título traslativo de dominio y esto se puede observar en la práctica dentro de los términos y condiciones contenidos en el prospecto informativo de la emisión de bonos corporativos por la empresa Concreto, S.A., el 15 de noviembre de 1998, señalando que "El agente de Pago, Registro y Transferencia pagará al Tenedor Registrado de cada Bono el valor nominal de dicho Bono, en concepto de pago de capital, en la Fecha de Vencimiento correspondiente a dicho Bono."

3. Sinagmático

Su bilateralidad se infiere de la necesidad de que surgan de él, recíprocas obligaciones que de ella hace la contraparte o de la entrega del objeto o suma de dinero. La obligación principal del vendedor de los bonos corporativos, es la de entregar el valor o bono al comprador, así como efectuar el pago de su valor nominal en su fecha de vencimiento y

pagar los intereses periódicamente respecto de su capital desde su fecha de expedición hasta que su capital sea pagado en su totalidad.

La obligación principal del comprador de los bonos corporativos, consiste simplemente en pagar la retribución convenida, por la adquisición de los valores por parte de la sociedad emisora.

4. Consensual

Hay que tener presente la regla general sobre el perfeccionamiento del contrato de compraventa de bonos corporativos.

Por regla general en el Derecho Mercantil, los acuerdos o contratos normados por ésta materia, son consensuales. En otras palabras, queremos decir que los mismos se perfeccionan por el acuerdo de las partes, según lo señala el artículo 195 del Código de Comercio:

“Artículo 195.

Los contratos de comercio no están sujetos para su validez a formas especiales. Cualesquiera 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.

Exceptuándose de esta disposición los contratos que, con arreglo a este Código o a las leyes especiales, deban

reducirse a escritura pública o requieran formas o solemnidades necesarias para su eficacia.”

Ciertamente, que la forma en que se celebra el contrato de compraventa de bonos corporativos, no aparece contemplada en nuestro ordenamiento jurídico. Más bien la práctica y el mercado bursátil han ido determinando cual es su forma, términos y condiciones.

Según se desprende de la inexistencia de normas que establezcan formalidades para el perfeccionamiento del contrato, el artículo 1220 del Código Civil panameño dice:

“Artículo 1220.

La venta se perfeccionará entre comprador y vendedor, y será obligatoria para ambos, si hubieran convenido en la cosa objeto del contrato, y en el precio, aunque ni la una ni el otro se hayan entregado; pero si el contrato se refiere a bienes inmuebles o derechos hereditarios, no se perfeccionará mientras no conste por escrito con las formalidades que éste Código establece.”

Después de ocurrido el perfeccionamiento del contrato de compraventa de bonos corporativos, cada bono será expedido contra el recibo del precio de venta acordado para dicho bono, más los intereses acumulados en dólares, en la fecha de expedición.

F. LAS PARTES CONTRATANTES Y LOS EFECTOS DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS

Seguidamente abordaremos en el presente literal, aspectos importantes sobre los sujetos contractuales que intervienen en el contrato de compraventa de bonos corporativos, así como también los derechos y obligaciones que tienen recíprocamente entre cada uno, sociedad emisora y comprador-tenedor.

1. El Vendedor o Emisor

Respecto a esta figura el **catedrático** colombiano, el profesor Ramiro Rengifo considera o entiende que en el contrato de compraventa de bonos corporativos, el vendedor o emisor no es más que.

“ la sociedad promitente que es una obligada cambiaria directa por asimilación de este título a un pagaré, del cual se diferencia únicamente en que él surge a consecuencia de un préstamo colectivo y, en cambio, el pagaré aparece como consecuencia de un préstamo individual. Por ello la sociedad es una verdadera promitente que es asimilable a un aceptante”.(Rengifo, 1993)

Esta es la sociedad emisora, quien representa la entidad deudora en el bono y que con su firma se obliga, en calidad de promitente y por lo tanto obligada cambiaria directa, a

pagar el importe del título cuando devenga vencido. Observamos que normalmente, el ente emisor debe aparecer en la parte superior del bono en letras sobresalientes.

Adicional a esto, la entidad emisora a través de dos altos dignatarios, los cuales podrán ser el Presidente, el Vice-Presidente, el Secretario o el Tesorero, refrendarán el bono para que sea una obligación válida y exigible del emisor. Las firmas de los dignatarios del emisor podrán ser originales o estar impresas.

a) Obligaciones del Vendedor o Emisor

El emisor entregará al comprador-tenedor el título o bono corporativo a cambio de un precio cierto.

Entre las obligaciones que tiene el emisor a favor del tenedor de bonos corporativos tenemos que el emisor tendrá que pagar, a través de su agente de pago, registro y transferencia, al tenedor registrado del bono, el importe de su valor nominal en su fecha de vencimiento. Este pago lo hará el emisor, mediante cheque de gerencia emitido a favor del tenedor registrado o mediante crédito a la cuenta que posea el tenedor registrado con el agente de pago, registro y transferencia, en cuyo caso el tenedor registrado debe entregar el bono endosado un día antes de la fecha de vencimiento.

La sociedad emisora deberá pagar al tenedor los intereses devengados mediante los bonos por trimestre vencido en cuatro (4) fechas durante el año, las cuales han sido previamente establecidas en el prospecto informativo.

A fin de garantizar y facilitar el pago total de los bonos a su vencimiento, tanto en concepto de capital como de intereses adeudados y no pagados, el emisor se obliga a

constituir un fondo de amortización a través de un fideicomiso de garantía por la suma establecida en el prospecto informativo, más intereses, costas y gastos.

Queda claro que el emisor ha de celebrar un contrato de fideicomiso de garantía, en el cual el banco escogido por aquel, actuará como agente fiduciario del fondo de amortización y de las garantías dadas a favor del fideicomiso. Queda entendido que ante un eventual incumplimiento de lo pactado por parte del emisor, el agente fiduciario está obligado a efectuar todos los actos inherentes a su cargo en salvaguarda de los intereses de los inversionistas.

Además de las obligaciones antes mencionadas la sociedad emisora deberá:

- Salvo que se trate de garantías permitidas, hipotecar, pignorar, dar en fideicomiso o de otra forma gravar cualquier de sus activos, ya sean presentes o futuros, para garantizar obligaciones del emisor o sus sociedades afiliadas;
- No distribuir dividendos en efectivo, salvo que éstos sean pagados de las utilidades corrientes del emisor;
- Suministrar al Fiduciario y a la Comisión Nacional de Valores, dentro de los noventa (90) días siguientes al cierre de cada año fiscal, los estados financieros consolidados del emisor correspondientes a dicho período, debidamente auditados por una firma de auditores independientes, aceptables por el Fiduciario y, en caso de que el Fiduciario así lo solicite;

- **Notificar al Fiduciario de inmediato y por escrito, cualquier evento o situación que pueda afectar el incumplimiento de sus obligaciones;**

- **Suministrar al Fiduciario cualquier otra información financiera que pueda requerir en cualquier momento;**

- **Pagar todos los impuestos, tasas y demás contribuciones similares del emisor, incluyendo contribuciones de seguridad social a la Caja del Seguro Social, en las fechas en que éstos deban ser pagados por el emisor, salvo que en la opinión razonable del mismo, dichos impuestos, tasas y contribuciones no debieron de haberse causado y que de haberse hecho un alcance contra el emisor por el pago de dichos impuestos, tasas o contribuciones, éste de buena fé recurra contra dicho alcance;**

- **Mantener vigente los permisos gubernamentales necesarios para llevar a cabo su negocio, tal y como este se describe en el prospecto informativo;**

- **No fusionarse o consolidarse con cualesquiera otras sociedades, salvo que se trate de fusiones, consolidaciones o reorganizaciones entre empresas subsidiarias o afiliadas del emisor o controlados por sus accionistas; y**

No emitir o vender nuevas acciones, salvo que se emitan o vendan a un precio igual o mayor al valor en libros por acción en la fecha de la emisión de dichas acciones.

b) Derechos del Vendedor o Emisor

En primer lugar, la sociedad emisora tiene el derecho a recibir el valor estipulado por cada bono, que será expedido contra el recibo emitido por el mismo emisor, en base al precio de venta acordado para dicho bono en la bolsa de valores.

El emisor se reserva el derecho de redimir al cien por ciento (100%) de su valor nominal, total o parcialmente, los bonos a partir de una fecha determinada en el prospecto informativo. Esto implica que frente a condiciones de baja en las tasas del mercado, el emisor podría refinanciarse redimiendo los bonos sin que los tenedores registrados reciban compensación adicional alguna por la oportunidad que pierden de seguir recibiendo una tasa de interés anual superior. En caso de que los bonos, por razones prevalecientes en el mercado, llegaran a negociarse arriba de su valor nominal los tenedores registrados podrían dejar de percibir una ganancia a capital, si en este momento el emisor decide ejercer la opción de redención.

La sociedad emisora tendrá el derecho de redimir anticipadamente los bonos corporativos de dos maneras: parcial o totalmente.

Si la redención es parcial, el emisor lo comunicará a sus tenedores, con un tiempo de antelación prudente que usualmente oscila, según resultados extraídos de la práctica, entre treinta (30) y noventa (90) días calendarios antes de una fecha de redención. El

emisor deberá publicar por dos (2) o tres (3) días consecutivos, un aviso en dos (2) diarios de circulación nacional, notificando a los tenedores registrados y al público en general, que ha elegido redimir anticipadamente ciertos bonos e invitando a éstos, a que propongan precios por los que están dispuestos a redimir sus bonos.

El emisor redimirá los bonos que se ofrezcan al menor precio, pero nunca a un precio superior, a su valor nominal, y hasta que se agoten los fondos disponibles para tal redención.

En caso de no presentarse suficientes ofertas de ventas, como para agotar el fondo de redención, los demás bonos serán seleccionados mediante sorteo llevado a cabo ante un Notario Público y un funcionario de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá, sin necesidad de un anuncio adicional.

Una vez efectuadas las mencionadas publicaciones, los bonos así redimidos dejarán de devengar intereses a partir de su fecha efectiva de redención, siempre y cuando el emisor deposite con el agente de pago, registro y transferencia, las sumas de dinero necesarias para cubrir la totalidad de los pagos atinentes a los bonos redimidos, e instruya el agente de pago, registro y transferencia, a pagar las correspondientes sumas de dinero contra la presentación y entrega de los bonos redimidos.

En el caso de que el emisor decida redimir la totalidad de los bonos, ésta se realizará sin necesidad de solicitar oferta a los tenedores registrados y se anunciará mediante tres (3) avisos publicados en dos (2) diarios de circulación nacional con treinta (30) días de anticipación a la fecha de redención.

2. El Comprador o Tenedor

De acuerdo al Diccionario de las Américas, la palabra tenedor tiene el siguiente significado: “Aquel que posee legítimamente una letra de cambio u otro valor endosable”.

La posición jurídica de un tenedor de bonos, es la propia de un acreedor de la sociedad, quien tiene en su documento un valor bursátil, título de inversión de renta fija, que le permite cobrar de la entidad deudora los intereses en los períodos determinados y le da derecho finalmente, a la restitución del importe del valor incorporado, al momento en que el crédito sea redimido conforme a las normas de la emisión, y que puede ser superior al valor de compra.

La sociedad, sin el consentimiento del grupo de tenedores de bonos, no puede variar ninguna modalidad del acto jurídico que rige los derechos de los acreedores. Estos en caso de no ser pagados, tienen las acciones legales que le competen a un acreedor, entre ellas, la de instar la quiebra de la sociedad.

Es decir, los bonos representan la participación individual de cada tenedor en el crédito colectivo.

El jurista Luis Javier Lopera Salazar opina al respecto que:

“el tenedor de un bono participa pues, fraccionariamente, en el crédito colectivo concedido a la sociedad. Esta es la naturaleza predominante del acto jurídico que liga a la sociedad y a los tenedores: préstamo aportado parcialmente por cada uno de ellos.

Hay gran número de mutantes y el empréstito opera en base a la

suscripción de títulos de contenido crediticio, emitidos en masa y de carácter causal.”(Lopera Salazar, 1981)

El carácter de crédito colectivo, está dado por el acto mismo que implica el contrato de emisión y su protocolización, en razón del cual la sociedad hace posible la suscripción de partes alicuotas del crédito por diferentes personas, las cuales actúan mediante un representante y quienes, en órgano colegiado, deciden sobre sus intereses comunes. La asamblea de tenedores de bonos surge como órgano necesario, por fuerza de las complejas relaciones de la sociedad con los obligacionistas. El número de éstos, las garantías colectivas, la protección común hacen conveniente la mencionada institución, la cual es ventajosa tanto bajo el aspecto económico como por la eficaz expresión de una voluntad común, apoyada en los principios de la presencia y de las mayorías que mira a la protección colectiva y obliga a ausentes y disidentes.

a) Obligaciones del Comprador o Tenedor

El comprador debe pagar el valor nominal acordado que tenga el bono, a la sociedad emisora.

El tenedor tiene la obligación de notificar al agente de pago, por escrito, cuanto antes la forma de pago escogida, su dirección postal y el número de cuenta bancaria a la que se harán los pagos, así como, la de cualquier cambio de estas instrucciones. El agente de pago no tendrá obligación, ni de recibir, ni de actuar en base a notificaciones dadas por el tenedor con menos de diez (10) días hábiles antes de cualquier día de pago de interés, fecha de vencimiento o fecha de redención. En ausencia de notificación al respecto el

agente de pago escogerá la forma de pago. En caso de pérdida, hurto, destrucción o falta de entrega del cheque, la cancelación y reposición del cheque se regirá por lo establecido en el Código de Comercio y en la ley No. 32 de 1927 y las prácticas del agente de pago y cualesquiera costos y cargos relacionados con dicha reposición correrán por cuenta del tenedor.

En el caso de que el tenedor registrado escoja la forma de pago mediante crédito a su cuenta con el agente de pago, el pago de intereses será acreditado por el agente de pago a la cuenta que conste en el registro cada día de pago de interés, sin costo al tenedor.

b) Derechos del Comprador o Tenedor

El tenedor-comprador tiene como derecho principal, el de recibir como contraprestación de parte de la sociedad emisora, el bono que debe ser expedido a su nombre.

El tenedor recibirá el importe del valor nominal del bono, en concepto de pago de capital en su fecha de vencimiento, a través del agente de pago, registro y transferencia del emisor.

Así mismo, el tenedor de un bono tendrá derecho de devengar intereses pagaderos respecto del mismo desde su fecha de expedición hasta su respectiva fecha de vencimiento, a la tasa de interés correspondiente según lo establecido en el prospecto informativo.

Los tenedores tienen el derecho de solicitar al agente de pago, registro y transferencia, el canje de un bono por otros bonos de la misma serie pero de menor

denominación, o de varios bonos por otro bono de la misma serie pero de mayor denominación. Dicha solicitud será hecha por el tenedor por escrito, en formularios que para tal efecto preparará el agente de pago, los cuales deberán ser completados y firmados por el tenedor. La solicitud deberá estar acompañada por el o los bonos que se descan canjear.

Cuando un bono sea mutilado, destruido, perdido o hurtado, el tenedor del mismo podrá solicitar por escrito su reposición. El emisor, a través de su agente de pago, registro y transferencia, podrá reemplazarlo por un nuevo bono en intercambio y sustitución del título mutilado, destruido, perdido o hurtado. En cada caso el tenedor solicitante de un nuevo bono deberá proveer al emisor o al agente de pago, registro y transferencia, aquella garantía, información, prueba u otro requisito que éste exija como condición para la emisión del nuevo bono. En todo caso, el tenedor de un bono afectado podrá solicitar su reposición judicial de conformidad con los mecanismos establecidos por la ley.

G. DURACIÓN Y VENCIMIENTO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE BONOS CORPORATIVOS

Ahora analizaremos lo referente a la duración y vencimiento del contrato de compraventa de bonos corporativos

En primer lugar, en cuanto a la duración del contrato de compraventa de bonos corporativos debemos señalar, que en dicho contrato se establece con claridad, cual es el límite máximo de amortización que normalmente es de cinco (5) a diez (10) años.

Tenemos que el contrato de compraventa de bonos corporativos tiene un vencimiento o madurez a corto plazo, generalmente éstos se emiten con vencimientos a mediano y largo plazo, ya que los recursos obtenidos se utilizan para inversiones y no para cubrir pasivos a corto plazo.

La fecha de duración del contrato de compraventa de bonos comienza desde la fecha efectiva de emisión hasta la fecha de vencimiento.

Por otro lado, en este punto nos referiremos al vencimiento del contrato de compraventa de los bonos corporativos. Señalamos que el contrato en mención se considerará de plazo vencido, en su totalidad, con anterioridad al vencimiento ordinario de los bonos, si ocurriese cualquiera de los siguientes supuestos:

- Si el emisor incumple su obligación de pagar intereses vencidos y exigibles a cualquiera de los tenedores registrados de los bonos, en cualquiera de las fechas de pago de intereses y dicho incumplimiento persiste por más de treinta (30) días hábiles;
- Si se inician uno o varios juicios en contra del emisor o se secuestran o embargan sus bienes y tales procesos o medidas no son afianzadas dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la fecha en que se haya interpuesto la acción correspondiente;
- Si se inicia proceso de quiebra, reorganización, acuerdo de acreedores, insolvencia o liquidación en contra del emisor. Las sumas a capital e intereses

adeudadas por el emisor, según los términos o condiciones de los bonos, que no sean debidamente cobradas por el tenedor registrado o aquellas sumas que sean retenidas por el emisor cuando medie orden judicial o de autoridad competente, no devengarán intereses con posterioridad a sus fechas de vencimientos;

- Si el emisor incumple su obligación de aportar y pagar cualesquiera dos (2) o más de los aportes mensuales al fondo de amortización.

Adicionalmente, la institución financiera o el banco, en su calidad de fiduciario del fondo de amortización, podrá declarar la emisión de plazo vencida, con anterioridad al vencimiento ordinario de los bonos, por cualquiera de las siguientes causas:

- Si el emisor o cualesquiera de sus afiliadas incumple las obligaciones y/o restricciones, contempladas en el contrato de compraventa de bonos corporativos;
- Por incumplimiento de cualquiera de las otras obligaciones contraídas por el emisor o cualquiera de sus afiliadas en relación con la presente emisión de bonos o el fondo de amortización o cualesquiera otras obligaciones financieras del emisor o de cualquiera de sus afiliadas por un monto en exceso de una cantidad determinada, y si dicho incumplimiento no es remediado dentro de los diez (10) días hábiles siguientes a la fecha en que dicho incumplimiento haya ocurrido;

- Si se inicia uno o varios juicios en contra del emisor o cualquiera de sus afiliadas, o secuestran o embargan sus bienes en exceso de una cantidad determinada, y tales procesos o medidas no son afianzadas una vez transcurridos quince (15) días de haberse interpuesto la acción correspondiente;
- Si se instaura un proceso de quiebra, reorganización, acuerdo de acreedores, insolvencia o liquidación en contra del emisor o cualquiera de sus afiliadas o cualquiera de los fiadores solidarios;
- En el caso que los aportes al fondo de amortización estén garantizados por la fianza solidaria de otra sociedad y sus subsidiarias, si el nivel de endeudamiento de dicha sociedad y de sus subsidiarias, tomado del balance consolidado al final de cada año fiscal, excede de dos (2) veces durante la vigencia de los bonos, sin la previa autorización escrita de los tenedores que representen no menos del cincuenta por ciento (50%) del valor nominal de los bonos en ese momento emitidos y en circulación.

En en el evento de que una o más causales de vencimiento anticipado ocurriesen y no hubiesen sido subsanadas, el fiduciario, en nombre y representación de los tenedores registrados de los bonos, quienes por este medio irrevocablemente consienten a dicha representación, expedirá una declaración de vencimiento anticipado, la cual será comunicada al emisor y a los tenedores de los bonos, y en cuya fecha de expedición y sin que ninguna persona deba cumplir con ningún otro acto, notificación o requisito, todos

los bonos de la emisión se constituirán automáticamente en obligaciones de plazo vencido.

Así mismo, el fiduciario solicitará al emisor, que haga un aporte extraordinario de dinero en efectivo al Fondo de Amortización, por el monto que sea necesario para cubrir el capital de los bonos expedidos y en circulación, los intereses devengados por los mismos, ya sean moratorios u ordinarios, y todos y cualesquiera gastos, comisiones u otras sumas adeudadas por el emisor al fiduciario y/o a los tenedores registrados de los bonos.

Por último, el vencimiento ordinario del contrato de compraventa de bonos corporativos, ocurre una vez ha transcurrido el término o plazo previamente establecido en dicho contrato para que se pague el monto nominal del bono, es decir para que se haga líquida la obligación contenida en el valor emitido por la empresa emisora.

CONCLUSIONES

1. Es importante reconocer, ante todo que el tema de los bonos corporativos es una materia que desde el punto de vista jurídico- bursátil no ha sido objeto de mayores estudios y análisis por parte de la doctrina del derecho patrio. Esto sabemos muy bien que ha sido así, por dos fuertes razones: en primer lugar, la aceptación inicial progresiva de esta figura en el medio financiero y segundo, el reciente desarrollo de la misma en nuestro ordenamiento jurídico.
2. Podemos definir con claridad el significado de la voz bono corporativo como una promesa incondicional, obligatoria y por escrito, la cual ha sido emitida por una empresa o corporación como parte de una serie de documentos de similares especificaciones que representan una parte alícuota de dicha obligación, con el objeto de que se pague al tenedor, cierta suma de dinero en una fecha
3. A nuestro juicio la naturaleza jurídica de la figura de los bonos corporativos, corresponde a un medio de obtener dinero para las necesidades financieras de las entidades emisoras. Es una de las alternativas con que cuentan las sociedades, para poder captar recursos en lugar de recurrir al capital y a la subsiguiente suscripción de acciones o del préstamo individual y en especial al bancario
4. La clasificación de los bonos de acuerdo a las clasificadoras de riesgo "per se", encierran apreciaciones cualitativas y de tipo conceptual que no pueden ser

traducidas de manera simple matemáticamente, ni expresadas en términos invariable. Tenemos que las categorías utilizadas internacionalmente, se expresan mediante letras y manifiestan una evaluación de tipo descendente que inicia en lo más alto con la triple AAA y termina con la E.

El Estado ejerce una supervisión en el mercado de valores, a través de la Comisión Nacional de Valores, que fuera creada a través del Decreto de Gabinete 247 del 16 de julio de 1970, reformado recientemente por el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, el cual introduce algunos aspectos relevantes tales como: la autonomía de la Comisión, la disminución de sus miembros de cinco (5) a tres (3) comisionados, la regulación de todo lo referente a la oferta pública de valores, las llamadas ofertas públicas de compra de acciones, la reglamentación de la emisión de valores (acciones, bonos y otros) desmaterializados representados por medio de anotaciones en cuenta y el establecimiento del carácter público de la información, así como de los documentos que se presenten ante la Comisión Nacional de Valores, entre otros.

El contrato de compraventa de bonos corporativos debe establecer primeramente el monto total de la emisión, si constara de una o varias series y que cantidad del monto total de la emisión será designada para cada serie. El emisor tiene la potestad de establecer las particularidades propias de la emisión, tales como si los bonos serán registrados, nominativos o al portador; si éstos tendrán cupones, la tasa de interés de los títulos, su proceso de venta y las denominaciones.

7. El agente de pago, registro y transferencia es aquella entidad, la cual normalmente es un banco, que tiene como funciones principales la de emitir los bonos, calcular la tasa de interés de los bonos para cada período de interés, calcular los intereses de cada bono y efectuar los pagos de intereses para cada período de interés, mantener el Registro de Tenedores y ejecutar los traspasos pertinentes, y actuar como agente de pago, en la redención o en el pago de los bonos a su vencimiento.
8. La información correspondiente a las condiciones del reembolso de la deuda, igualmente deben estar contempladas en el contrato de compraventa de bonos corporativos. La cláusula de reembolso da a la empresa emisora, el derecho de reembolsar y redimir un bono. Si esta cláusula de reembolso está incluida en el contrato, se afirma que en el caso de que el bono sea reembolsado, la compañía pagará a los tenedores el valor a la par del bono o con prima.
9. La cláusula de fondo de amortización es una provisión que debe mantener la empresa emisora, con la finalidad de ir reduciendo la deuda contraída con los tenedores de bonos, antes de que llegue su fecha de vencimiento, la empresa realizará los pagos al fondo periódicamente y serán administrados por un fideicomisario.
10. Se entiende por oferta pública de valores toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contra el pago de una contraprestación. Dicha expresión no incluye negociaciones preliminares

entre un emisor o una afiliada de éste con oferentes, ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública.

11. Observamos que el artículo 86 y subsiguientes del Decreto Ley No. 1 de 1999, así como el artículo 1 y concordantes del Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000, regulan la figura del Prospecto informativo que es aquel documento elaborado por los emisores de una oferta pública de valores dirigido al público en general y en especial a los posibles futuros inversionistas, el cual debe contener toda la información necesaria en forma clara tal como: factores de riesgo, descripción de la oferta, información de la compañía, análisis de los resultados financieros, datos generales de los dignatarios, directores, ejecutivos, administradores, asesores y empleados, accionistas, tratamiento fiscal, entre otros.
12. El vendedor o emisor es la sociedad emisora quien representa la entidad deudora en el bono y que con su firma se obliga, en calidad de promitente y por lo tanto obligada cambiaria directa, a pagar el importe del título cuando devenga vencido. El emisor entregará al comprador-tenedor el título o bono corporativo a cambio de un precio cierto. Entre las obligaciones que tiene el emisor a favor del tenedor de bonos corporativos tenemos: que el emisor tendrá que pagar, a través de su agente de pago, registro y transferencia, al tenedor registrado del bono, el importe de su valor nominal en su fecha de vencimiento y así mismo la sociedad emisora deberá pagar al tenedor los intereses devengados mediante los bonos por trimestre vencido en cuatro (4) fechas

durante el año, las cuales han sido previamente establecidas en el prospecto informativo.

13. La posición jurídica de un tenedor de bonos es la propia de un acreedor de la sociedad, quien tiene en su documento un valor bursátil, título de inversión de renta fija, que le permite cobrar de la entidad deudora los intereses en los períodos determinados y le da derecho finalmente, a la restitución del importe del valor incorporado, al momento en que el crédito sea redimido conforme a las normas de la emisión, y que puede ser superior al valor de compra.
14. En cuanto a la duración del contrato de compraventa de bonos corporativos, debemos señalar que en dicho contrato se establece con claridad, cual es el límite máximo de amortización que normalmente es de cinco (5) a diez (10) años.
15. En el caso de que ocurriese cualquiera de las siguientes situaciones, el contrato de compraventa de bonos corporativos se considerará de plazo vencido si el emisor incumple su obligación de pagar intereses vencidos y exigibles a cualquiera de los tenedores registrados de los bonos, en cualquiera de las fechas de pago de intereses y dicho incumplimiento persiste por más de treinta (30) días hábiles; en el evento de que se inicien uno o varios juicios en contra del emisor o se secuestran o embargan sus bienes y tales procesos o medidas no son afianzadas dentro de los quince (15) días hábiles siguientes a la fecha en que se haya interpuesto la acción correspondiente; en el caso de que se instaure un proceso de quiebra, reorganización, acuerdo de acreedores, insolvencia o liquidación en contra del emisor, y si el emisor incumple su obligación de

aportar y pagar cualesquiera dos (2) o más de los aportes mensuales al fondo de amortización.

RECOMENDACIONES

1. Creemos conveniente que en la carrera de Licenciatura de Derecho y Ciencias Políticas, específicamente en materias como Derecho Financiero, se analice y se profundice sobre los asuntos de la bolsa de valores y ahora aún más con la aprobación del Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999.
2. Consideramos que así como la Comisión Nacional de Valores, tiene su medio de comunicación y divulgación, mediante su boletín semanal informativo, otras entidades privadas deben seguir éste mismo ejemplo, para mantener informados y actualizados a todo el mercado.
3. Sería positivo que un mayor número de compañías, optaran por la emisión de bonos como mecanismo alternativo de financiamiento a largo plazo, debido al ahorro que produce al pagar una menor tasa de interés a los inversionistas en bonos. Estas compañías deben analizar los beneficios que le proporciona la emisión de bonos, en comparación al crédito bancario, para lo cual deben estar debidamente informados de todo aquello que involucra el mercado de bonos en nuestro medio bursátil.
4. Se recomienda a las empresas que emitan bonos corporativos, crear un fondo de amortización bajo el amparo de un contrato de fideicomiso para así brindarle mayor seguridad a los tenedores de bonos.

5. Sugerimos también que las fechas para realizar los abonos al fondo de amortización, coincidan con las de pago de intereses a los tenedores, de forma que para las empresas resulte más fácil el seguimiento de ambos.
6. Ciertamente el Estado siempre debe buscar la protección de los inversionistas de la bolsa de valores, pero debemos estar concientes que la esencia del medio bursátil es la especulación y el riesgo de ganancia o pérdida, en este sentido no podemos restringir la actividad del mercado financiero con excesivas normas que pretendan controlar un negocio tan susceptible como lo es el de bolsa.

BIBLIOGRAFÍA

BURTON, M. 1990. A random walk down wall street: including a life-cycle guide to personal investing, W.W. Norton & Company, New York, U.S.A..

FRANCO, H. y VITALE, J. 1995. Mercados Titulos Valores Calificación, Abeledo-Perrot, Buenos Aires.

GIORGANA FRUTOS, V.1984. Curso de Derecho Bancario y Financiero, Editorial Porrúa, S.A., México.

GITMAN, L. 1990. Administración Financiera Básica, Editorial Harla, S.A., México.

GITMAN, L. 1986 Fundamentos de Administración Financiera, Editorial Harla, S.A., México.

LOPERA SALAZAR, L. 1981. Titulos Valores, Teoría General y Especial, Segunda Edición, Medellín, Colombia

MONCARZ, E., MONCARZ, R. y NEVEU, R. 1990. Fundamentos de Finanzas, Scott, Foresman and Company, Illinois, USA.

ONTIVEROS, BERGES, MANZANO Y VALERO. 1991. Mercados Financieros Internacionales, Espasa-Calpe, Madrid.

PEÑA NOSSA, L. 1992. Curso de Titulos Valores, Editorial Temis, S.A., Colombia.

REHME, P. 1941 Historia Universal del Derecho Mercantil, Imprenta Galo Sácz, España

RENGIFO, R. 1993. Titulos Valores, Septima Edición, Editora Señal, Colombia.

ROSENBERG, J. 1990. Diccionario de Administración y finanzas, Editorial Universitaria, Barcelona.

SMITH, R. y WALTER, I. 1990. Global financial services: strategies for building competitive strengths in International Commercial and Investment Banking, Harper Business, U.S.A..

STENVTERRE, H. y NADSEN, J. 1994. Denmark-Recent developments in securities laws, Lex Mundi LTD, U.S.A..

TAPIA HERMIDA, A. 2001. Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil, Editorial Colex, Madrid

VALDÉZ, S. 1997. An Introduction to Global Financial Markets, Macmillan Press LTD, London.

VAN HORNE, J. 1994. Fundamentos de Administración Financiera, Prentice Hall Hispanoamericana.

VASQUEZ DEL MERCADO, O. 1992. Contratos Mercantiles, Editorial Porrúa, S.A., México.

WESTON, J. y BRIGHAM E. F. 1994. Fundamentos de Administración Financiera, Edición, Editorial MacGraw Hill, México.

WESTON, J. y BRIGHAM E. F. 1989. Fundamentos de Administración Financiera, 7ª Edición, Editorial MacGraw Hill, México.

CONSTITUCIONES

Constitución Política de la República de Panamá de 1972, reformada por los actos reformativos de 1978 y por el acto constitucional de 1983.

CÓDIGOS

Código Civil, Editorial Mizrachi & Pujol, S.A., .

Código de Comercio, Séptima Edición, Editorial Mizrachi & Pujol, S.A., .

LEYES Y DECRETOS

Ley No. 6 de 22 de enero de 2002, que dicta normas para la transparencia en la gestión pública, establece la acción de Habeas Data y dicta otras disposiciones por la cual se regula la Contratación Pública y se dictan otras disposiciones

Ley No. 29 de 3 de julio de 2001, que modifica y adiciona artículos a la Ley 8 de 1997, que crea el Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servicios Públicos, y dicta otras disposiciones

Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá

Ley No. 56 de 27 de diciembre de 1995, por la cual se regula la Contratación Pública y se dictan otras disposiciones

Decreto No.3 de 16 de enero de 1986, por el cual se desarrolla una disposición del Decreto del Gabinete No. 247 del 16 de julio de 1970

Decreto Ejecutivo No. 16 de 3 de octubre de 1984 por el cual se reglamenta la Ley No. 1 de 5 de enero de 1984, que regula el ejercicio del negocio del fideicomiso en Panamá

Ley No. 1 de 5 de enero de 1984, por la cual se regula el fideicomiso en Panamá

Decreto de Gabinete No. 247 de 1970, se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a los accionistas minoritarios

Ley No. 32 de 26 de febrero de 1927, sobre Sociedades Anónimas

LEGISLACIÓN EXTRANJERA

COSTA RICA

Ley No. 7732 de 8 de diciembre de 1997, por la cual se regula el Mercado de Valores

COLOMBIA

Decreto-Ley 831 de 1980, por el cual se determina la estructura y organización de la Comisión Nacional de Valores y se asignan funciones a sus órganos y dependencias internas

PERU

Decreto-Ley 19,648 del 5 de diciembre de 1972, por medio de la cual se le asignó la vigilancia de las sociedades mercantiles.

ARGENTINA

Ley 17.811 de 1968 dirigida a regular la Oferta pública de títulos valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercados de Valores

USA

Securities Exchange Act por medio de la cual se creó la Securities and Exchange Commission o SEC, el 2 de julio de 1934.

ACUERDOS Y RESOLUCIONES DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE PANAMA

Acuerdo No. 15 de 28 de febrero de 2000

Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000

Acuerdo No.2 de 28 de febrero de 2000

Resolución No. 638 del 30 de junio de 1992

DICCIONARIOS

OSSORIO, M. 1992. Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales, Editorial Heliasta, S.R.L. , Buenos Aires.

ANONIMO. 1988. Diccionario de las Américas, Editorial Plaza & Editores, S.A., Barcelona.

ANONIMO. 1977. Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual, Editorial Heliasta, S.R.L. Buenos Aires.

FOLLETOS

BOLSA DE VALORES DE PANAMA. 1996. El Mercado de Valores en Panamá, Panamá.

REVISTAS

IRACHETA CABAL, M. 2002. Evolución de las Bolsas de Valores Internacionales a Febrero de 2002, Nacional Financiera, México.

KÜNG, H. 2001. Empresa Global y Ethos Global, Verbo Divino, Madrid.

LLISTERRI, J. 2002. Competitividad en el Territorio y Desarrollo Económico Local, Nacional Financiera, México.

PEREIRA, G. 1999. Análisis de los Mercados Financieros, Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa, Panamá.