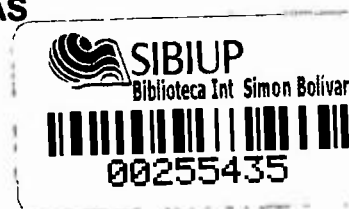


**UNIVERSIDAD DE PANAMA  
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD  
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACION Y POSTGRADO**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON  
ESPECIALIZACION EN FINANZAS**



**“ METODOLOGÍA PARA EL ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO DE LOS  
TÍTULOS VALORES NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE  
PANAMÁ, S.A. ”**

**POR:**

**KATIA DEL CARMEN -GUTIERREZ  
CÉDULA: 8 – 299 – 299**

**PANAMÁ, 2000**

**UNIVERSIDAD DE PANAMA  
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD  
VICERRECTORÍA DE INVESTIGACION Y POSTGRADO**

**PROGRAMA DE MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON  
ESPECIALIZACION EN FINANZAS**

**“ METODOLOGÍA PARA EL ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO DE LOS  
TÍTULOS VALORES NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE  
PANAMÁ, S.A. ”**

**POR:**

**KATIA DEL CARMEN -GUTIERREZ  
CÉDULA: 8 – 299 – 299**

**Tesis presentada en cumplimiento de los requisitos exigidos para optar  
por el grado de MAESTRIA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON  
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS.**

**PANAMÁ, 2000**

APROBADO POR:

Director de Tesis CLAUDIO CASTILLO CASTILLO

Miembro del Jurado JOSE ANTONIO BERMUDEZ J.A. Bermudez

Miembro del Jurado Ricardo Lee W.

Fecha 21/ dic / 2000

Vicerrectoría de Investigación  
y Post-Grado [Signature]

Fecha 21/12/2000

## **DEDICATORIA**

**A mi Señor Jesús y a la Virgen María, quienes me han iluminado y me han dado la fortaleza y sabiduría para culminar otra meta profesional, la cual no sería posible sin sus bendiciones.**

**A mi madre, a quien le debo mis logros, que con su cariño, dedicación y perseverancia me ha demostrado que los triunfos se obtienen con la bondad y gracia de nuestro Señor Jesús.**

**A mi abuelita, pilar de nuestro hogar, que con sus sacrificios y esfuerzos ha sido ejemplo de tenacidad y esfuerzo para toda nuestra familia.**

## **AGRADECIMIENTOS**

**A Dios Todopoderoso por darle luz a mi vida, rodeándome así de energía y salud para labrarme un mejor futuro.**

**A mi profesor de Tesis, Magister Claudio Castillo Castillo, por la dedicación y empeño, en la asesoría técnica e investigativa de este trabajo de investigación.**

**A la Comisión Nacional de Valores por abrirme las puertas en la investigación de campo.**

**A mi esposo, el Licenciado Ramiro Lima Luna, por su espíritu alentador, proyectándome positivismo y fuerza para finalizar una nueva meta.**

**A mi Tía y madrina, junto con sus hijos, que me facilitaron las herramientas de trabajo para concretar mi trabajo de graduación.**

**A un pequeño grupo de personas, Lic Y. Martinez, Sra V. de Soto, Lic M. Brea, y así otras personas más, que de forma desinteresada y con mucho cariño permitieron que cumpliera a tiempo con mi trabajo de tesis.**

# INDICE

# **METODOLOGÍA PARA EL ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO DE LOS TÍTULOS VALORES NEGOCIADOS EN LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ**

## **CAPITULO I**

<b>A</b>	<b>Introducción</b>	<b>4</b>
<b>B.</b>	<b>Justificación</b>	<b>6</b>
b 1	Planteamiento del Problema	6
b.2.	Objetivos generales	7
b 3	Objetivos específicos	8
b.4.	Aspectos metodológicos	9
b.5	Descripción de los Capítulos	10

## **CAPITULO II**

### **Antecedentes y Situación Actual de la Comisión Nacional de Valores, y la Bolsa de Valores de Panamá**

<b>A</b>	<b>La Comisión Nacional de Valores</b>	<b>13</b>
1	Definición de los títulos-valores	13
2.	Diversas clasificaciones de los títulos-valores	14
3	Origen y funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores	24
3 1.	Objetivos	27
3 2	Composición y organización	31
4	Requisitos para solicitar la autorización de oferta pública de valores	43
4 1	El prospecto informativo	51
4 1 1	Normas de conformación del prospecto informativo	52
4 1.2	Contenido del prospecto informativo	53
4.2	Estados Financieros	63
4 2 1.	Concepto	63
4 2.2.	Contenido	65
4.3	Otros documentos de información	68
<b>B</b>	<b>La Bolsa de Valores de Panamá</b>	<b>72</b>
1	Origen	72
2	Objetivos generales	76
3	Títulos-valores que se negocian en la Bolsa	77
4	Inscripción de empresas y valores	80
5	Diversos tipos de operaciones	86
5.1.	Según su tipo	86
5.2.	De acuerdo a su liquidación	87

5 3 En razón de su forma	87
6. La sesión bursátil	89
<b>CAPITULO III</b>	
<b>Análisis crítico-legal de las disposiciones y reglamentaciones que regulan la negociación de los títulos-valores</b>	
A Análisis Legal	98
1. Requisitos para efectuar oferta de compra de títulos-valores parte de sociedades anónimas sujetas al Decreto No 45 de 1977	
2 Situaciones que se pueden presentar con posterioridad a la entrega de la declaración por parte del oferente de la empresa	113
2 1. Fiscalización de las compañías	121
2.2 Sanciones	126
2.3 Protección a los accionistas minoristas	128
3 Registro de sociedades en la Comisión Nacional de Valores	132
3.1. Agentes vendedores de valores	145
4 Decreto No 44 de 1988 por el cual se crea la Bolsa de Valores de Panamá	153
4 1. Creación	154
4.2 trámite para la autorización	159
4 3 objeto de contratación	160
4 4 puestos de bolsa	161
5 Reglameto Interno de la Bolsa de Valores de Panamá, S A	162
5 1 objetivos y funciones	164
5.2 organización	166
5.3 miembros de la Bolsa	171
B Análisis Crítico	174
1. Disposiciones generales	174
1 1 Reglamento B De la Propaganda	174
1.2. Reglamento C Sobre forma y contenido	179
C Regulaciones sobre la Constitución de Fondos Mutuos según el Decreto No 58 del 27 de octubre de 1993	192
<b>CAPITULO IV</b>	
<b>Impacto económico y financiero de la emisión de títulos valores en la economía nacional</b>	
A. La emisión de títulos valores en la economía nacional	201
1. Influencia de la emisión de los sectores económicos	201
1.1 Actividad económica más beneficiada	215
2 Influencia de la emisión de títulos en la economía nacional	218

3 Políticas de financiamiento	229
3.1 Políticas de financiamiento a corto plazo	229
3.2. Políticas de financiamiento a largo plazo	232
B Consideraciones jurídico financieras sobre la implementación Del Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores en la República de Panamá	235
- Nacimiento de Bolcen	262
- Objetivos	262
- Efectos de la Globalización	265
<b>CAPITULO V</b>	
<b>Evaluación de los indicadores financieros y económico que determinan la emisión de títulos valores por las empresas</b>	269
A. Presentación de los Estados Financieros	
1. Balance General	269
2 Estado de Resultados	271
B Razones del Balance General	273
1. Razones de liquidez	274
2 Razones de apalancamiento financiero	275
C Razones de Estado de Resultados/Balance General	276
1 Razones de cobertura	276
2 Razones de actividad	277
3 Razones de rentabilidad	279
D Análisis Crítico de las razones financieras	279
E. Análisis Cuantitativo de las estadísticas concernientes a la emisión de títulos valores (1987-1997)	324
F. Propuesta hacia el análisis de parámetros económicos o Financieros para autorizar la emisión de títulos valores	333
G. Índice Bursátil sobre la eficiencia financiera para la emisión de de títulos valores	339
<b>CONCLUSIONES</b>	345
<b>RECOMENDACIONES</b>	350
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	357
<b>ANEXOS</b>	

## **INDICE DE CUADROS**

<b>Cuadro Número</b>		<b>Página</b>
<b>I</b>	<b>Monto de Ventas realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento, según sector años 1989-98</b>	<b>208</b>
<b>II</b>	<b>Relación Porcentual de las Ventas realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento, según sector años 1989-98</b>	<b>212</b>
<b>III</b>	<b>Venta total de Títulos valores por sector económico 1994-1998</b>	<b>214</b>
<b>IV</b>	<b>Actividad económica más beneficiada basada en las Ventas realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento, según sector hasta 1998</b>	<b>216</b>
<b>V</b>	<b>Análisis cuantitativo de las Estadísticas de Ventas concernientes a la emisión de títulos valores años 1989-1998</b>	<b>330</b>

## INDICE DE GRAFICAS

<b>Gráfica Número</b>		<b>Página</b>
<b>1</b>	<b>Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación de Sub-Sector Bancario y Financiero en el Producto Interno Bruto, Años 1991-1998</b>	<b>219</b>
<b>2</b>	<b>Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación de Sub-Sector Comercio en el Producto Interno Bruto, Años 1991-1998</b>	<b>220</b>
<b>3</b>	<b>Incidencia del Sector Primario en el PIB</b>	<b>224</b>
<b>4</b>	<b>Incidencia del Sector Secundario en el PIB</b>	<b>225</b>
<b>5</b>	<b>Incidencia del Sector Terciario en el PIB</b>	<b>226</b>

## **ANEXOS**

## **CUADROS**

- VI Razones Financieras Agropecuaria de Tocumen, S.A y Compañías Afiliadas años 1995-1997**
- VII Razones Financieras Azucarera Nacional años 1995-1997**
- VIII Razones Financieras Ganadera de Coclé años 1995-1997**
- IX Razones Financieras Minamérica Corporation y Subsidiarias años 1994-1996**
- X Razones Financieras Forestal Llano Grande, S.A Años 1994-1996**
- XI Razones Financieras: Forestal Monte Bello años 1995-1997**
- XII Razones Financieras: Compañía Azucarera La Estrella años 1995-1997**
- XIII Razones Financieras Aserradero El Tecal años 1995-1997**
- XIV Razones Financieras Agrofut años 1994-1996**
- XV Razones Financieras Envases del Istmo años 1994-1997**
- XVI Razones Financieras: Sociedad de Alimentos de Primera años 1994-1997**
- XVII Razones Financieras: Empaques de Colón años 1994-1997**
- XVIII Razones Financieras Grupo Agroindustrial, S.A y Subsidiarias años 1994-1997**
- XIX Razones Financieras Alfarería S.A años 1994-1996**
- XX Razones Financieras Arrendadora Latino América**

**Años 1994-1996**

- XXI Razones Financieras ACE Holdings, Inc Años 1994-1996**
- XXII Razones Financieras Corporación La Prensa años 1994-1996**
- XXIII Razones Financieras Editora Panamá América años 1996-1997**
- XXIV Razones Financieras Alquileres Adaptables años 1996-1997**
- XXV Razones Financieras Maga S A. Años 1994-1996**
- XXVI Razones Financieras Autofinanzas años 1996-1997**
  
- XXVII Índice Bursátil sobre la eficiencia financiera para la Emisión de Títulos Valores Sector Secundario Años 1994-1997**
- XXVIII Índice sobre la Eficiencia Financiera para la Emisión De Títulos Valores . Sector Terciario años 1994-1996**
- XXIX Análisis Comparativo para evaluar la eficiencia en la Emisión de títulos valores Empresa Extranjera del Sector Secundario, Años1995-1997**
- XXX Análisis Comparativo para evaluar la eficiencia en la Emisión de títulos valores Empresa Nacional del Sector Secundario, Años 1995-1997**
- XXXI Análisis Comparativo para evaluar la eficiencia en la Emisión de títulos valores Empresa Nacional del Sector Terciario, Años 1994-1996**
- XXXII Análisis Comparativo para evaluar la eficiencia en la Emisión de títulos valores Empresa extranjera del Sector Terciario, Año 1999**

## Resumen

Un empresario con planes futuros de expansión, competir en los mercados internacionales, o con la idea para desarrollar un producto innovador, no tiene porque cerrar los libros de su esperanza en el momento en que la fuente tradicional le niega el capital requerido. Una bolsa de valores le abre las puertas a diversas alternativas para la obtención de capital. El capital se puede obtener por medio de dos vías: financiamiento ó emitiendo títulos valores.

La investigación se orienta a obtener los fondos por medio del Mercado de Valores. Este mercado es el mecanismo que permite la emisión, distribución e intermediación de los títulos valores. Después de definir cómo se van a financiar los fondos, procedemos a demostrar que no solo se deben tener excelentes ideas sino que también las empresas deberán proyectar el desempeño de su actividad bajo parámetros económicos transparentes.

Para definir y adoptar decisiones racionales se utilizarán herramientas como Estados Financieros y razones financieras, que muestren la liquidez, solvencia y rendimiento.

Con estos datos podemos mantenernos acorde al desarrollo del mercado financiero y ser más eficiente para ser competitivos a nivel internacional.

## **Resume in English**

A business man with future plans of expansion, competing in international markets, or with the idea of the development of an innovating product, does not have the reason of closing the books of his hopes in the moment that the traditional source denies the required capital. A stock market will open the doors to several alternatives for the recollection of the capital. The capital could be obtain in two ways by the way of financing or giving title of values.

The investigation is oriented to obtain the funds by the way of the Stocks Market. This market is the mechanism that permits the emission, distribution and the intermediation of title of values. We have fill the necessity to innovate a new tool for the analysis for the Financial States that even if is known, is not used as an evaluation method. This tool are the financial reasons that could defined the diagnosis and the financial efficiency for a business.

Our last sketch is base on the average that could qualified the pay off, solvency and rent ability of the national and international business. The presentation of this parameters is more accord with the development of the financial market that promise boarder the market of the Panamanian capital among the most successful and trustable of Center America.

**CAPÍTULO I**  
**INTRODUCCION**

## **A Introducción**

En este trabajo deseamos enfatizar tres (3) grandes aspectos sobre el análisis de los requisitos exigidos a compañías privadas que solicitan ante la Bolsa de Valores de Panamá, S A Y las Comisión Nacional de Valores autorización para la emisión de los títulos valores

- Antecedentes, historia y funciones de la Comisión Nacional de Valores
- Razones financieras como parámetros de evaluación a utilizar en nuestro análisis
- Diagnóstico y perspectivas futuras para reestructurar el análisis financiero del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970. El Decreto en mención regula y establece la creación de la Comisión Nacional de Valores, de los agentes, enmarca la fiscalización y sanciones a las compañías que se dedican al negocio de valores y además habla sobre la protección a las acciones minoritarios
- Consideraciones jurídico financieras sobre la implementación del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, para la reestructuración del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970

- También incluimos los aspectos más relevantes del Decreto Ley No 1 (De 8 de julio de 1999), y algunos de sus reglamentos. los cuales modifican el Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970
- Se incorpora Latin Clear como Centro de Custodia y Compensación
- Efecto de la Globalización
- Creación, objetivos de la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica, Panamá y República Dominicana (BOLCEN)

A pesar de que nuestra investigación de campo ha abarcado la mayor cantidad de información, nos vimos en la problemática y a la vez ventaja de que el Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970 fuese modificado por la Ley No 1 (De 8 de Julio de 1999)

Problemática debido a que nuestro trabajo de campo estaba muy avanzado para aprovechar y plasmar todos y cada uno de los cambios que se presentó en la nueva Ley, a pesar de ello, realizamos un esfuerzo sobre humano para detallarle los cambios más significativos con respecto al Decreto anterior.

Nuestra ventaja fue reflejar como la Comisión Nacional de Valores como medida futurista realizará cambios, inminentemente necesarios, debido a nuestro desarrollo en la actividad bursátil, fomentando y fortaleciendo, mediante su nueva Ley y reglamentos, las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá.

## **B Justificación:**

### **b.1 Planteamiento del Problema:**

El objeto de la legislación de valores y de las medidas dictadas de la Comisión Nacional de Valores es desarrollar un mercado sano y transparente según Resolución No. 651 de la Comisión Nacional de Valores, además constituye una de las principales atribuciones de la Comisión Nacional de Valores, promover transacciones bursátiles adecuadas para el crecimiento y desarrollo de la economía, según Resolución No. CNV-60-97 de 9 de julio de 1997.

Es de nuestro conocimiento, que la Comisión Nacional de Valores, exige la presentación de estados financieros y demás información financiera , y así se refleja en los prospectos presentados por las empresas inscritas. A pesar de ello, consideramos necesario implementar parámetros financieros que amplíen y

complementen la "condición financiera" de las compañías, para así brindarle mayor apertura a la venta de documentos negociables, mejorando las opciones de inversión que ofrece el Mercado de Valores

## **b 2 Objetivos Generales**

El objetivo de este análisis es evaluar los requisitos exigidos tanto por la Bolsa de Valores de Panamá, S. A. Como por la Comisión Nacional de Valores al momento de solicitar autorización para emitir títulos valores. Deseamos determinar la veracidad de la fiscalización de la Comisión Nacional de Valores sobre la gestión de las sociedades en base a las disposiciones legales

Trataremos de utilizar todo este instrumental financiero y económico para calificar los parámetros de nesgo de una empresa que emite título-valor

Es nuestro parecer que debe existir una apertura en la información relativa a la emisión de títulos valores para incentivar a aquellos sectores de la población que contando con el efectivo para invertir no lo hacen por el desconocimiento del negocio

Toda esta transferencia de inversiones traerá como consecuencia beneficios financieros, económicos y sociales de gran trascendencia, como elevar la infraestructura del país, mejorar la competencia de las empresas, ampliación del mercado nacional e internacional y creación de empleos, cuya

génesis se produce con la emisión y venta de tales títulos dirigidos a obtener participación en las empresas e incremento de ganancias y así crear polos de crecimiento en nuestra economía

### **b 3 Objetivos Específicos**

- 1 **Determinar indicadores económicos y financieros para determinar si una empresa tiene capacidad financiera de emitir títulos valores.**
- 2 **Describir y evaluar las funciones de la Comisión Nacional de Valores específicamente las áreas que deben examinar los Estados Financieros.**
- 3 **Analizar aspectos de la Fiscalización de las compañías según Decreto de Gabinete No. 247 del 16 de julio de 1970.**
- 4 **Sugerir el establecimiento de un departamento de evaluadores económicos y financieros que puedan dictaminar la solvencia y liquidez de las compañías.**
- 5 **Medir el riesgo que conlleva la emisión de títulos valores en la compañía desde que se emite un determinado título valor**
- 6 **Presentar recomendaciones que contribuyan al desarrollo y evolución gradual de las compañías emisoras**

7. Considerar las consecuencias económicas y sociales que resultarán de reestructurar la autorización de la emisión de títulos valores
- 8 Asignar firmas reconocidas de auditores para garantizar un mayor grado de confiabilidad de los Estados Financieros.

#### **b 4 Aspectos Metodológicos**

En el desarrollo de la investigación aplicaremos la metodología para estudios descriptivos, a saber

- Una vez que se ha efectuado la revisión de la literatura, puedo pensar en el alcance que tendrá la investigación, es decir, hasta donde es posible que llegue el estudio
- Los estudios descriptivos sirven para analizar como es y se manifiesta un fenómeno y sus componentes. En nuestro caso, el fenómeno sería el análisis de indicadores financieros de empresas privadas que solicitan la emisión de títulos valores.

## **b 5 Descripción de los Capítulos:**

### **Capítulo I**

En este capítulo hacemos una introducción de la importancia de los indicadores financieros dentro de los informes de las compañías privadas, justificación y planteamiento del problema. Detallamos los objetivos en forma general y específicos. En la metodología a utilizar se han empleado herramientas como métodos descriptivos, cuadros estadísticos, y métodos de medición de variables.

### **Capítulo II**

El capítulo II muestra los antecedentes, origen y funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores, como institución pública que ha sido creada con la finalidad de supervisar, gestionar, reglamentar y promocionar las transacciones que se realicen con títulos-valores dentro del mercado de valores. La definición de títulos-valores y en sus diversas clasificaciones, considerando las de mayor importancia. Cambios ocasionados en cuanto a la composición de la Comisión Nacional de Valores y a la adopción de normas internacionales de contabilidad, mediante Decreto Ley No 1(8 de Julio de 1999). También se detalla el origen, funcionamiento, objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá como facilitador de la compra y venta de títulos-valores de carácter público y privado.

### **Capítulo III**

El análisis legal que exige los requisitos para efectuar oferta de títulos-valores por parte de las sociedades anónimas, las diversas situaciones que

manifiestan después de las entrega de los documentos basados en el Decreto de Ley No 247, y a su vez planteamos las modificaciones que se dieron, en este tópico, en la Ley No 1, reglamentado en el Acuerdo No 6-00 (De 19 de mayo de 2000) Se complementa con el Reglamento Interno de la Bolsa de Valores, S. A y con una breve descripción de dos de sus Reglamentos Quisimos incorporar breves comentarios sobre el efecto de la globalización, el Centro de Custodia y Compensación -LATINCLEAR, y la Asociación de Bolsas de Comercio de Centroamérica, Panamá y República Dominicana –BOLCEN

#### Capítulo IV

Hemos realizado un análisis de la incidencia de los títulos valores en los diversos sectores económicos y su incidencia en la economía nacional También nos referimos a las diversas políticas de financiamiento y por último las consideraciones jurídicos financieras en la implementación del Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores en la República de Panamá, el cual reforma el Decreto de Gabinete No. 247 del 16 de julio de 1970

#### Capítulo V

Aquí se presentan los Estados de Balance General y de Resultados, de las diferentes compañías privadas por sector económico, sus razones financieras. De ahí obtenemos métodos estadísticos para evaluar nuestras compañías panameñas. También definimos nuestra propuesta para adoptar parámetros financieros en la presentación de los estados financieros de las compañías que solicitan autorización para la emisión de títulos valores Por último la presentación de índices bursátiles de sectores económicos y su importancia dentro de la economía nacional

## **CAPÍTULO II**

### **ANTECEDENTES Y SITUACION ACTUAL DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES, Y LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ**

## A- *La Comisión Nacional de Valores*

### 1. Definición de los títulos-valores

A continuación presentamos una serie de definiciones planteadas por un número plural de autores en la materia, que tratan de conceptualizar la noción de título-valor

**Agustin Vicente y Gella:** “documento que presume la existencia de una obligación de carácter patrimonial, literal y autónoma, el cual es necesario para que pueda exigirse o efectuarse validamente por el deudor el pago de la prestación en que consiste aquella.”

Al respecto, el autor destaca que dicho documento debe ser una escritura. Se concreta en una obligación exigible coactivamente, obligación jurídica que comprende una prestación.<sup>1</sup>

**Jean Guyenot:** autor del libro Decreto Comercial Tomo 1 y II, 1975 nos dice “son títulos negociables, representativos de un crédito de una suma de dinero a ellos incorporado, con vistas a permitir a quienes lo emiten, obtener un crédito y efectuar luego un pago ”

---

<sup>1</sup> Vicente y Gella, Agustín *Los Títulos de Crédito en la Doctrina y en el Derecho Positivo* P 131

**Joaquín Garrigues:** autor Curso de Derecho Mercantil 1987, expresa:  
“es un documento sobre un derecho privado cuyo ejercicio está condicionado jurídicamente a la posesión del documento ”

## **2. Diversas Clasificaciones de los títulos-valores**

Actualmente existe una variada y extensa gama de títulos-valores, situación que nos posibilita proporcionar una clasificación taxativa de los mismos; por ello, hemos considerado hacer referencia a los más importantes

La manera más práctica de clasificarlos es la siguiente

### **2.1. Según su emisor**

a Públicos aquellos emitidos por un ente jurídico de Derecho público (Estado, entidades autónomas o semiautónomas, municipios y otros) en el ejercicio de sus funciones públicas.

El ente público puede ser nacional o internacional. Dentro de esta categoría de títulos-valores se encuentran los Bonos del Estado, Cheques Fiscales, Letras del Tesoro y otros.

b. Privados: son los creados por personas naturales o jurídicas de Derecho privado, capaces de adquirir derechos y de contraer obligaciones. Ejemplo: acciones de sociedades anónimas, bonos, letras de cambio y otros.

## **2.2. Según su lugar de emisión.**

a Nacionales corresponden a todos los títulos-valores emitidos en el territorio nacional.

b Extranjeros los creados en el exterior del territorio nacional.

## **2.3. Por la naturaleza de los derechos incorporados**

a. Cambiarios, crediticios o representativos de dinero: incorporan un derecho de crédito que permite obtener una prestación en dinero. Contienen una obligación de dar una suma de dinero.

El deudor se libera de su obligación pagándole al acreedor la cantidad de dinero establecida en el título-valor

Al hablar de dinero, debemos hacer referencia a la moneda, aquella cosa mercantil a la que el legislador asigna un valor de liberación de toda responsabilidad económica. Este concepto es importante, puesto que el título-valor puede señalar una moneda diferente a aquella que tiene curso legal en el país en el cual fue emitido.

Estos títulos valores pueden ser emitidos como valores mobiliarios o como efectos de comercio. En el primer caso son efectivos a mediano y largo plazo, mientras que en el segundo a corto plazo.

b Representativos de mercaderías: son aquellos que incorporan un derecho real (propiedad-garantía) sobre cosas materiales.

Pueden ser definidos como aquellos títulos-valores en los que alguien se obliga a la devolución de ciertas mercaderías, de tal modo que el título entregado por aquel que recibe las mercaderías, que legitima para la

obtención de las mismas, tiene mediante su tradición de las mercaderías en cuanto a la adquisición de derechos sobre éstas <sup>2</sup>

Esta categoría de títulos-valores está caracterizada por la incorporación del derecho de dominio sobre ciertas mercaderías o bienes; por lo tanto, la tendencia de estos equivale a la de las mercaderías.

Planteada la definición de títulos-valores representativos de mercaderías, debemos resaltar una serie de características que les son afines. Son las siguientes:

1. Recaen sobre un objeto determinado, debido a que dan derecho a la obtención de mercaderías en viaje o almacenadas

1. El poseedor del título-valor lo es de las mercaderías. La tradición de los títulos –valores equivale a la de las cosas
2. Tienen una destacada importancia económica, puesto que facilitan operaciones sobre mercaderías sin que se produzca la movilización física de las mismas

---

<sup>2</sup> RODRIGUEZ RODRIGUEZ, Joaquín Derecho Mercantil P 39-406

Dentro de la extensa variedad de títulos-valores representativos de mercaderías, creemos oportuno detenernos a examinar los certificados de depósito, el bono de prenda y el conocimiento de embarque

El certificado de depósito: es aquel expedido por un depósito comercial de mercaderías que certifica la recepción de las mercaderías que en él se mencionan, y mediante el cual el tenedor legítimo tiene el dominio y la disposición de las mismas. Solamente puede ser expedido con posterioridad a la recepción de la mercaderías en almacén de depósito.

El bono de prenda: es un documento accesorio a un certificado de depósito, por el que se certifica la recepción de una cantidad por el dueño del certificado y la entrega en prenda, por éste, de los bienes a que se refiere dicho documento.

La constitución de la prenda requiere la entrega material de los bienes al acreedor o a un tercero, que las tendrá en nombre de aquel, o por vía de excepción el deudor, quien lo poseerá en nombre del acreedor.

El conocimiento de embarque. es un título –valor emitido por el capitán de un buque mercante, mediante el cual reconoce haber recibido

determinadas mercaderías para su transporte y promete restituirlas al tenedor legítimo del mismo, después de haberlo efectuado

c      **Sociales o de participación:** Son títulos-valores que confieren a su tenedor legítimo la calidad de socio de una sociedad por acciones y todos los derechos inherentes a esa condición, derivados de la Ley y del contrato social.

Los derechos incorporados al título-valor se refieren a la existencia, funcionamiento y disolución de la sociedad.

Agustín Vicente y Gella los considera documentos complejos, que atribuye a su tenedor legítimo los derechos inherentes a la condición de socio. Entre estos derechos se encuentran la participación en el patrimonio de la sociedad; dividendos; derechos de administración de la compañía; voz y voto en la Asambleas Generales y todos aquellos que consagran el pacto social y los imperativos por Ley.

#### **2.4. Por su regulación legal**

- a. **Nominados** se encuentran específicamente regulados por la Ley. No pueden ser modificados en sus requisitos esenciales por quien los utilice.
  
- b. **Innominados** nacen de los usos o de un acto reflexivo de su creador. No están regulados por la Ley.

#### **2.5. En atención a la forma de emisión**

- a. **Individuales**: se emiten en único ejemplar. Requieren tantas operaciones distintas como títulos y generalmente, difieren entre sí por el contenido. Además, no pueden fraccionarse y deben de llevar la firma del deudor. Ejemplo: un cheque nominativo.
  
- b. **Seriales**: son emitidos en número plural, iguales entre sí, en su contenido, forma y reglamentación, pero diferentes en cuanto a número de identificación.

Son generalmente fungibles (pueden cambiarse por otros de la misma serie) y fraccionables (un solo documento puede representar o contener varios títulos-valores)

Dentro de esta categoría de títulos-valores se encuentran las acciones de sociedades anónimas.

## **2.6. Por su relación con la causa**

Al hablar de causa nos estamos refiriendo a toda motivación que sirve de base a un contrato

Con base en la noción arriba expuesta, podemos presentar la siguiente clasificación

- a Causales señalan la causa legítima de su creación.
- b. Abstractos: no expresan la causa de su emisión. Esta no es necesaria mencionarla en el documento, puesto que el fin de la creación del título-valor no tiene relevancia para sus derechos emergentes

La abstracción comprende un desligamiento de la causa y la obligación, lo cual no conlleva una ausencia de causa

## **2.7. Según su transferencia**

a **Nominativos** son aquellos emitidos a favor de una determinada persona, la cual tendrá su favor, de manera exclusiva, los derechos consignados en el título-valor. Pueden ser transferidos por medio de la cesión de créditos

b **A la orden** aquellos emitidos a la orden de una persona determinada, cuya transferencia se realiza por endoso, seguido de la entrega del documento. Originariamente es emitido a favor de determinada persona, pero pagadero a quien ésta designe mediante endoso

La persona que recibe el título-valor mediante endoso, puede volver a transferir el documento mediante un nuevo endoso a favor de otra persona.

c. **Al portador:** contiene la cláusula o designación al portador, por lo cual cualquier poseedor queda legitimado para ejercitar los derechos consignados en el documento.

También es considerado al portador cuando el documento designa una persona determinada y además, contiene la cláusula “al portador”

Los títulos valores emitidos al portador, se transmiten de una persona a otra por su simple entrega.

## **2.8. Otras Clasificaciones**

### **a Simples y complejos**

**Simples** aquellos que otorgan a favor de su poseedor legitimado un solo derecho

**Complejos.** incorporan un número plural de derechos.

### **b Formales y no formales.**

**Formales:** la Ley le exige ciertos requisitos aparte de la forma escrita.

### **c. Sencillos y múltiples**

**Sencillos** no pueden dividirse ni doblarse

**Múltiples** un solo documento incorpora varios títulos

**d Principales y accesorios**

**Principales** son aquellos independientes de cualquier otro.

**Accesorios.** están subordinados o dependen de otro documento principal

**e Únicos, con copias y duplicados**

### **3. Origen y funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores**

Se debe partir de la situación poco confortable que presentaba la economía nacional en los primeros años de la década de los sesenta, producto de la proliferación descontrolada de la venta de fondos mutuos en nuestro país, por parte de compañías internacionales.

Esta actividad de manera negativa en la economía de Panamá, ya que llegó a alcanzar grandes cantidades de dinero, que eran invertidas con poca responsabilidad, falta de regulación y fiscalización estatal

Aunado a la afirmación anterior, la gran mayoría de dichos capitales era destinada a efectuar inversiones de valores en el extranjero, situación que constituía fuga de divisas, que no repercutía positivamente en la economía de la República de Panamá

Otra situación desfavorable que se estaba dando era la proliferación en la venta de los títulos-valores, sin ningún tipo de regulación que protegiera los intereses de los inversionistas locales y disminuyera los riesgos de estafetas y prácticas fraudulentas en este tipo de actividad comercial

Existentes las situaciones antes mencionadas, se da origen a la legislación de valores, la cual tiene su génesis en 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". Esta legislación se dictó con la finalidad de promover las transacciones bursátiles adecuadas para el crecimiento desarrollo de la economía del país, a través de la creación y promoción de un mercado de valores sano y vigoroso

Para este fin fue creada la Comisión Nacional de Valores, como ente regulador de esta actividad, para lo cual funciona dentro del Ministerio de Comercio e Industrias, ~~sujeta a la vigilancia e inspección del Órgano Ejecutivo y de la Contraloría General de la República.~~

Para facilitar su funcionamiento, se le ha otorgado personalidad jurídica y autonomía en su régimen y manejo interno

### **Funcionamiento**

En esta sección explicaremos el funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores, en adelante la Comisión, tomando como fundamento de estudio las diversas Leyes, Decretos de Gabinete, Derechos-Ley y Derechos Ejecutivos reguladoras del mercado de valores panameño y la variada gama de resoluciones aprobadas por la Comisión.

### **3.1. Objetivos**

a. El objetivo primordial de la Comisión nacional de Valores es desarrollar un mercado de valores sano, vigoroso y transparente.

b. Vigilar y fiscalizar la emisión y venta de títulos-valores al público, de forma que se brinden alternativas de inversión confiables y serias, tratando de evitar que se produzcan operaciones fraudulentas en la compra y venta de los valores y sancionar aquellas en que se perjudiquen los intereses del inversionista.

c. Desarrollar el mercado de valores con la finalidad de que la comunidad mercantil pueda recurrir a dichos mercados y obtener el financiamiento adecuado

d. Ampliar la base de propiedad de la empresa, de suerte que cada día más ciudadanos participen en inversiones de desarrollo.

e. Promover transacciones bursátiles, particularmente en relación con la compra y venta de valores de sociedades registradas

f Promover transacciones bursátiles adecuadas para el crecimiento y desarrollo de la economía del país.

g Promover y fomentar el desarrollo del mercado de valores, especialmente aquel que se transa en la bolsa de valores

h. Desarrollar el mercado de los títulos de deuda de corto plazo, en virtud de que ello enriquece y dinamiza el mercado de títulos-valores de mediano y largo plazo

i Proteger al inversionista

j Promover la existencia y desarrollo de un mercado secundario de valores suficientemente fuerte y líquido.

k Agilizar la actividad que se desarrolla dentro del mercado de valores en el país

### **Atribuciones**

En el artículo 2 del Decreto de Gabinete No. 247 de 1970 se establecen una serie de atribuciones a la Comisión Nacional de Valores, las

cuales no están enumeradas de una manera taxativa, ya que a través de diversas resoluciones y decretos se han ampliado las facultades de esta institución

Consideremos necesario hacer referencia a estas primeras atribuciones que le han sido concedidas a la Comisión Nacional de Valores, ya que constituyen el marco general de aplicación de la política de dicha institución

El Derecho de gabinete en mención, consagra nueve literales con relación a dichas atribuciones, las cuales podemos citar de la siguiente manera

- 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,
- c. Coordinar con las cámaras de comercio, sindicato de industriales y demás organizaciones similares sobre la forma más efectiva y ágil de emisión de valores de la localidad

Además, promover transacciones bursátiles adecuadas para el crecimiento y desarrollo de la economía dirijan

- d Expandir y revocar la licencia o los agentes vendedores de valores y de fondos mutuos.
- e. Velar por que las compañías de fondos mutuos establecidas o que se establezcan en el país, cumplan con las obligaciones que se les impongan
- f Velar porque los distribuidores de fondos mutuos establecidos o que se establezcan en el país cumplan con todas las obligaciones que se les impongan
- g Por lo menos una vez al año, examinarlos estados financieros que deban presentar las compañías que vendan acciones, valores o fondos mutuos
- h. Velar por el cumplimiento de todas las disposiciones legales vigentes por parte de quienes se dediquen a las distintas actividades contempladas por el Decreto de Gabinete No 247 de 1970

### **3.2 Composición y organización**

Basados en el Decreto de Gabinete No. 247, la Comisión Nacional de Valores era una institución pública que funcionaba dentro del Ministerio de Comercio e Industrias, sujeta a la vigilancia e inspección del Órgano Ejecutivo y de la Contraloría General de la República

Pero de acuerdo al Decreto Ley No 1 De 8 de Julio de 1999, según Título II, se crea la Comisión Nacional de Valores como organismo autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio

Estuvo integrada por los siguientes miembros:

- a El Ministerio de Comercio e Industrias o el funcionamiento público que éste designara: la presidiría
- b. El Gerente del Banco Nacional o la persona que éste designara.
- c Un miembro prominente de la Banca era escogido por el Órgano Ejecutivo para un periodo de tres años Debía tener por lo menos cinco años de experiencia en la actividad bancaria dentro de la República de Panamá

d Un miembro prominente de la industria debía tener por lo menos cinco años de experiencia en la actividad de la producción ~~manufacturera en Panamá, y era nombrado por tres años por el Órgano Ejecutivo,~~

e Un miembro prominente del gobierno debía tener por lo menos cinco años de experiencia en esta actividad dentro del país. Era escogido por el ~~Órgano Ejecutivo para un periodo de tres años~~

Actualmente, el Decreto de Ley No 1, nos informa que la Comisión está compuesta por tres Comisionados nombrados por el Presidente de la República

Los Comisionados fungirán como funcionarios de tiempo completo y serán remunerados con un sueldo, conforme a lo que al efecto disponga el ~~Organo Ejecutivo~~

La Comisión elegirá un Presidente de entre sus miembros y, de igual modo, un Vicepresidente para que reemplace al Presidente en sus faltas temporales. Cada Comisionado será nombrado por un periodo de cinco años.

A continuación aspectos relevantes del Decreto de Gabinete No 247

En cuanto a la ejecución de las decisiones y del cumplimiento de la política establecida por la Comisión, debíamos hacer referencia al Director Ejecutivo de Valores

Éste era nombrado por el Órgano Ejecutivo, y debía reunir los siguientes requisitos:

1. Nacionalidad panameña
- 2 Mayor de edad
- 3 Tener título universitario en disciplina afín a las materias reguladas por el Decreto de Gabinete 247, tales como finanzas, leyes o experiencia equivalentes no menor de cinco años.

El Decreto de Gabinete No 247 de 1970 creó la Dirección Ejecutiva de Valores, ente encargado de llevar a cabo las decisiones tomadas por la Comisión Nacional de valores. A su vez, cuenta con una Sub-dirección Ejecutiva de Valores; el Departamento de Auditoría, Fiscalización e Intermediarios y el departamento de Emisiones y Análisis.

A continuación, pasamos a detallar las funciones administrativas de cada uno de estos departamentos, las cuales fueron obtenidas a través del Proyecto de Manual Institucional de Clases Ocupacionales, emitido en agosto de 1997 por el Ministerio de Comercio e Industrias

a Director Ejecutivo de Valores

- a 1. Aprobar la venta de valores
- a 2. Coordinar la elaboración y ejecución de estudios e investigaciones sobre el mercado de valores
- a.3 Coordinar la emisión de valores en la localidad con la empresas comerciales, industriales y similares.
- a 4. Promover los productos que ofrece el mercado de valores en empresas comerciales, industriales y similares.
- a.5. Verificar el cumplimiento de las disposiciones legales, en materia de valores y fondos mutuos

- a.6. Verificar el cumplimiento de las normas de procedimiento en venta de valores, expedición, suspensión o revocación de licencias a los agentes vendedores de valores.
- a.7. Verificar el cumplimiento de las disposiciones legales de las compañías administradoras de fondos de cesantía.
- a.8. Definir los requerimientos de recursos materiales y humanos requeridos por la unidad para su inclusión en el presupuesto.
- a.9. Controlar la ejecución del presupuesto de la unidad bajo su responsabilidad en términos económicos y financieros.
- a.10. Representar a la institución ante personas o instituciones públicas y privadas en los aspectos que hacen a las competencias de la unidad de su cargo.
- a.11. Definir los requerimientos de capacitación personal a su cargo directo, requeridas para el mejoramiento en sus funciones y su futuro desarrollo.

a 12. Evaluar el desempeño del personal a su cargo directo, determinar y proponer las acciones o medidas que correspondan en caso necesario.

a 13. Evaluar la aptitud y potencial de postulantes a ocupar puestos de trabajo bajo supervisión directa

b. Sub-director Ejecutivo de Valores: debe colaborar con el Director Ejecutivo de Valores en la divulgación y promoción de las actividades del mercado de valores y de la Comisión Nacional de Valores También, tiene a su cargo las siguientes funciones:

b 1. Elaborar y coordinar el programa anual de divulgación sobre el mercado de valores y su ente regulador.

b.2. Coordinar la realización de investigaciones, evaluaciones y análisis relacionados con las solicitudes de autorización de ofertas públicas, registros voluntarios y autorización de administración de fondos.

- b 3 Preparar estudios sobre el mercadeo de valores dirigidos a gremios y entidades con interés en la materia bursátil**
  
- b 4. Realizar estudios e investigaciones sobre valores y transacciones bursátiles, conjuntamente con otros funcionarios**
  
- b.5 Verificar el cumplimiento de las políticas, normas y procedimientos que regulan las actividades del mercado de valores**
  
- b.6 Atender consultas de empresarios, funcionarios, estudiantes, inversionistas y público en general, relacionadas con el mercado de valores, su legislación y sobre la Comisión Nacional de Valores.**
  
- b.7 Evaluar el desarrollo de las actividades del mercado de valores en el país**
  
- b 8. Elaborar y revisar informes, estudios y otros documentos derivados de las auditorías y fiscalizaciones a las empresas e intermediarios.**

- b 9 Definir los requerimientos de recursos materiales y humanos requeridos por la unidad para su inclusión en el presupuesto.**
  
- b 10 Controlar la ejecución del presupuesto de la unidad bajo su responsabilidad en términos económicos y financieros:**
  
- b.11 Representar a la institución ante personas e instituciones públicas y privadas en los aspectos que tienen relación con la competencia de la unidad a su cargo.**
  
- b 12. Definir los requerimientos de capacitación del personal a su cargo directo, requeridos para el mejoramiento en sus funciones y su futuro desarrollo**
  
- b 13 Evaluar el desempeño del personal a su cargo directo y proponer las acciones o medidas que correspondan en caso necesario**
  
- b 14 Evaluar la aptitud y potencial de postulantes a ocupar puestos de trabajo bajo su supervisión directa.**

c Departamento de Auditoría, Fiscalización e Intermediarios: de manera general, se encarga de la fiscalización de las sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores, de fondos mutuos, sociedades que vendan valores al público sin autorización, de los distribuidores autorizados y de los agentes vendedores de valores, para que se ajusten a las disposiciones de la legislación nacional de valores.

Lo anterior se traduce en las siguientes funciones

- 1 Realizar auditorías a empresas participantes en el mercado de valores
2. Analizar estados financieros e información adicional de las empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores
3. Investigar a las empresas denunciadas y/o violen las disposiciones legales que regulan la actividad del mercado de valores en el país.
4. Inspeccionar a las empresas participantes en el mercado de valores para verificar el cumplimiento de las disposiciones legales que regulan el mercado de valores

5 Atender todo lo concerniente a las licencias de agentes vendedores de valores y fiscalizar sus operaciones.

6 Atender consultas y brindar información a los empresarios, inversionistas y público en general

7. Analizar las informaciones suministradas por la bolsa de valores sobre las transacciones realizadas

8 Fiscalizar la gestión de las sociedades que venden valores al público sin la debida autorización

9 Fiscalizar las operaciones de sorteos de títulos de deudas de las empresas emisoras

10. Analizar los estados financieros de las empresas que solicitan autorización de ofertas públicas, registro voluntario y de las sociedades administradoras de fondos de inversión.

11. Revisar y analizar la información contenida en el prospecto informativo

12, Responsabilizarse por la custodia de los documentos presentados por las sociedades registradas

13, Llevar a cabo la custodia de la biblioteca especializada de valores.

d Departamento de emisión y Análisis desde un punto de vista general, lleva a cabo la investigación y análisis de las solicitudes de autorización para ofertas públicas de títulos-valores y de operación de sociedades administradoras de fondos. De estas facultades se desprenden las que a continuación presentamos.

1 Analizar la documentación de las solicitudes de autorización de ofertas públicas, prórrogas de ofertas; registros y cancelaciones voluntarias, de fondos de inversión; de sociedades administradoras de los mismos y de las operaciones de bolsas de valores. Además, está facultado para solicitar la documentación e información complementaria correspondiente

**2 Revisar la documentación de solicitudes de autorización para registro de emisiones del mercado secundario, procedentes del extranjeros y de operaciones de administradoras de fondos de cesantía.**

**3. Verificar los trámites de las solicitudes de autorización hasta el momento de la notificación de la respectiva resolución.**

**4 Coordinar las inspecciones a las empresas que solicitan autorización de oferta pública, registro de voluntario y de operaciones de bolsas de valores**

**5 Coordinar investigaciones sobre el mercado de valores a nivel nacional e internacional.**

**6 Elaborar informes técnicos sobre solicitudes de autorización de ofertas públicas que cumplan con los requisitos exigidos por la Ley.**

**7. Brindar información y orientación a empresarios, funcionarios y público en general, sobre el mercado de valores.**

#### **4. Requisitos para solicitar autorización de oferta pública de valores**

Las sociedades que deseen vender valores, deberán presentar la respectiva solicitud a la Comisión, acompañada en duplicado de los documentos que a continuación detallamos:

a Poder y solicitud en papel sellado. El poder debe ser otorgado a favor de un abogado y la solicitud debe contener la lista de los documentos ajustados

b Copia de la escritura pública contentiva del pacto social y enmiendas de la sociedad

c Certificado de Registro Público de fecha reciente, en el cual consten los nombres de los directores, dignatarios, representante legal y el capital social autorizado de la sociedad.

d. Resolución de la junta directiva o del órgano competente de la sociedad, que autorice la venta de los valores, su número, precio, incluyendo toda posible deducción; nombres de las personas facultadas para refrendarlo y todas las modalidades que implique oferta.

e Modelo, cláusulas y toda información de los valores que se proponen vender

f Copia del proyecto de prospecto informativo que usará la sociedad

g Copia de los estados financieros del último año fiscal y de los dos años fiscales inmediatamente anteriores, debidamente auditados por un contador público autorizado independiente. Los últimos estados financieros no podrán ser de más de cuatro meses de anterioridad a la fecha de solicitud y en ese caso, podrán ser certificados por un Contador Público Autorizado de la empresa

Para la fecha de presentación se solicitan los estados financieros de un año completo y estados financieros interinos. Es decir, si sale una emisión se recomienda, que los estados financieros interinos, reflejen la parte medular, de los últimos meses

h Publicar en dos diarios de circulación nacional por una vez en días hábiles distintos, una copia de los balances y estados financieros que hubiere remitido a la Comisión Nacional de Valores dentro de los treinta días después de presentados

Mediante Resolución No. 382 de 13 de septiembre de 1990, la Comisión Nacional de Valores estableció que la publicación del balance general debe ir acompañada de una nota al pie, del siguiente tenor. “Esta publicación se hace sobre la base de que la sociedad está solicitando autorización para la oferta pública de \_\_\_\_\_ por un monto de \_\_\_\_\_ y en cumplimiento de lo estipulado en el artículo 26 del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970.”

i. Flujo de caja proyectado por el término de vigencia de la emisión o hasta un máximo de cinco años. Procedimiento éste que no se está cumpliendo

Es recomendable que se incluya ya que es importante la proyección para la consideración de un banco fidecomisario, el cual puede ser un banco promotor. Este puede regular que la emisión deba pagarse a la fecha de vencimiento, si hace una provisión de fondos en fecha periódica, indistintamente si el emisor debiera redimir antes de la fecha de vencimiento

j. Con base en el contenido del Derecho Ejecutivo No. 10 de 9 marzo de 1972, que crea el conocido Reglamento A, se requiere la presentación de la siguiente información adicional

**J 1. Informe estimado de los principales gastos en que incurrirá la empresa en relación a la oferta de valores, tales como: registro, publicidad, impresión de prospecto, legales, contables, profesionales y otros.**

**J 2. Lista o diagrama de todas las subsidiarias en que la sociedad peticionaria posea más del veinte por ciento de las acciones. Para cada subsidiaria se debe indicar**

**j.2.1. País bajo cuya legislación la sociedad ha sido organizada**

**j.2.2. Porcentaje de los valores con derecho a voto que la sociedad peticionaria posea o la base de su control sobre cada una de las subsidiarias que se incluyen en los estados financieros consolidados**

**j.3. Se debe aportar el plan de distribución de los valores, con respecto al cual se requiere la presentación de:**

**j.3.1. Cuando la totalidad o parte de los valores sean ofrecidos a través de distribuidores, se requiere señalar sus nombres,**

direcciones, cantidad de valores a distribuir por cada uno y cualquier relación o naturaleza de obligación existente entre estos y la sociedad emisora. Además, descubrir los descuentos y comisiones reconocidas a los distribuidores, debe incluir el efectivo, valores, contratos o cualquier beneficio en que reciban en conexión a la oferta de valores

j.3.2 Si los valores son ofrecidos por otros medios, se deben describir.

j.3.3 Detallar cualquier acuerdo para el reembolso de los dineros recaudados en caso de no cubrirse el total de la emisión

j.3.4. Si existen ventas que no sean en efectivo, se deben describir al igual que el propósito de la transacción, y quienes se acreditarán tales valores

j.4. Descripción del uso del dinero obtenido en la venta, expresado en base a los siguientes parámetros prácticos

j 4 1 Señalar la cantidad aproximada que se utilizará para cada propósito, y el correspondiente orden de prioridad en cada caso.

j 4 2. Descripción de cualquier fondo y su respectiva fuente, que vayan a ser utilizados para los mismos propósito, y el correspondiente orden de prioridad en cada caso

j.4 3 Descubrir si parte de lo recaudado será utilizado para adquirir activos no relacionados con la operaciones normales de la empresa Incluir el detalle de dichos activos, precio de compra y las personas que recibirán comisiones por motivo de su adquisición.

j 5 Descripción del negocio actual y del que pretenda realizar la sociedad

Debe incluir.

j 5.1. Desarrollo general del negocio durante los últimos cinco años o por el período en que la sociedad ha estado en negocios, si es menor.

**j.5.2 Señalar el número de personal y la distribución geográfica de las operaciones de la sociedad.**

**j.5.3 En caso de tratarse de una subsidiaria, se debe expresar la sociedad que la controla.**

**j.5.4 En el evento que la sociedad se dedicara a un número plural de actividades, se deben describir aquellas en las cuales derive más del diez por ciento de sus ventas o ingresos.**

**j.5.5. Descripción de los principales productos o servicios de los cuales la sociedad deriva sus ingresos**

**j.5.6 Localización, carácter y gravámenes (en caso de existir) de las principales plantas, minas o cualquier otro activo físico importante que posea la sociedad**

**j.5.7. Especificar los directores y ejecutivos principales de la sociedad, así como su posición dentro de la misma y una breve descripción de sus principales actividades durante los últimos tres años.**

j 6, Descripción de los juicios o demandas pendientes, excepto las que se deriven de las operaciones ordinarias de la empresa. Se debe señalar el nombre del Tribunal o Departamento Administrativo en donde el litigio esté pendiente, al igual que la fecha y las partes principales del proceso.

j 7. Cuando ~~se trate de sociedades organizadas~~ dentro de los últimos tres años se debe presentar la siguiente información:

j.7 1. Nombre de los promotores del negocio.

j 7.2 Naturaleza y cantidad de cualquier beneficio, privilegio o retribución que haya recibido cualquier promotor de manera directa o indirecta de la sociedad.

j 7 3 Naturaleza y cantidad de cualquier actividad, servicio u otra consideración especial que haya recibido o recibirá la sociedad

j 7.4. Establecer si existen activos adquiridos o que vaya a adquirir la sociedad por parte de los promotores, el precio por el

cual se adquirió o se adquirirá, y el procedimiento que se siguió o se seguirá para determinar dicha sociedad

j.8. Cualquier otra información adicional solicitada por la Comisión Nacional de Valores

#### **4.1. El prospecto informativo**

Constituye uno de los documentos esenciales que debe presentar ante la Comisión Nacional de Valores, toda sociedad que desee solicitar autorización para realizar oferta pública de títulos-valores

Antes de efectuarse la venta de títulos-valores, el prospecto informativo debe ser previamente aprobado por la Comisión y ser del consentimiento del inversionista

En el Título II (Del Prospecto) del Reglamento A sobre información adicional y el prospecto que deben presentar las sociedades que soliciten autorización para vender valores o registrarse en la Comisión, se contemplan los parámetros dentro de los cuales debe ser confeccionado el prospecto informativo.

#### **4.1.1. Normas de conformación del prospecto informativo**

A manera práctica, consideramos enumerarlas de la siguiente forma:

1 Debe confeccionarse en forma clara, concisa, comprensible sin utilizar palabras técnicas e irrelevantes

2 La manera de presentar la información no debe conllevar el ocultamiento de información requerida o eliminación de la necesaria.

3 Deberá ser impreso, mimeografiado, escrito a máquina o por cualquier medio que resulte en copias claras y legibles

4. Con diez puntos de imprenta deberá ser el tamaño de la impresión y por lo menos con ocho de los estados financieros y las informaciones estadísticas

5 Debe cumplir con las normas de Publicidad y Propaganda (Reglamento B) establecida por la legislación de valores.

6 Indicar en la portada el tipo de garantía constituida para la emisión de los títulos-valores <sup>3</sup>

Se pueden presentar los siguientes supuestos:

- a. Que se trate de una garantía de carácter real o personal. En este caso se colocará la leyenda, "Garantizado por \_\_\_\_\_"
- b. Cuando la emisión de títulos-valores no tiene garantía personal o real se expresará. "Respaldada por el crédito general de la empresa"

#### 4.1.2. Contenido del prospecto informativo

Para lograr una mejor comprensión del tema, creemos conveniente enunciarlo en este orden:

- a. Información obligatoria que debe contener.

---

<sup>3</sup> Resolución No 701 de 20 de mayo de 1993, expedida por la Comisión Nacional de Valores.

- En la primera o primeras páginas, debe indicarse la siguiente leyenda:

***"Estos valores han sido autorizados para su venta por la Comisión Nacional de Valores. Esta autorización no implica que la Comisión Nacional de Valores recomiende la inversión en tales valores ni representa opinión favorable o desfavorable sobre las perspectivas del negocio".***

- Índice de la información presentada
- Nombre, dirección y fecha de constitución e inscripción en el Registro Público de la sociedad emisora
- Tipo o tipos, números y valor nominal en relación con el capital pagado de los títulos-valores que serán ofrecidos en venta
- Se debe confeccionar en relación a los valores que serán ofrecidos al público, el siguiente cuadro.

<i>Precio al</i>	<i>Descuento o</i>	<i>Cantidad a Cía.</i>
<i>Público</i>	<i>Comisiones a Dist.</i>	<i>Emisora</i>

<i>Por unidad</i>	_____	_____	_____
<i>Total</i>	_____	_____	_____

- Fecha de impresión del prospecto informativo

**b. Informaciones adicionales:**

1. Estados financieros del último año fiscal y de los dos años fiscales inmediatos anteriores, debidamente auditados por un contador público autorizado independiente. Los últimos estados financieros, no podrían ser de más de cuatro meses de anterioridad a la fecha de solicitada de oferta pública de valores y en ese caso, podrán ser certificados por un contador público autorizado de la Empresa.

2. Parte de las informaciones requeridas por el Reglamento A

2.1 Plan de distribución de los valores. Incluye:

2.1.1 Cuando la totalidad o parte de los valores sean ofrecidos través de distribuidores, se requiere señalar sus nombres, direcciones, cantidad de valores a distribuir por cada uno y cualquier relación o naturaleza de obligación existentes entre estos y la sociedad emisora. También, describir los descuentos y comisiones reconocidos a los distribuidores, debe incluir el efectivo, valores o contratos o cualquier beneficio que reciban en conexión a la oferta de valores.

2.1.2 Si los valores son ofrecidos por otros medios, se deben describir.

2.1.3 Detallar cualquier acuerdo para el reembolso de los dineros recaudados en caso de no cubrirse el total de la emisión

2.1.4. Si existen ventas que no sean en efectivo, se deben describir, al igual que el propósito de la transacción, forma de pago y quienes se acreditarán tales valores.

2.2 Descripción del uso del dinero recaudado en la venta de los títulos-valores Comprende:

2.2.1 Detalle de las cantidades aproximadas que se utilizarán para cada propósito y el orden de prioridad en cada caso.

2.2.2. Descripción de cualquier fondo y su respectiva fuente, que vayan a ser utilizados por los mismos propósitos

2.2.3 Describir si parte de lo recaudado será utilizado para adquirir activos no relacionados con las operaciones normales de la empresa; también, se deberá hacer una descripción detallada de dichos activos, el precio de compra, las personas que recibirán el monto o comisiones por motivo de la adquisición de los mismos

2.3 Descripción del negocio actual y del que pretenda realizar .

Conlleva

2.3.1. Desarrollo general del negocio durante los últimos cinco años por el período de tiempo en que la sociedad ha estado en negocios si es menor

**2.3.2 Señalar el número personal y la distribución geográfica de las operaciones de la sociedad**

**2.3.3. Si la sociedad es una subsidiaria, se deberá expresar cuál es la sociedad que la controla**

**2.3.4 En el evento que la sociedad se dedicara a un número de actividades, se deben describir aquellas en las cuales derive más del diez por ciento de sus ventas o ingresos**

**2.3.5. Descripción de los principales productos o servicios de los cuales la sociedad deriva sus ingresos**

**2.3.6 Localización, carácter y gravámenes (si existen) de las principales plantas, minas o cualquier otro activo físico importante que posea la sociedad**

**2.3.7. Lista de los directores y ejecutivos principales de la sociedad, así como su posición dentro de la misma y una breve descripción de sus principales actividades durante los últimos tres años**

2.4 Descripción de los juicios o demandas pendientes, excepto las que se deriven de las operaciones ordinarias de la empresa. Se debe señalar el nombre del Tribunal o Departamento Administrativo en donde el litigio esté pendiente, al igual que la fecha y las partes principales del proceso.

2.5 Cuando se trate de sociedades organizadas dentro los últimos tres años se deben presentar los siguientes datos

2.5.1 Nombre de los promotores del negocio

2.5.2 Naturaleza y cantidad de cualquier beneficio, privilegio o retribución que haya recibido cualquier promotor, de manera directa o indirecta de la sociedad

2.5.3. Naturaleza y cantidad de cualquier actividad, servicio u otra consideración especial que haya recibido o recibirá la sociedad.

2.5.4. Establecer si existen activos adquiridos o que vaya a adquirir la sociedad por parte de los promotores, el precio por el

cual se adquirió o adquirirá y el procedimiento que se siguió o se seguirá para determinar dicha cantidad

**2.6** Cuando se trate de sociedades que solicitan autorización para vender acciones comunes o preferidas, deberán presentar la siguiente información adicional

**2.6.1.** Descripción del tipo de acción, los derechos de voto, de liquidación, de conversión, de redención y cualquier otro derecho u obligación contraído en la compra

**2.6.2** Especificar por separado si los derechos de los tenedores de las acciones que se pretenden vender, pueden ser modificados de cualquier otra manera que por voto de la mayoría o más de las acciones en circulación

**2.6.3** Describir por separado la política de dividendos que ha seguido la sociedad y definir sus intenciones futuras al respecto.

**2.7** Cuando se trate de una oferta pública de títulos-valores que representen endeudamiento por más de un período fiscal, se debe aportar lo siguiente.

**2 7 1. Descripción detallada de los derechos y obligaciones de los tenedores.**

**2 7.2 Provisiones sobre**

**2.7.2.1. Interés, madurez, redención, amortización, retiros o conversión a otros valores**

**2 7.2 2 Restringiendo la declaración o pago de dividendos**

**2.7 2.3 De mantener una determinada razón de activos o pasivos sobre la conservación de determinados activos.**

**2 7.2.4. Con respecto al tipo y prioridad de garantías constituidas sobre cualquier bien puesto como garantía a la emisión junto con una breve descripción de los principales sujetos a tal garantía**

2 7.2.5 Permitiendo o restringiendo la emisión de valores adicionales, el retiro de efectivo depositado contra dicha emisión, el incurrir en deuda adicional, la liberación o sustitución de activos garantes de la emisión y las modificaciones de los términos de la emisión

2 7 3 En el evento de existir fideicomiso, expresar el nombre del fiduciario, la naturaleza de su relación material con la sociedad emisora o afiliadas y el procedimiento que permita al fiduciario accionar contra el emisor

2 8 Descripción detallada de los títulos-valores para cuya emisión se solicita autorización. Incluye los derechos y obligaciones del suscriptor de los mismos

**c. Informaciones opcionales que puede contener el prospecto informativo:**

Deben ajustarse a las reglas anteriormente expresadas y al Reglamento B sobre propaganda Puede traducirse a:

1. Información Publicitaria

## 2 Explicaciones adicionales

### 4.2. Estados Financieros

#### 4.2.1. Concepto

Los estados financieros son informes contables convencionales denominados estado de resultados, balance general, estado de flujo de efectivo, estado de utilidades retenidas y estado de cambios en la situación financiera, los cuales se preparan en forma mensual al final del ciclo contable o período fiscal

El período contable más usual es el de doce meses, pero también hay período de uno o tres meses.

Con respecto al ciclo contable, comprende el orden preestablecido en el cual son ejecutados los procedimientos de un sistema contable. Incluye los siguientes pasos:

- 1 Identificación. Se identifican las actividades realizadas por una empresa, que pueden considerarse transacción de negocios para efectos contables

- 2 **Análisis** Conlleva analizar de qué manera afecta a la situación financiera de la empresa las transacciones de negocios efectuadas por la organización e identificadas en la etapa anterior
3. **Registro** Se nota en los registros permanentes de la compañía las transacciones de negocios efectuados por ella y de acuerdo a la manera en que se haya afectado su situación financiera
- 4 **Clasificación.** Consiste en agrupar todas las transacciones de negocios que hayan afectado a un mismo tipo de rubro o partida que integra la situación financiera de una organización.
5. **Resumen** Generación de un informe de todas las partidas integrantes de la situación financiera de un negocio después de haber tomado en cuenta las transacciones de negocios del período actual.
- 6 **Elaboración de informes.** Presentan la situación financiera de un negocio Constituyen los estados financieros
- 7 **Interpretación** Etapa en la cual se analizan los estados financieros del negocio, comparando la situación

financiera actual con la de los períodos anteriores y con las otras empresas

#### **4.2.2. Contenido**

Los estados financieros deben estar compuestos por lo menos, por

a **Balance General**

Es el informe financiero que muestra el importe de los activos, pasivos y capital en una fecha determinada. Señala los recursos del negocio, lo que debe y el capital aportado por los dueños

*Activo.* recurso económico de un negocio, del cual se espera rinda beneficios en el futuro. Ejemplos: dinero en efectivo, bienes muebles e inmuebles

*Pasivo:* adeudos del negocio con sus acreedores y el derecho de éstos últimos sobre los activos. Ejemplos: cuentas, salarios, préstamos e impuestos por pagar.

*Capital.* aportación de los dueños del negocio, incluye la parte de los activos que pertenecen al dueño del negocio

De los tres conceptos antes expuestos resulta la siguiente ecuación contable básica.

$$\mathbf{ACTIVO = PASIVO + CAPITAL}$$

Ahora bien, este reglamento C, en una forma no muy ordenada, establece normas en las cuales se detalla parte del contenido que debe llevar el balance general, razón por la cual es conveniente presentarlas de la siguiente manera

a **Activos corrientes o circulantes** son aquellos que generalmente podrán ser convertibles en efectivo dentro de un año. Pueden incluir las cuentas por cobrar (constituyen derechos del negocio contra deudores que normalmente surgen de las ventas de mercancías o por la prestación de servicios dentro de las operaciones normales de la empresa) y los inventarios en proceso de larga duración (valor de las mercancías que están disponibles para venderse directamente o para ser usadas en la prestación de servicios)

b Pasivo corriente o circulante incluye las obligaciones por pagar dentro de un año, es decir, las que representan los adeudos a los proveedores en mercancías o materias primas adquiridas a crédito, las cuales se relacionan con el giro normal de la empresa. También, puede incluir depósitos de clientes e ingresos diferidos.

b Estado de capital

Compuesto por la aportación de los dueños del negocio, parte de los activos que pertenecen al dueño del negocio. Es el resultado de la diferencia entre el monto de los activos que posee el negocio y los pasivos que adeuda

c. Estado de Ganancias y Pérdidas

Informe diario que muestra el importe de utilidad ganada o perdida incurrida durante un determinado período

Debemos empezar aportando las siguientes definiciones:

*Ingresos:* recursos que recibe el negocio por la venta de un servicio o producto en efectivo o crédito.

**Gastos:** activos que se han usado, consumido o gastado en el negocio con la finalidad de obtener ingresos

**Utilidad** diferencia entre los ingresos obtenidos y todos los gastos incurridos en la generación de tales ingresos. Para que haya utilidad, los ingresos deben ser mayores que los gastos

**Pérdida** ocurre cuando los gastos son superiores a los ingresos

Como resultado de la aplicación práctica de los conceptos arriba expuestos, se origina el siguiente planteamiento.

$$\mathbf{INGRESOS - GASTOS = UTILIDAD O PERDIDA}$$

#### **4.3. Otros documentos e información**

a Estado de Ganancias retenidas

Estado financiero básico que muestra el cambio en las utilidades retenidas durante el año

Muestra el saldo inicial de las utilidades retenidas, más el ingreso neto del período, menos cualquier dividendo declarado. De esta manera se determina el saldo final de utilidades retenidas

Se considera como utilidades retenidas, aquellas acumuladas, menos las pérdidas y los dividendos declarados o pagados a los accionistas desde la formación de la sociedad anónima

**b Estado de cambios en la situación financiera**

En la obra de Gerardo Guajardo sobre Contabilidad Financiera, se señalan tres bases sobre las cuales pueden ser efectuado, estas son

- 1 Estado de cambio en la situación financiera con base en el activo total, aquí se estudian los cambios en los saldos de las partidas de los balances comparativos.
2. Estado de cambio en la situación financiera con base en capital en trabajo: considera como origen del mismo a los

fondos que provengan de financiamiento a largo plazo, como emisiones de acciones, sin incluir los financiamientos a corto plazo.

3. Estado de cambio en la situación financiera con base en efectivo, en cuenta las entradas y salidas de efectivo que se han generado en las diferentes operaciones efectuadas por el negocio

En la práctica el término Estado de cambios en la situación financiera ha sido suplantado por el Informe Estado de Flujos de Efectivo, que contempla los flujos de efectivo basados en las actividades de operación, flujos de efectivo sobre las actividades de inversión, y por último los flujos de efectivo de las actividades de financiamiento

c Notas a los estados financieros

Constituyen las explicaciones necesarias y esenciales para aclarar o facilitar el análisis y evaluación de los estados financieros. Puede comprender información adicional para la mejor comprensión de los estados financieros y que se refiera a contingencia,

compromisos, planes futuros y eventos posteriores a la fecha de los  
mismos

## ***B. La Bolsa de Valores de Panamá, S. A.***

### **1. Origen**

Desde un punto de vista estrictamente formal y legalista, podemos afirmar que la historia bursátil panameña no es de muy antigua data, a pesar de que para los inicios de la República, ya se verificaban negociaciones de títulos- valores de manera informal

Vemos que, a mediados de la primera década de los años noventa, fue expedido mediante Ley No 2 de 1916 el Código de Comercio, cuerpo legal cuyo Libro Primero establece en su Título VI "De los Lugares y Casas de Contratación Mercantil", Capítulo I, disposiciones normativas sobre las bolsas de comercio

No es hasta 1970 que se expide el Decreto de Gabinete No 247 "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 accionista minoritarios":

Este Decreto de Gabinete se emitió con la finalidad de llenar el vacío existente en nuestro país en materia de transacciones sobre títulos- valores, todo con el objetivo de promover las futuras operaciones bursátiles

Expedida nuestra legislación de valores, se inició un proceso de reglamentación de la misma, que se tradujo en la expedición de múltiples Leyes, Decretos de Gabinetes y Decretos Ejecutivos por parte de los gobiernos de turno, al igual que una variada gama de resoluciones normativas expedidas por la Comisión Nacional de Valores

Posteriormente, mediante Decreto No 44 de 1988, se autorizó la creación de bolsas de valores y se reglamentó su instalación y funcionamiento

Autorizada de esta manera la creación de bolsas de valores, en nuestro país se llegaron a constituir para tales fines las sociedades que a continuación enunciamos

Bolsa Internacional de Valores de Panamá, S A., esta sociedad fue constituida el 11 de diciembre de 1984 y, mediante resolución No 310 del 6 de julio de 1988, la Comisión Nacional de Valores autorizó a dicha sociedad para operar una bolsa de valores a nivel nacional e internacional.

Un tiempo después la Comisión, mediante resolución No 35 del 5 de abril de 1990, le canceló la autorización por el hecho de no haber iniciado operaciones dentro de la resolución que la autorizaba para operar

Bolsa de Valores Global, S A mediante resolución No 347 del 23 de marzo de 1990 la Comisión Nacional de Valores, la autorizó para operar una bolsa internacional de valores

Esta sociedad logró operar por muy poco tiempo, ya que a través de Resolución No 409 del 12 de diciembre de 1990 su autorización fue cancelada

Bolsa de Valores de Panamá, S A actualmente es la única empresa privada que está operando el negocio de bolsa de valores en la República de Panamá

Fue constituida mediante escritura pública No 954 del 8 de marzo de 1989 De este documento público podemos resaltar las siguientes consideraciones

- 1 Se creó una sociedad anónima denominada Bolsa de Valores de Panamá, S A
- 2 Se establece como finalidad y objetivo, establecer una bolsa de valores
- 3 Capital social autorizado de un millón de dólares (\$1,000,000.00) moneda de curso legal de los Estados Unidos de América, dividido en diez mil acciones comunes, de un valor nominal de cien dólares (\$100 00) cada una
- 4 Las acciones otorgarán los mismos derechos y privilegios y cada una representará un voto en las Juntas Generales de Accionistas
- 5 Ninguna persona, podrá tener ni por sí, por interpósita persona, más del cinco por ciento del capital social autorizado
- 6 La Asamblea General de Accionistas constituye el poder supremo de la sociedad

Constituida inicialmente de esta manera la sociedad, fue autorizada para operar una bolsa de valores, mediante Resolución No 349 de 30 de marzo de 1990, expedida por la Comisión Nacional de Valores

El 26 de junio de 1990 llevó a cabo el primer corro, en un horario de nueve de la mañana (9 00 a m ) a diez y treinta de la mañana (10 30 a m )

## **2. Objetivos Generales**

Actualmente, la Bolsa de Valores de Panamá, S A (de ahora en adelante la Bolsa) es una empresa privada, creada con la finalidad de agilizar y promover la negociación de títulos-valores en la República de Panamá

Entre sus principales objetivos se encuentran

- 1 Promover y facilitar la compra y venta de títulos-valores de carácter públicos y privados
- 2 Asegurar que las transacciones bursátiles se efectúen de conformidad a la Ley y a las normas de ética, tanto comercial, como profesional
- 3 Promover mayor participación de las personas en los mercados de valores
4. Reglamentar las operaciones que se realicen en ella
- 5 Informar al público sobre las cotizaciones y operaciones que se llevan a cabo

- 1 Fecha de transacción
- 2 Clase de título-valor
- 3 Emisor
- 4 Garante
- 5 Tipo de Mercado
- 6 Precio de oferta porcentaje de descuento o rendimiento
- 7 Fecha de Liquidación
- 8 Si la operación es a hoy, al contado, a plazo o a opción
- 9 Valor nominal o actual
- 10 Fecha de vencimiento
- 11 Tasa de interés
- 12 Periodicidad del pago de intereses
- 13 Última fecha de pago de interés
- 14 Número de títulos-valores y cupones

En el Decreto de Gabinete No 247, a pesar de que se listaba un gran número de informaciones, se establecía que solamente se daría por aceptado entre las partes contratantes, la información consagrada en la volante. Dicha volante debía confeccionarse en un original para los archivos de la Bolsa y cuatro copias distribuidas entre los puestos comprador, vendedor y sus clientes.

Luego de firmadas las volantes por los agentes de bolsa respectivos, debían entregárselas al pregonero de la Bolsa, quien expresaría en voz alta la operación acordada, identificando el título-valor negociado, su cantidad y precio y las anotaría en los tableros del corro, para de esta manera se informara de la transacción a los demás agentes de bolsa presentes en la sesión

Anotada la transacción en el tablero, esta quedaba pendiente al menos por un período de veinte segundos, con la finalidad de que el resto de los Agentes de Bolsa pudieran ofrecer un mayor precio de compra o un menor precio de venta

En esta etapa de la sesión se podían dar dos posibilidades

Primero si transcurrido el término y no existían propuestas, se procedía a cerrar la operación y la transacción queda finiquitada

Segundo si durante el término indicado, algún corredor ofrecía un mejor precio se interrumpía y se iniciaba el remate de la operación por medio del sistema de pujas y repujas

A través de este sistema los corredores, en voz alta, expresaban su deseo de ofrecer un mayor precio de compra o un menor precio de venta, que serían anotados en el tablero por el anotador y variarían de acuerdo con las pujas que se hacían

En el Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970, las pujas se llevaban a cabo en un solo sentido hasta que los agentes llegaban a un acuerdo, dando como resultado que las operaciones se remataban al mejor postor, momento en el cual el pregonero indicaba "operación cerrada" el precio final y se encerraba en paréntesis la cantidad negociada y el precio final en el tablero

En el mercado secundario, basado en la nueva Ley, se está utilizando sistema de subasta en el sistema electrónico, pero aún se mantiene la política de tomar la mejor orden

Según la nueva Ley No 1 del 8 de julio de 1999, se incorpora lo que llamamos Bolsa Electrónica, no es más que un sistema que funciona a través de un libro centralizado de órdenes donde electrónicamente se acumulan las intenciones de compraventa estableciendo una banda lo cual presentará las mejores intenciones para vender y comprar. Esta nueva estructura permite un horario más largo, de 5 horas corridas donde los agentes de bolsa desde

sus propias oficinas pueden realizar operaciones y de esta forma los valores son transados en forma ágil, transparente, equitativa y segura

Con la Bolsa Electrónica habrá muchas otras ventajas como mejor formación de precios, habrá un mayor volumen de transacciones y aumento de liquidez y mayor transparencia ya que de esta forma se minimizan los errores lo cual aumenta la transparencia operativa, además ésta producirá mayor liquidez y profundidad al mercado de valores

Para finalizar este punto, hacemos referencia a una serie de reglas que establece el Manual de Sesiones y que no se encuentran consagrados en el Reglamento Interno de la Bolsa

Se establece que a medida que se finiquitan los contratos de operación, son pasados a cómputo para dar inicio a su digitación. Al terminar la sesión, solamente se deben pregonar las transacciones sobre las cuales haya un acuerdo firmado y recibidos por el Director de la sesión antes del cierre.

Podemos exponer una serie de reglas especiales aplicables a este tipo de operaciones. Estas se encuentran consagradas en el Reglamento Interno y en el Manual de Sesiones de la Bolsa de Valores de Panamá, S A

### Reglas Especiales

- Las sesiones bursátiles deben ser presididas por el Gerente General de la Bolsa o el empleado de ésta, que él mismo designe. Además, será facultado para resolver los conflictos e interrogantes que surjan.
- Quien preside la sesión bursátil la abrirá puntualmente a la hora determinada y la cerrará una vez transcurrido el término establecido. Transcurrida la hora de cierre no se aceptará operación alguna y solamente se continuará el trámite de las pendientes por pregonar o cerrar.

## **CAPÍTULO III**

# **ANÁLISIS CRÍTICO – LEGAL DE LAS DISPOSICIONES Y REGLAMENTACIONES QUE REGULAN LA NEGOCIACIÓN DE LOS TÍTULOS - VALORES**

## **A- *Análisis Legal***

### **1. Requisitos para efectuar oferta de compra de ~~títulos-valores~~ por parte de sociedades anónimas sujetas al Decreto No. 45 de 5 de diciembre de 1977.**

De acuerdo con los lineamientos previstos en el Decreto de Gabinete No 247 de 16 de julio de 1970, con base a una política de ordenación y regulación, propia de la legislación de valores patria se buscaba en aquellos lustros la promoción de transacciones bursátiles, particularmente en relación con la compra y venta de valores en sociedades registradas

Aunado a lo señalado en el párrafo que antecede se buscaba para un mejor desenvolvimiento de un mercado de valores adecuado para el crecimiento y desarrollo de la economía del país, conceder al público común inversionista de la información completa y precisa que guardase relación con las transacciones bursátiles reguladas por la Comisión Nacional de Valores Concatenadamente y de forma más específica se procuraba crear los mecanismos adecuados para informar al público de las ofertas abiertas e indeterminadas de compras de valores que pudiesen conducir al control de ciertas empresas

Con fundamento a éstos parámetros de revisión y fiscalización de las empresas, en especial las sociedades anónimas, se crea el Decreto No 45 de 5 de diciembre de 1977, que a continuación pasamos a detallar algunos de sus aspectos más relevantes

a Regula sociedades anónimas constituidas de acuerdo a leyes panameñas y las extranjeras que tengan su sede social o estén habilitadas para ejercer negocios en Panamá, deben contar con un número de mil o más accionistas, estar registradas en la Comisión Nacional de Valores y mantener en el territorio nacional oficinas panameñas con empleados de tiempo completo e inversiones en el país superiores a un millón de dólares (\$1,000,000 00)

b La sociedad anónima deberá mantener su registro en la Comisión Nacional de Valores por un plazo no menor de un año, contado a partir de la fecha de formalización del mismo

c Consignar un depósito en efectivo por la suma de cincuenta mil dólares (\$50,000 00) por intermedio de la Comisión Nacional de Valores, con el propósito de garantizar el cumplimiento del Decreto No 45 de 1977

Este requisito no es exigido a las sociedades constituidas de conformidad a las leyes panameñas y aquellas que tengan un registro voluntario en la Comisión Nacional de Valores

La cantidad de dinero antes señalado no devengará intereses y será reembolsada en un plazo de dos años, contados a partir de la fecha en que se cancele voluntariamente el registro, mediante reembolsos parciales de veinticinco mil dólares (\$25,000.00)

d El oferente debe entregar en las oficinas (ubicadas en la República de Panamá) de la empresa a la cual propone la oferta de compra de valores, una declaración de la siguiente información

1 Nombre y fecha de constitución de la empresa, número de valores en circulación de la clase que se propone adquirir, el número exacto de valores solicitados y el precio que se ofrece por ellos

2 Identidad y antecedentes de toda persona en cuyo favor se ha efectuado o será efectuada la adquisición de cualquier valor de la empresa, incluye

2.1 Nombre, dirección comercial y residencia

- 2 2 Ocupación, negocio principal y dirección del lugar donde hubiera prestado servicios durante los últimos cinco años (fecha de inicio y terminación).
  - 2 3 Indicar si ha sido condenado en cualquier proceso criminal. En caso afirmativo señalar la fecha, naturaleza de la condena, pena impuesta, nombre y dirección del Tribunal
- 3 Fuente y monto de los fondos u otros bienes usados o que serán utilizados en la adquisición de los valores. Se debe destacar.
- 3 1 Descripción de cualquiera valores que no formen parte del capital social o de la deuda a largo y corto plazo del oferente, que serán ofrecidos a cambio de los valores de la empresa
  - 3 2 Descripción de la transacción y nombres de los participantes, si cualquiera parte del precio de adquisición de los valores proviene de fondos prestados o de otra fuente
- 4 Proyectos o planes del oferente una vez haya adquirido el control de la empresa, para liquidarla, vender sus activos, efectuar fusión o consolidación y cualquier otro cambio sustancial en sus negocios, estructura social, organización, ubicación de bienes, personal administrativo o política de empleo

5 El número de acciones o unidades de valores emitidos por la empresa de las cuales cada oferente sea dueño inscrito o beneficiario, la cantidad de valores con respecto a los cuales existe un derecho de adquisición, directa o indirectamente, a favor de cada oferente, cada afiliada o asociada de tal oferente, y de cualquier director, dignatario o subsidiaria de tal oferente, si el oferente es una sociedad anónima, o de cualquier socio o miembro, si el oferente es una entidad de otra clase, en cada caso especificando el nombre y la dirección de cada persona, y cualesquiera transacciones que hayan tenido como objeto de valores de la empresa, efectuadas por tales personas durante los últimos sesenta días

6 Detalle de las siguientes obligaciones

6.1 Contratos, acuerdos, convenios, relaciones o negociaciones con respecto a cualquier valor emitido por la empresa, en los cuales sea parte algún oferente. Además del nombre de las personas con quienes se haya celebrado, se debe incluir:

6.1.1 Arreglos para el traspaso o votación de cualquiera valores

- 5 1 2 Participaciones en cualquiera empresa
- 5 1 3 Préstamos u opciones de compra y venta de valores
- 5 1 4 Garantías de préstamos, contra pérdidas y de ganancias
- 5 1 5 División de pérdidas y ganancias
- 5 1 6 Entrega o retención de poderes de representación
- 5 1 7 Fideicomisos de voto
- 5 1 8 Arreglos en general para la votación de valores

6 2 Contratos, acuerdos, convenios, relaciones o negociaciones entre el oferente y cualquier persona que sea director, dignatario o que reciba el beneficio correspondiente a los valores de la empresa Debe incluirse

- 6 2 1 Entrega de los valores de la empresa
- 6.2.2 Compra por el oferente de valores que sean propiedad de tal persona, por otro medio que no constituya oferta de compra.
- 6 2 3 Retención de cualquier persona en su posición administrativa actual o en cualquier otra posición administrativa o en el relativo a recomendar la oferta de compra

7 Si el oferente no es una sociedad anónima, entonces la declaración debe incluir a cada socio, miembro y cada persona que controle a dicho socio o miembro

8 Si el oferente es una sociedad anónima, en la declaración se requerirá incluir a cada director, dignatario y la persona que controle la sociedad, también se incluirá a cada director y dignatario de cada sociedad anónima que controle dicha sociedad

9 Si el oferente es una persona natural, se deberá incluir

9.1 Un balance de situación del oferente con cierre no antes de noventa días anteriores a la fecha de la declaración, auditado por un Contador Público Independiente

Debe incluir la opinión del Contador con respecto a la imparcialidad en la presentación de la situación financiera del oferente, o una declaración jurada del oferente de que el balance de situación y sus anexos son fieles y correctos, según mejor conocimiento, y que según su leal saber y entender no ha habido cambio adverso de carácter significativo en la situación financiera de tal persona desde la fecha del balance de situación.

- 9 2 Descripción de la ubicación y características de los principales bienes corporales del oferente
  - 9 3 Descripción de cualesquiera procesos, trámites legales o administrativos pendientes, en los cuales sea parte el oferente o que se relacionen con él o sus bienes
  - 9 4 Descripción y desarrollo de los negocios a que se ha dedicado el oferente durante los últimos cinco (5) años y los proyectos o planes que intente llevar a cabo durante los próximos doce meses para futuros negocios o para desarrollar negocios que actualmente tiene
- 10 Si el oferente es una sociedad anónima o entidad de cualquier otra naturaleza, la declaración deberá incluir la siguiente información
- 10 1 Año, forma y jurisdicción de su constitución Los cambios de jurisdicción y los motivos para ello
  - 10 2 Si se trata de una sociedad anónima, descripción de cada clase de acciones, de su capital social y de su deuda a largo plazo
  - 10 3 Estados financieros del oferente, incluyendo un balance de situación auditado e informes relacionados con respecto a la renta percibida y los cambios en su situación financiera durante

los últimos tres años fiscales Se presentarán consolidados si el oferente normalmente los presenta de esa manera

En el supuesto que los últimos estados financieros correspondan a un período que terminó más de noventa días antes de la fecha de la declaración, deberán presentarse declaraciones interinas cubriendo el período desde la fecha del último estado financiero auditado hasta una fecha por lo menos noventa días antes de la fecha de la declaración, los cuales, si no han sido auditados por contadores públicos independientes, el oferente deberá certificar que los mismos reflejan, según su mejor conocimiento, información veraz y correcta

- 10 4. Descripción de la ubicación y características de los principales bienes corporales del oferente y sus subsidiarias
- 10 5 Descripción de cualquier proceso, trámite legal o administrativo pendientes en los cuales el oferente o sus subsidiarias sean parte o se relacionen con sus bienes
- 10 6 Descripción de los negocios a que se dedique o proyecte dedicarse, el oferente y sus subsidiarias Debe incluir e desarrollo, en general, de dichos negocios durante los últimos cinco años

11 Naturaleza y monto aproximado de los negocios efectuados entre el oferente y la empresa, durante los últimos tres años fiscales completos. Comprende cualquier contrato, relación o negociación efectuada entre el oferente y la empresa durante los últimos tres años fiscales completos, en relación a

11 1 Cualquier fusión, consolidación o adquisición en relación con la empresa o cualquiera de sus subsidiarias

11.2 Una oferta de compra o la adquisición de cualquier valor emitido por la empresa

11 3 Cualquier elección de directores de la empresa

11 4 Venta o transferencia de una cantidad considerable de su activo por la empresa o cualquiera de sus subsidiarias

12 Los nombres de toda persona contratada, empleada o remunerada por el oferente o por una persona por cuenta de éste, para solicitar la venta o hacer recomendaciones en relación con la venta por lo tenedores de valores de una empresa Se deben adicionar los términos y condiciones del contrato, empleo o arreglo, incluyendo el monto y forma de remuneración

Además, en caso que la persona haya sido previamente empleada por la empresa, se deben expresar los términos y condiciones de tal empleo

13 Toda información adicional con respecto al oferente y la oferta de compra, incluyendo copia de todo prospecto informativo, ofertas de compra, folletos, propaganda, circulares, cartas y demás materiales que propone el oferente utilizar para informar a los destinatarios de la oferta de compra

14 Toda información adicional, mediante enmienda, que conlleve algún cambio en la información detallada en todos los numerales anteriores

Todos estos aspectos que hemos mencionado en los párrafos que anteceden han sido objeto de modificación mediante la promulgación del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, conceptos que van a ser enunciados y analizados en los puntos precedentes

Mediante el **Acuerdo No. 6-00 (De 19 de mayo de 2000), Artículo Primero**, la Comisión Nacional establece un procedimiento de Solicitudes de Registro de Valores y Terminación de Registro

Nos dice que las solicitudes de registro de valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión Nacional de Valores, según lo dispuesto en el Título VI del Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999, deberán presentarse por intermedio de abogado y consistirán de dos partes a) El Prospecto Informativo b) El Formulario RV-1

El prospecto Informativo deberá ser elaborado en forma clara, concisa y comprensible, sin utilizar palabras técnicas innecesarias o irrelevantes u ocultando información necesaria

En sus primera páginas deberá presentar la siguiente información

- 1 La siguiente leyenda. **“LA OFERTA PUBLICA DE ESTOS VALORES HA SIDO AUTORIZADA POR LA COMISION NACIONAL DE VALORES, ESTA AUTORIZACION NO IMPLICA QUE LA COMISION RECOMIENDA LA INVERSION EN TALES VALORES NI REPRESENTA OPINION FAVORABLE O DESFAVORABLE SOBRE LA PERSPECTIVA DEL NEGOCIO. LA COMISION NACIONAL DE VALORES NO SERA RESPONSABLE POR LA VERACIDAD DE LA INFORMACION PRESENTADA EN ESTE PROSPECTO O DE LAS DECLARACIONES CONTENIDAS EN LAS SOLICITUDES DE REGISTRO.”**

- 2 índice de la información presentada
- 3 Nombre, domicilio, datos y fecha de constitución y de inscripción en el Registro Público de la solicitante
- 4 Tipo o tipos de valores que serán ofrecidos, su cantidad y valor nominal en relación con el capital pagado
- 5 El cuadro con los valores que serán ofrecidos al público (estimados si es necesario)
- 6 Fecha de la Oferta
- 7 Fecha de impresión del Prospecto

Los prospectos podrán contener cualquier otra información adicional que el emisor desee incluir, siempre que sea relevante y no información cuya inclusión esté prohibida por el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 o el procedimiento

Si en algún momento, a consideración de la Comisión, un Prospecto tuviese información o declaraciones falsas sobre un hecho de importancia u omitiese divulgar información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados, o engañosas a la luz de la circunstancias en que fueron hechas, la Comisión podrá ordenar que se suspenda el uso de dicho Prospecto, o la oferta pública, o ambas cosas, hasta tanto la Comisión disponga lo contrario

El Prospecto Informativo contendrá toda la información requerida por el formulario RV-1, el cual requerirá , al menos la siguiente información sobre la solicitante

**I. Factores de Riesgo** Describe aquellas situaciones, circunstancias o eventos que puedan suscitarse y que, a juicio de la solicitante, puedan reducir o limitar el retorno, rendimiento o liquidez de los valores objeto de la oferta pública. Tales factores pueden ser la Oferta, El emisor, El entorno

**II. Descripción de la Oferta:** Indica información sobre la oferta pública de los valores, el plan para distribución de los valores y temas relacionados

- A Detalles de la Oferta
- B Plan de distribución
- C Mercados
- D. Gastos de la emisión
- E Uso de los Fondos
- F Impacto de la Emisión
- G Garantías

### **III. Información de la Compañía**

- A Historia y Desarrollo de la Solicitante
- B Capital Accionario
- C Pacto Social y Estatutos de la solcitante
- D Descripción del Negocio
- E Estructura organizativa
- F Propiedades, Plantas y Equipo
- G Investigación y Desarrollo, Patentes, Licencias, etc
- H Información sobre tendencias

### **IV. Análisis de Resultados Financieros y Operativos**

En la forma más detallada posible, la administración del emisor deberá develar la información actual y perspectivas sobre el negocio que permita a los inversionistas y a otros interesados evaluar la condición financiera y los resultados de la operación del emisor. El análisis se concentrará en eventos de importancia e incógnitas percibidas por la administración y que pudiese causar que los resultados financieros reportados no fueran necesariamente indicativos de los resultados operativos futuros o de la condición financiera futura.

- A Liquidez
- B Recursos de Capital
- C Resultados de las Operaciones

**D Análisis de Perspectivas****V. Directores, Dignatarios, Ejecutivos, Administradores, Asesores y Empleados**

A Identidad, funciones y otra información relacionada

B Compensación

C Prácticas de la Directiva

D Empleados

E Propiedad Accionaria

**VI. Accionistas**

A Accionistas del emisor

B Informe propiedad del emisor

**VII. Partes relacionadas, Vínculos y Afiliaciones****VIII. Tratamiento Fiscal****IX. Emisores Extranjeros**

- 2. Situaciones que se puedan presentar con posterioridad a la entrega de la declaración por parte del oferente de la empresa.**

a Si la junta directiva de la empresa considera que la declaración del oferente no proporciona a los posibles destinatarios de la oferta, de una manera completa, objetiva y veraz, toda la información significativa en relación con el oferente y la oferta de compra, ésta dentro de los cuarenta y cinco días siguientes a la entrega la declaración deberá entregarla o solicitarle al oferente que la entregase a la Comisión Nacional de Valores y deberá solicitarle que lleve a cabo audiencia pública para determinar si se ha revelado en forma completa, objetiva y exacta, la información exigida y si el oferente ha cumplido con lo dispuesto en el Decreto No 45 del 5 de diciembre de 1977

Según el artículo 5 del Decreto 45, la empresa podrá solicitarle a la Comisión que celebre audiencia dentro de los treinta días siguientes al recibir del oferente, el nombre y dirección de su apoderado facultado para notificarle de las decisiones de la Comisión (deberán residir en Panamá) y el pago de cinco mil dólares (\$5,000.00) en concepto de derecho de registro

La Comisión Nacional de Valores podrá llevar a cabo las investigaciones que crea conveniente y mientras ésta o la audiencia estén pendientes, el oferente no podrá efectuar oferta de compra en relación con los valores de la empresa

Finalizada la audiencia y la investigación por parte de la Comisión Nacional de Valores, pueden acontecer los siguientes supuestos

- 1 Que la Comisión Nacional de Valores determine que la declaración proporciona a los posibles destinatarios de la oferta de compra, en forma completa, objetiva y exacta, toda la información relacionada con el oferente y la oferta de compra y que también ha cumplido con el Decreto No 45 de 1977

Siendo este el caso, la Comisión Nacional de Valores autorizará la oferta de compra, siempre y cuando hayan transcurrido cuarenta y cinco días desde la entrega de la declaración a un dignatario de la empresa

- 2 Que la Comisión Nacional de Valores determine que la declaración no proporciona toda la información relacionada o determine que el oferente no ha cumplido con lo normado en el Decreto No 45 de 1977, en cuyo caso no autorizará la oferta de compra

La oferta de compra no podrá autorizarse hasta que se haya proporcionado la información requerida, que haya transcurrido por lo

menos cuarenta y cinco días desde la entrega de la declaración a un dignatario de la empresa o por lo menos transcurrido treinta días desde la entrega por el oferente a un dignatario de la empresa, de cualquier enmienda a la declaración que se considere necesaria para proporcionar en forma completa, toda la información relacionada al oferente y la oferta de compra

La declaración, cualquier enmienda o documento anexo debe entregarse en español, y el pacto social, estatutos o demás instrumentos relacionados con la empresa se encuentran en otro idioma, se deberán acompañar de una traducción al español, realizada por un intérprete público autorizado

b La Junta Directiva de la empresa somete la oferta de compra a consideración de la junta de accionistas

Igualmente, se presentan dos posibilidades:

1. Que la junta directiva considere que la declaración presentada por el oferente no proporciona a los posibles destinatarios de la oferta, de una manera completa y veraz, toda la información significativa en relación con el oferente y la oferta de compra. En este supuesto, dentro de los quince días

siguientes a la fecha de entrega de la declaración, notificará al oferente que la misma está incompleta y con indicaciones de las áreas o aspectos que deben ser ampliados o subsanados

2. Si la junta directiva considera que la declaración ha sido presentada en forma correcta, o que han sido subsanadas o enmendadas las deficiencias de la declaración, podrá convocar una junta de accionistas para que apruebe ~~o rechace la oferta de compra.~~<sup>3</sup>

En caso de convocarse a la junta de accionistas, ésta se llevará a cabo dentro de los treinta días después de la fecha de convocatoria. Tendrán derecho a votar todos los accionistas registrados a la fecha del aviso de convocatoria (deben tener derecho a voto en las elecciones para directores)

La convocatoria a junta de accionistas deberá acompañarse de la siguiente documentación

-Copia de la declaración presentada por el oferente a la empresa, incluyendo sus enmiendas si las hubiere

---

<sup>4</sup>Con base en lo establecido por el artículo 5 del Decreto No. 51 de 1985, la Junta Directiva de la empresa no convocará a junta de accionistas hasta tanto considere que la declaración del oferente está completa y que provee de información correcta y veraz a los accionistas de la empresa

-Declaración de la empresa que exponga la recomendación o posición de la junta directiva, o que indique que ésta no adopta posición o recomendación con respecto a la oferta de compra

c El oferente puede incurrir en las siguientes responsabilidades

1. Responderá ante la persona que le vendió el valor que adquirió por virtud de una oferta de compra sin cumplir con el Decreto que las regula o como resultado de una declaración falsa o haber omitido en la misma un hecho significativo e indispensable para que lo declarado no resultare engañoso

La persona podrá interponer demanda para recuperar el valor vendido, más cualquier utilidad percibida por razón de la compra e indemnización por los daños y perjuicios, más intereses legales, costas y honorarios de abogados según lo establece el Código Judicial. Los daños y perjuicios se calcularán restando el valor actual de lo recibido o por razón de la venta, del valor de los valores vendidos el día de la venta o de su valor actual, lo que resulte mayor

2 El oferente que compre o adquiera valores en relación con una oferta de compra sin cumplir con el Decreto No 45 de 1977 o como resultado de una declaración falsa por haber omitido un hecho significativo e indispensable para que lo declarado no resultase engañoso, responderá ante cualquier persona que no vendió sus valores y ante la empresa

En ambos casos, el oferente podrá ser demandado por los daños y perjuicios ocasionados, más intereses, costas y gastos

Frente a los supuestos antes señalados, cabe destacar que toda persona que directa o indirectamente controle al oferente, cualquier mandatario, agente o apoderado de éste, corredor o intermediario que participe en forma significativa en el acto o transacción que constituye la violación, serán solidariamente responsables con el afectado, salvo que demuestre no haber tenido conocimiento de los hechos que dieron lugar a la violación

Con respecto al plazo para accionar, se prevee un término de prescripción de tres años contados a partir del descubrimiento de los hechos que constituyen la violación

**3 Sanciones** la Comisión Nacional de Valores podrá imponer multas de cien dólares (\$100 00) a mil dólares (\$1,000.00) por los siguientes actos

- a Hacer una declaración falsa u omitir un hecho significativo e indispensable para que lo declarado no resulte engañoso
- b Dejar de presentar la declaración
- c Dejar de incluir en la declaración toda la información que exige la Ley
- d No cumplir con una orden emitida por la Comisión Nacional de Valores con respecto a la oferta de compra
- e Venta al oferente por parte de un director, dignatario o accionista que controle la empresa, en relación con una oferta de compra, de todos o parte de sus valores a un precio superior al que se ofrece pagar a los accionistas, de acuerdo con la oferta de compra
- f Efectuar una oferta de compra cuyos términos y condiciones no son los mismos para todos los destinatarios.
- g Cualquier representación por parte del oferente en el sentido de constituir aprobación de la oferta de compra, la simple entrega de la información requerida a la empresa a la Comisión Nacional de Valores o el no haber prohibido la Comisión Nacional de Valores al oferente que proceda con la oferta de compra

## **2.1 Fiscalización de las compañías**

Esta facultad asignada a la Comisión Nacional de Valores se encuentra dispuesta en el Título III DE LA FISCALIZACION DE LAS COMPAÑIAS (artículo 22-27) del Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970

Desde un punto de vista general, dicha facultad consiste en fiscalizar la gestión de las sociedades registradas, sociedades de fondos mutuos, distribuidores autorizados y agentes vendedores de valores y de sociedades que negocien públicamente sus valores sin la debida autorización, con la finalidad de verificar el cumplimiento de las normas contenidas en la legislación de valores

La legislación de valores le ha otorgado a la Comisión Nacional de Valores una serie de facultades, que consideramos se encuentran encaminadas a facilitar la política de fiscalización que ejerza sobre las compañías

Dichas facultades pueden ser desarrolladas como a continuación presentamos

a Realizar inspecciones y exámenes a las sociedades registradas, de fondos mutuos y a los autorizados con el propósito de comprobar que los estados financieros se ajustan a la legislación de valores Esta facultad abarca cualquier subsidiaria o afiliada de la sociedad en la cual haya invertido más del veinte por ciento de su cartera

Puede comprender las siguientes actuaciones

- 1 Realizar áuditos
- 2 Exigir la exhibición de los libros de contabilidad, documentos, registros y correspondencia que justifiquen cada asiento o cuenta
- 3 Comprobar las inversiones de cartera
- 4 Examinar las actas de los organismos de la sociedad

Las facultades arriba descritas son ejercidas por los servidores públicos de la Comisión Nacional de Valores, pero pueden ser delegadas a los Auditores del Ministerio de Economía y Finanzas

b. Facultad de dictar normas para la contabilidad e informes financieros de las sociedades registradas o que soliciten registro

c. ~~Exigir a las sociedades registradas o que soliciten registro, la presentación periódica de balances y estados financieros, cuadros estadísticos de ventas y cuentas e informes en general, con el propósito de formarse una idea cabal de los negocios e inversiones de las sociedades, al igual que las relaciones con empresas filiales y subsidiarias~~

d. Facultad para regular la publicidad, normas publicitarias y cualquier información relacionada a la compra y venta de valores por parte de las sociedades, distribuidores autorizados para ofrecer valores al público y por parte de aquellas sociedades que no están autorizadas para ofrecer sus valores al público, pero que deseen que mediante los medios masivos de comunicación, se expongan al público una valorización, cotización o apreciación de sus valores

e. Facultad para exigir a las empresas de fondos mutuos, la contratación de los servicios de compañías independientes del fondo mutuo para la custodia de sus valores y el depósito de los dineros que reciban del público. Estas compañías deberán ser previamente aprobadas por la Comisión Nacional de Valores

f. Mediante Resolución No 526 de 22 de agosto de 1991, expedida por la Comisión, se faculta a la Dirección Ejecutiva de Valores

cuando lo estime necesario, para llevar a cabo auditorías a las sociedades emisoras con la finalidad de verificar el cumplimiento de la Resolución que autoriza la emisión y conocer la cantidad de títulos-valores colocados y remanente no vendido

La Comisión en la Resolución No 526 de 1991, ha establecido que cuando se trate de auditorías al final del período autorizado de la emisión, se debe proceder con la anulación del remanente de los títulos-valores que no fueron vendidos durante el período que estuvo vigente la autorización de la oferta pública

g Previa solicitud de parte interesada, está facultada para dejar sin efecto aquella parte de un contrato de compraventa de títulos-valores en que existan cláusulas que violen las disposiciones legales en materia de valores, sus reglamentos o las instrucciones legales impartidas por ésta<sup>5</sup>

h Facultad para notificar cualquier citación, a través de edicto emplazatorio, a toda empresa que ofrezca en venta al público valores o fondos mutuos sin estar autorizada y desconozca su domicilio y el de sus representantes legales. El edicto se publicará por dos días consecutivos en

---

<sup>5</sup> Decreto de Gabinete No 247 de 1970, segundo párrafo del artículo 30

un período de la localidad, con la advertencia de que el interesado debe comparecer en el término de tres días hábiles contados a partir de la última publicación

Si transcurrido dicho término y el citado no comparece, la Comisión podrá sancionarlo. La notificación de la resolución en este caso se surtirá en la forma prevista para la citación, pero entendiéndose que la correspondiente resolución queda ejecutada a las cuarenta y ocho horas contadas a partir de la última publicación

i. Facultad para fijar en el ámbito administrativo, la interpretación y alcance de las disposiciones legales en materia de valores y fondos mutuos

j. Recientemente, a través, del Decreto Ley No 5 de 2 de julio de 1997 "Por el cual se modifican y se adicionan algunos artículos del Código de Comercio con el objeto de modernizar algunas de sus instituciones, se modifica la Ley 1 de 1984 sobre fideicomisos, y se dictan otras disposiciones", se faculta a la Comisión Nacional de Valores, mediante lo consagrado en el artículo 147 del Código de Comercio, a requerir calificación de una calificadora de riesgos autorizada para colocar en el mercado primario y negociar en el secundario, ofertas públicas de valores, tanto nacionales

como extranjera, efectuada por cualquier medio, hacia, desde o dentro de Panamá

## **2.2 Sanciones**

La facultad sancionatoria de la Comisión Nacional de Valores se encuentra consagrada en el Título IV DE LAS SANCIONES del Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970

Se establecen los siguientes tipos de sanciones

a Sanción solidaria de multa equivalente al cien por ciento de las ventas efectuadas, a los directivos y funcionarios de una sociedad, que se encuentran involucradas en la oferta de valores de la sociedad, cuando la misma no se encuentre debidamente autorizada para ello

b Sanción solidaria con multa de mil (\$1,000.00) a diez mil dólares (\$10,000 00) dólares a los directivos y funcionarios de una sociedad que se le comprende la existencia de ofertas públicas de títulos-valores, cuando no esté debidamente autorizada

c Sancionar de la misma manera que establecen los literales a y b, a los distribuidores o agentes vendedores, que se dediquen a celebrar o mediar tales actividades

d Revocatoria de licencia a todo agente vendedor de valores autorizado por la Comisión, que haya realizado los actos arriba descritos

e Multa de cien (\$100.00) hasta mil dólares (\$1,000 00) por infracción o incumplimiento de las disposiciones de la legislación de valores o de las instrucciones legalmente impartidas por la Comisión

f Multa de mil (\$1,000 00) a cinco mil (\$5,000 00) dólares en caso de reincidencia en la conductora expresada en el literal anterior

g Multa de cincuenta (\$50 00) a doscientos (\$200 00) dólares y destitución inmediata del cargo, a cualquier servidor público de la Comisión que de manera indebida divulgue información obtenida en el desempeño de sus funciones referentes a las compañías de valores o fondos mutuos, de sus distribuidores autorizados o de agentes vendedores

Después de expuestas las sanciones que puede imponer la Comisión Nacional de Valores, debemos recalcar que las resoluciones a través de las

cuales se imponen, son susceptibles de impugnación, a través, del recurso de apelación ante el Ministerio de Comercio e Industrias

Además, nuestra legislación de valores prevé la posibilidad de que cualquier persona pueda poner en conocimiento de la Comisión Nacional de Valores, toda violación a las disposiciones legales vigentes en esta materia. El denunciante de este tipo de situaciones le corresponderá un cincuenta por ciento del dinero proveniente de la multa impuesta a la persona que resulte sancionada, producto de la denuncia.

### **2.3. Protección a los accionistas minoritarios**

En el Título V DE LA PROTECCION DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS del Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970, constan una serie de normas destinadas a proteger a los accionistas minoritarios de las sociedades anónimas registradas en la Comisión y aquellas cuyas acciones se venden en plaza, aun cuando dichas sociedades no ofrezcan al público sus propias acciones.

Las normas antes señaladas consisten en:

a Deberán ser sometidos a la aprobación o no de la junta directiva de la sociedad, todo negocio o contrato entre la sociedad y

- 1 Uno o más directores
- 2 Uno o más dignatarios
- 3 Uno o más directores o dignatarios que estén interesados directa o indirectamente en el negocio o contrato

Con relación a este punto, debemos citar el artículo 444 del Código de Comercio

*“Artículo 444 Los directores no contraerán responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, pero responderán personal o solidariamente, según el caso, para con ella y para con los terceros de la efectividad de los pagos que aparezcan hechos por los socios, de la existencia real de los dividendos acordados, del buen manejo de la contabilidad y en general de la ejecución o mal desempeño del mandato o de la violación de las leyes, pacto social, estatutos o acuerdos de la asamblea general. Quedarán exentos de responsabilidad los directores que hubieren protestado en tiempo hábil contra la resolución de la mayoría o los que no hubieren asistido con causa justificada La responsabilidad sólo podrá ser exigida en virtud de acuerdo de la asamblea general de accionistas ”*

La resolución de la junta directiva en este caso, se informará a la próxima junta de accionistas. Si esta última desapruueba la actuación de la junta directiva, resolverá si deben o no ejercer las acciones legales que corresponden contra los directores o dignatarios de la junta directiva que hubiesen votado a favor de la resolución.

La junta general de accionistas puede ser convocada por la junta directiva por las personas facultadas para ello por la Ley, pacto social o estatutos de la sociedad. También, puede ser convocada por el correspondiente Juez de Circuito (la Convocatoria Judicial solamente procederá cuando lo soliciten uno o varios accionistas lo soliciten uno o varios accionistas cuyas acciones representan, por lo menos, una vigésima parte del capital social, si es el pacto social o los estatutos no se considere ese derecho a acciones con menor representación).

La convocatoria judicial se debe notificar por medio de aviso que se publicará por tres días consecutivos en dos diarios de gran circulación en el domicilio de la compañía o en la ciudad de Panamá, y la fecha de celebración de la asamblea será no menor de diez días ni más de veinte días después de la tercera publicación.

b En ninguna junta de accionistas tendrán derecho a voto para constituir quórum, las acciones de una sociedad que sean propiedad de otra sociedad, en la cual primera posea la mayoría de las acciones

c Los tenedores de por lo menos el cinco por ciento de las acciones en circulación de una sociedad, podrán obtener la representación de ésta, cuando se intente denunciar a una persona que tenga la representación de la sociedad, por delito contra la propiedad en perjuicio de la sociedad (apreciación indebida, estafa, etc ) Para ello, deberán solicitar a la junta directiva que les confiera la representación especial de la sociedad para poder suscribir la respectiva denuncia ante las autoridades competentes

En este sentido, si la junta directiva no resuelve la solicitud dentro de los diez días calendario siguientes a la presentación de ésta, los accionistas podrán presentar la denuncia de que se trate

d El artículo 418 del Código de comercio faculta a todo accionista a protestar contra los acuerdos de la junta general de accionistas tomados en oposición a la Ley, pacto social o los estatutos Debe pedir dentro del término fatal de treinta días, demandar la nulidad ante el Juez competente,

quien si lo considera de urgencia podrá suspender la ejecución de lo acordado hasta que se resuelva la demanda

### **3. Registro de sociedades en la Comisión Nacional de Valores**

De acuerdo a las diversas disposiciones legales que enmarcan el funcionamiento de la Comisión Nacional de Valores, consideramos que el registro de una compañía en la Comisión se puede dar bajo las maneras que pasaremos a explicar

a Con base en lo establecido en el segundo párrafo del artículo octavo del Decreto de Gabinete 247, se presenta la posibilidad de un registro que podríamos llamar automático, ya que considera como sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores a aquellas que hayan obtenido autorización de la misma, para ofrecer valores en venta al público dentro del territorio nacional

b La resolución No. 88 de 3 de enero de 1974 plantea la existencia de un registro obligatorio, que consiste en obligar a toda sociedad no registrada en la Comisión Nacional de Valores, que pretenda adquirir o que adquiera la mayoría o todas las acciones de una sociedad registrada a cambio de sus propias acciones, a registrarse en la Comisión Nacional de Valores

La Comisión Nacional de Valores ha tomado esta alternativa debido a que la adquisición total o parcial de las acciones de una sociedad registrada por parte de una sociedad no registrada a cambio de sus propias acciones, pone en peligro los derechos y privilegios adquiridos por los accionistas de la sociedad registrada

c También se plantea la posibilidad de un registro voluntario La legislación ha consagrado esta posibilidad en el artículo 11 del Decreto de Gabinete 247, con la finalidad de que las personas interesadas puedan obtener informes sobre los negocios a que se ha dedicado la sociedad y a su desenvolvimiento en el pasado

Actualmente la Comisión Nacional de Valores exige una variada gama de requisitos a todas aquellas sociedades que deseen obtener un registro voluntario en dicha institución

Debido a la multiplicidad de requisitos que han sido consagrados en momentos y disposiciones legales variantes en el tiempo, consideramos conveniente enunciarlos de la siguiente manera (los documentos deben presentarse en duplicado a los efectos del registro voluntario).

1 La solicitud debe presentarse con un poder en papel sellado a favor de un abogado, quien gestionará la autorización ante la Comisión

2 Copia de la escritura pública contentiva del pacto social y enmiendas de la sociedad peticionaria debidamente inscritas en el Registro Público

3 Certificado del Registro Público de fecha reciente, en el cual conste el capital social autorizado, nombre de los directores, dignatarios y representante legal de la sociedad

4 Resolución de la junta directiva o del órgano competente de la sociedad que autorice la solicitud

5 Copia de los últimos estados financieros (no podrán ser de más de cuatro meses de anterioridad a la fecha de la solicitud) certificados por un contador público autorizado independiente Además, se debe presentar los estados de ganancias y pérdidas del último año fiscal y de los dos años fiscales inmediatamente anteriores, igualmente certificados por un contador público autorizado independiente

Los estados financieros deben comprender por lo menos, los siguientes puntos

- a Balance general
- b Estado de capital
- c Estado de ganancias y pérdidas
- d Estado de ganancias retenidas
- e Estado de Flujo de Efectivo
- f Notas a los estados financieros

6 La empresa debe mantener ininterrumpidamente por lo menos durante los últimos tres años anteriores a la solicitud del registro, un mínimo de veinticinco accionistas y un capital pagado de cien mil dólares (\$100,000 00) al momento de la solicitud del registro, certificados por un contador público autorizado independiente <sup>6</sup>

Frente a este requisito surgen los siguientes supuestos:

Primero Cuando se trate de empresas que no tengan tres años al momento de la solicitud, estas deberán mantener el mínimo de veinticinco

---

<sup>6</sup> Resolución No. 60 de 9 julio de 1997, expedida por la Comisión Nacional de Valores en uso de sus facultades legales

accionistas, ininterrumpidamente, por lo menos desde los treinta días calendarios posteriores a su inscripción en el Registro Público

Segundo: Aquellas empresas que sean poseídas por una " *Holding Company* " o tenedora de acciones y las sociedades que sean propiedad del Estado o las empresas estatales, no deben cumplir con el requisito de los veinticinco accionistas

Tercero La " *Holding Company* " si debe cumplir con este requisito

7 Con base en lo contemplado en el Reglamento A, dictado a través del Decreto Ejecutivo No 10 de 9 de marzo de 1972, se le ha exigido a las sociedades que deseen obtener el registro voluntario, presentar por separado y firmados por su representante legal (en cada una de las páginas) documentos en los cuales consta la siguiente información.<sup>7</sup>

a Describir en forma detallada el negocio actual y el que pretenda realizar la sociedad Además de lo anterior, se debe presentar lo siguiente

---

<sup>7</sup>Decreto Ejecutivo No 10 de 9 de marzo de 1972, por el cual se reglamenta la información adicional y el prospecto que deben presentar las sociedades que soliciten autorización para vender o registro según lo dispuesto en los artículos 6º, 6-A y 7º del Decreto de Gabinete No 247 de 16 de julio de 1970, tal como quedó reformado mediante Decreto de Gabinete No 30 de 24 de febrero de 1972, Artículos 1,2,3

a 1 Desarrollo general del negocio durante los últimos cinco años o por el período de tiempo que la sociedad ha estado en negocios si es menor

a 2 Señalar el número de personal y la distribución geográfica de las operaciones de la sociedad

a 3 En caso de tratarse de una sociedad subsidiaria, se debe expresar la sociedad que lo controla

a 4 En el evento que la sociedad se dedicara a un número plural de actividades, se debe describir aquellas en las cuales derive más del diez por ciento de sus ventas o ingresos

a 5 Descripción de los principales productos o servicios de los cuales la sociedad deriva sus ingresos

a 6 Localización, carácter y gravámenes (en caso de existir) de las principales plantas, minas o cualquier otro activo físico importante que posea la sociedad

**a 7** Especificar los directores y ejecutivos principales de la sociedad, así como su posición dentro de la misma y una breve descripción de sus principales actividades durante los últimos tres años

**b** Subsidiarias en que la sociedad posea más del veinte por ciento de las acciones

Se debe indicar el país cuya legislación fueron organizadas y el porcentaje de los valores con derecho a voto que la sociedad peticionaria posea o la base de su control sobre cada subsidiaria que se incluyen en los estados financieros consolidados

**c** Descripción de los juicios o demandas pendientes, excepto los que se deriven de las operaciones ordinarias de la empresa. Se debe señalar el nombre del Tribunal o Departamento Administrativo en donde el litigio esté pendiente, al igual que la fecha y las principales del proceso

**d** Cuando se trate de sociedades organizadas dentro de los últimos tres años se debe presentar la siguiente información

**d 1** Nombre de los promotores del negocio

d 2 Naturaleza y cantidad de cualquier beneficio, privilegio o retribución que haya recibido de la sociedad cualquier promotor, de manera directa o indirecta

d 3 Naturaleza y cantidad de cualquier actividad, servicio u otra consideración especial que haya recibido o recibirá la sociedad

d 4 Establecer si existen adquiridos o que vaya a adquirir la sociedad por parte de los promotores, el precio por el cual se adquirió y el procedimiento que se siguió o se seguirá para determinar dicha cantidad

8 Cualquier información adicional solicitada por la Comisión Nacional de Valores

Recibida toda la documentación por la Dirección Ejecutiva de Valores, debe proceder a efectuar la revisión y análisis de la misma, con el propósito de que se cumplan los requisitos que establece la Ley y efectuar las observaciones que considere necesarias a cada una de las solicitudes presentadas

La Dirección Ejecutiva de Valores efectúa dichas observaciones con el propósito de que las empresas solicitantes las subsanen, para lo cual se ha establecido un término de treinta días calendario, contados a partir de la comunicación que se le realice al solicitante de las correspondientes observaciones

Vencido el término arriba señalado, la Dirección Ejecutiva de Valores procederá a la devolución de la documentación presentada. La sociedad podrá iniciar el trámite de registro mediante una nueva solicitud

Como toda regla general tiene sus excepciones, la Dirección Ejecutiva de Valores podrá conceder un término extraordinario de diez días hábiles improrrogables para la presentación de las correcciones a aquellas empresas que le hayan comunicado antes del vencimiento de término inicial las razones de fuerza mayor por las cuales no hubieren podido corregir las observaciones dentro de dicho término <sup>8</sup>

d Como último tipo de registro consideramos, como tal, el que se efectúa por parte de *sociedades extranjeras*

---

<sup>8</sup> Resolución No 867 de 9 de noviembre de 1994, expedida por la Comisión Nacional de Valores en uso de sus facultades legales

Como quiera que constituyen objeto de contratación en las bolsas de valores, los bonos y obligaciones de Estados extranjeros, sus instituciones, instituciones internacionales y sociedades extranjeras, las bolsas de valores que funcionen en Panamá pueden listar estos valores y cualesquiera otros títulos que sugieran (se deben estar negociando en el mercado secundario extranjero y cumplir con los requisitos de registro establecidos por las bolsas de valores), razón por la cual se abre la posibilidad del registro, en la Comisión, de sociedades extranjeras

Antes de que la Comisión pueda autorizar este registro, se deben cumplir los siguientes pasos

1. La bolsa de valores interesada debe someter a la consideración, para autorización de la Comisión, los requisitos que utilizará para la negociación de los títulos-valores
2. Precederán a la revisión de la documentación presentada. Seguidamente confeccionarán un dictamen, ya sea aprobado, modificado o rechazando la solicitud de la sociedad interesada y se lo informará a la Comisión Nacional de Valores
3. Recibido el dictamen, la Comisión resolverá entre ordenar el registro o rechazarlo.

Esta resolución si es favorable, faculta a la sociedad solicitante a listar en las bolsas de valores los títulos-valores en mención

d Obligaciones de las sociedades registradas en la Comisión Están establecidas en el Decreto de Gabinete No.247 del 16 de julio de 1970 y desarrollados en la Resolución No 2004 de 23 de octubre de 1996, expedida por la Comisión Nacional de Valores en uso de sus facultades legales Podemos esbozarlas así

1 Presentar a la Comisión dentro de los primeros cuatro meses de un ejercicio fiscal, sus estados financieros del año anterior, debidamente auditados por un contador público autorizado independiente, además de un detalle de las inversiones efectuadas y obligaciones contraídas en el mismo año

2. Presentar, en un período máximo de dos meses, transcurrido el período requerido, los estados financieros no auditados trimestrales Deben comprender un balance general, estado de ganancias y pérdidas y un estado de capital

3 Presentar periódicamente a la Comisión y a sus accionistas e inversionistas un informe con la siguiente información

3 1 Estado de ganancias y pérdidas de las operaciones a la fecha,

3 2 Inversiones efectuadas y,

3 3 Obligaciones contraídas en el período

f Causales de cancelación del registro

1 Por razón de falsedad o inexactitud en la documentación o información presentada a la Comisión Nacional de Valores y al inversionista

2 Cuando la Comisión Nacional de Valores considere que se ha omitido información o documentación o ésta o al público, necesaria o complementaria para dar una idea completa del negocio

3 Cuando se compruebe que alguno de los directores, funcionarios, asociados o cualquier otra persona ligada a la administración de la sociedad, dentro de los diez años anteriores al registro de la sociedad haya sido condenado, se encuentre enjuiciado o demandado por delitos que involucren fraude, maquinaciones dolosas u otros delitos contra la fe pública en su conducta como inversionista, administrador o empresario.

4. Cuando una sociedad haya sido multada por la Comisión y exista reincidencia contumaz en relación con la presentación de sus estados financieros y demás informaciones requeridas por la Comisión

Después de expresadas las causales de cancelación del registro, nos corresponde entrar a examinar el tema de la solicitud de cancelación del registro por parte de una sociedad

La empresa que desee efectuar dicho trámite debe presentar la siguiente documentación<sup>9</sup>

- 1 Poder a un abogado para que gestione la solicitud
- 2 Resolución de la junta directiva o de la autoridad competente de la sociedad que autorice la cancelación del registro
- 3 Certificado del Registro Público de fecha reciente en el que se haga constar la existencia de la sociedad, representante legal, nombres de directores y dignatarios
- 4 Constancia de la publicación en un diario de circulación nacional durante tres días consecutivos del siguiente aviso

#### AVISO DE CANCELACION

---

<sup>9</sup> Resolución No 1098 de 18 de septiembre de 1996, expedida por la Comisión Nacional de Valores en uso de sus facultades legales

*Por este medio se le avisa al público que la empresa \_\_\_\_\_, ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores, la cancelación de su registro ante la misma*

Pasados treinta días contados a partir de la fecha de la última publicación, la Comisión Nacional de Valores realizará la cancelación del registro

5 Se debe enviar a la Dirección General de Ingresos del Ministerio de Economía y Finanzas copia de la resolución que ordena cancelar el registro

Finalmente, debemos señalar que las empresas que han adquirido su registro de manera automática no podrán obtener su cancelación mientras tenga compromisos pendientes con inversionistas o con la Comisión Nacional de Valores

### **3.1. Agentes vendedores de valores**

La legislación de valores basada en el Decreto de Gabinete No 247 considera como agentes vendedores de valores a aquellas personas (naturales o jurídicas) que se dediquen a servir de intermediarios entre las

compañías que emitan y ofrezcan en venta al público sus propios valores, o de otras compañías y las personas que inviertan su dinero en dichos valores

Ahora bien, de acuerdo a la nueva Ley No 1, y bajo las definiciones del Título I, queda suplantado el término de agente vendedor de valores por corredor de valores, y se describe como la persona natural (que no sea una casa de valores) que solicite o efectúe compras o ventas de valores en nombre de una casa de valores

En la misma Ley, el Artículo 48 nos dice que no se contratará como corredor de valores o analista, a ninguna persona que no tuviese la licencia correspondiente otorgada por la Comisión

Artículo 50 Dicese que no podrá obtener licencia de ejecutivo principal, de corredor de valores o de analista las personas que en los últimos años haya sido condenada en la República de Panamá o en una jurisdicción extranjera A la vez que en los últimos cinco años se les hubiese revocado en la República de Panamá, o en una jurisdicción extranjera, una autorización o licencia necesaria para desempeñarse como miembro de una organización autorregulada

Según Decreto de Gabinete No. 247, para poder ser agente vendedor de valores se requería tener una licencia que permitía realizar esta actividad,

la cual era expedida por la Comisión Nacional de Valores, ya sea a nombre propio de una persona natural o en representación de una persona jurídica

El artículo 14 del Decreto de Gabinete 247 del 16 de julio de 1970 consagraba los requisitos que se debían cumplir para obtener la licencia de agente vendedor de valores

a Nacionalidad panameña (por nacimiento o naturalización) o extranjero con cinco años de residencia continua en el país

b Mayor de edad, capacidad jurídica plena, no haber sido condenado por delitos contra la propiedad y no padecer de enfermedad infecto-contagiosa

c Mantener a favor del Gobierno nacional una fianza de mil Dólares (\$1,000 00) en efectivo, bonos del Estado, de sus entidades descentralizadas o de compañías de seguros para responder por las sanciones que le imponga el gobierno, por razón de perjuicios que pudieran causar a particulares en el ejercicio de sus funciones

d Certificado expedido por el Director Ejecutivo de la Comisión Nacional de Valores, acreditando que el peticionario ha aprobado el examen de corredores de valores

Expuestos los requisitos para adquirir la correspondiente licencia, pasaremos a enunciar los documentos que debía presentar el solicitante a la Comisión. Estos documentos son

- a Solicitud en papel sellado, dirigida al Director Ejecutivo de la Comisión Nacional de Valores de la Comisión
- b Anexo a la solicitud (documento preimpreso por la Comisión y que debe ser llenado por el aspirante)
- c Record policivo
- d Recibo por diez Dólares (\$10.00) expedido por el Ministerio de Economía y Finanzas, en concepto de derecho de examen
- e Copia autenticada de la cédula de identidad personal
- f. Dos fotos tamaño carnet
- g Certificado de nacimiento o a carta de naturalización expedida por el Registro Civil. En caso de ser extranjero, debe presentar un certificado de migración y naturalización del Ministerio de Gobierno y Justicia que compruebe que tiene cinco años o más de su residencia en el país

#### h Certificado médico

De acuerdo al Decreto anterior, la Dirección Ejecutiva de la Comisión Nacional de Valores determinaría las fechas para los exámenes escritos, los cuales versarían sobre conocimientos básicos de valores y fondos mutuos, disposiciones legales vigentes en materia de valores y fondos mutuos y conceptos generales sobre el sistema económico y operaciones bursátiles

Basado en la Ley No 1, Artículo 49 aquellas personas que soliciten licencia de ejecutivo principal, de corredor de valores o de analista deberán aprobar exámenes sobre el contenido del Decreto de Ley No 1 y sus reglamentos, así como los usos y costumbres de la industria bursátil, sobre las reglas de las organizaciones autorreguladas autorizadas en la República de Panamá, sobre principios generales de contabilidad y finanzas, sobre normas éticas de la industria bursátil La Comisión podrá establecer diferentes tipos de exámenes en atención a los conocimientos requeridos para cada tipo de licencia Los mismos podrán ser practicados por la Comisión o por organizaciones autorreguladas autorizadas por la Comisión para este fin

Debemos mencionar el Artículo 17 del Decreto Ley No.1 sobre *tarifas de registro*, el cual nos dice que las personas que soliciten los siguientes

registros o licencias a la Comisión estarán sujetas al pago de las siguientes tarifas A continuación mencionaremos algunas

- 1 Ofertas Públicas cero punto cero quince por ciento (0.015%) del precio inicial de oferta de los valores, con un mínimo de quinientos balboas (B/ 500.00) y un máximo de cincuenta mil Balboas (B/ 50,000.00)
- 2 Bolsa de Valores Diez mil Balboas (B/ 10,000.00)
- 3 Central de Valores Siete mil quinientos Balboas (B/ 7,500.00)
- 4 Casa de Valores Cinco mil balboas (B/ 5,000.00)
5. Asesor de inversiones Mil Balboas (B/ 1,000.00 ) para personas jurídicas y quinientos Balboas (B/ 500.00) para personas naturales
- 6 Administrador de inversiones Mil Balboas (B/ 1,000.00)
- 7 Ejecutivo Principal Doscientos cincuenta Balboas (B/ 250.00)
- 8 Corredores de valores y analistas Doscientos cincuenta Balboas (B/ 250.00)

Comparando los costos que el Decreto anterior exigía con relación a la fianza de B/ 1000.00 que debía ser pagada por los aspirantes a obtener licencia, se puede mencionar que hoy en día el costo es más autofinanciable para los interesados

Cabe señalar que la Dirección Ejecutiva de La Comisión Nacional de Valores a través de una resolución otorga o revoca la licencia de agente vendedor de valores <sup>10</sup>

Nuestra legislación de valores, mediante Resolución No 18 de 6 de mayo de 1971, expedida por la Comisión Nacional de Valores, autorizó la concesión de licencias especiales a ciertos empleados de bancos y compañías de seguros, para actuar como agentes vendedores de valores en nombre y representación de estos. Esta resolución fue reemplazada por la Comisión mediante la Resolución No 205 de 28 de diciembre de 1983

Los aspirantes deben presentar los siguientes requisitos

- a Solicitud en papel sellado presentada por el oferente o representante legal de la institución
- b Record policivo
- c Certificado médico
- d Fianza de garantía por un valor de mil Dólares (US\$1,000 00). La compañía será responsable del pago de la fianza

---

<sup>10</sup> Resolución No 1099 del 18 de septiembre de 1996 expedida por la Comisión Nacional de Valores

- e Certificado de nacimiento
- f Certificado expedido por el Director Ejecutivo de la Comisión Nacional de Valores, que acredite que el peticionario ha aprobado el examen para aspirar a ser agencia de valores.<sup>11</sup>

La legislación de valores, a través de la Resolución No 663 de 26 de noviembre de 1992 expedida por la Comisión Nacional de Valores, hace referencia a la figura jurídica de los intermediarios, debido a que es necesario realizar la fiscalización de las ofertas y ventas de valores efectuados a uno o más intermediarios que suscriban dichos valores con la intención original de re ofrecerlos o revenderlos al público inversionista como parte de una oferta pública primaria de tales valores

Se considera intermediarios de valores aquellas personas (naturales o jurídicas) que suscriban y adquieran acciones, participaciones en fondos mutuos u otros valores directamente de sociedades emisoras, agentes vendedores de valores u otros intermediarios

---

<sup>11</sup> Resolución No 293 de 23 de junio de 1987 expedida por la Comisión Nacional de Valores

**4. Decreto No. 44 del 31 mayo de 1988 por el cual se crea la Bolsa de Valores de Panamá, S. A.**

Parte del cuerpo legal que estudiaremos y explicaremos en esta sección, ha sido modificado en dos ocasiones

La primera ocasión se produjo a través, de la sentencia de 28 de mayo 1990, dictada por la Corte Suprema de Justicia, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, que modificó el artículo 2 y declaró nulos por ilegales el inciso 2 del artículo 20, y los artículos 22 y 27 mencionado Decreto <sup>12</sup>

La segunda ocasión se dio a raíz de la aprobación del Decreto No 37 de 3 de junio de 1992 "Por el cual se modifican los artículos 1,4,8,12,15 y se adicionan dos párrafos del artículo 21 del Decreto 44 de 1988".<sup>12</sup>

El Decreto No 44 de 1988 está compuesto por varios artículos que reglamentan la instalación y funcionamiento de las bolsas de valores, situación que nos lleva a presentar de manera esquemática su contenido

---

<sup>12</sup> Gaceta Oficial 21,608 de 24 de agosto de 1990

#### **4.1. Creación**

Cualquier tipo de sociedad mercantil podrá establecer el negocio de bolsa de valores, siempre y cuando tenga como uno de sus fines expresos, la creación y mantenimiento de esta actividad. Además, después de inscribir el pacto social en el Registro Público, debe publicar por una sola vez en un diario de la localidad, sus documentos de constitución.

La Ley señala que toda sociedad que desee ejercer este negocio, debe ser previamente autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

La empresa interesada en solicitar dicha autorización, debe presentar ante la Comisión una solicitud por intermedio de abogado, al igual que una serie de documentos exigidos por la Ley.

Para un mejor efecto didáctico, primero enunciaremos el contenido de la solicitud y posteriormente los documentos que deben adjuntarse a la misma.

La solicitud debe contener la siguiente información:

- 1 Nombre o razón social de la sociedad
- 2 Clase de sociedad
- 3 Fecha de inscripción en el Registro Público y el Tomo, Folio y Asiento
- 4 Generales del Representante Legal, Directores y Dignatarios
- 5 Domicilio legal
- 6 Nombre comercial del establecimiento
- 7 Dirección comercial del establecimiento
- 8 Indicación del capital con que operará el negocio

En este literal debemos citar el artículo 4 del Decreto No 44 de 1988

*“Artículo 4 Las sociedades dedicadas a la operación de bolsas de valores deberán contar con un capital pagado inicial no inferior a un millón de Balboas (B/1,000 000 00). Este capital mínimo deberá consistir en activos libres de gravámenes, que establezca la Comisión Nacional de Valores mantenidos en la República de Panamá”*

- 9 Indicación de la fecha en que pretenda iniciar operaciones

Los documentos que deben adjuntarse a la solicitud son <sup>13</sup>

1 Copia autenticada de la escritura pública contentiva del pacto social de las reformas existentes, debidamente inscritas en el Registro Público

2 Certificado del Registro Público que contenga el nombre de sus directores, dignatarios y representante legal, el monto del capital social autorizado y el término de vigencia de la sociedad Debe ser expedido dentro de los treinta días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud

3 Fotocopia autenticada de la cédula de identidad personal o del pasaporte del representante legal

4 Certificación de un contador público autorizado, sobre la composición del capital suscrito y pagado de la sociedad

5. Hoja de vida con información que cubra un mínimo de cinco años, de los directores, dignatarios, representante legal, del gerente general o del administrador y de los principales ejecutivos de la empresa

---

<sup>13</sup> Artículo 12 del Decreto No 44 de 1988, Modificado por el Artículo 4 del Decreto No 37 de 1992

6 Reglamento Interno de la Bolsa de Valores Debe ser aprobado por la Comisión Nacional de Valores

7. Certificado de no defraudación fiscal del representante legal y del gerente general o administrador de la empresa u otro documento similar, si es extranjero

8 Balance general inicial de operaciones certificado por un contador público autorizado independiente, incluyendo proyecciones a cinco años del balance de situación, estado de resultado y flujo de fondos

9 Carta de intención de los aspirantes a firmas miembros, que incluya su domicilio, fax y teléfono El número de firmas miembros a la fecha de la solicitud no puede ser inferior al treinta por ciento del total de las firmas miembros proyectadas

10 Referencias bancarias cualitativas y cuantitativas de todos los directores, del representante legal, del gerente general o del administrador de la empresa y de los promotores del negocio.

11 Referencias personales de todos los directores, del representante legal y del gerente general o del administrador de la empresa

12 Si son panameños, récord penal y policivo de todos los directores, del representante legal y del gerente general o del administrador de la empresa. En caso de ser extranjero, el documento equivalente del país de origen o el de su residencial actual

13 Experiencias recientes debidamente certificadas, en el negocio de bolsas de valores del personal ejecutivo y técnico

14 Contratos o cartas de intención existentes con las compañías mencionadas en la solicitud que le darán soporte en el negocio

15 Detalle de la función del personal involucrado en el negocio

15 Esquema o flujo de operaciones

Es imperante acotar que las reglas administrativas aplicables a documentaciones provenientes de otro país o redactados en otro idioma, son aplicables en este tipo de solicitud. Estas reglas, ya han sido explicadas en secciones anteriores

#### **4.2 Trámite para la autorización**

El primer párrafo del artículo 13 del Decreto No 44 de 1988, establece que la Comisión Nacional de Valores dentro del plazo de treinta días calendario, siguientes a la fecha de recibo de la correspondiente solicitud, una vez aprobado el Reglamento Interno de la bolsa y comprobado que éste reúne los requisitos consagrados en la Ley, expedirá la autorización, a través, de una resolución motivada

Autorizada la sociedad para operar una bolsa de valores, debe obtener a su nombre una Licencia Comercial Tipo A e iniciar operaciones dentro del plazo de tres meses, contado a partir de la fecha de notificación de la resolución que la autorice para ello, de lo contrario, la autorización caducará, si vencido el trámite antes indicado, la sociedad no haya iniciado operaciones

La Licencia Comercial Tipo A debe ser solicitada al Departamento de Licencias de la Dirección General de Comercio Interior del Ministerio de Comercio e Industrias

El Decreto en estudio también contempla otra posibilidad con respecto al trámite de autorización al otorgarle esta facultad al Organismo Ejecutivo, por intermedio del Ministerio de Comercio e Industrias

Tal supuesto solamente es viable en el caso de que la Comisión Nacional de Valores, habiendo sido citada en debida forma, no pueda reunirse para cumplir el trámite. Además, se requiere previamente un informe favorable de la Dirección Ejecutiva de Valores

#### **4.3. Objeto de contratación**

Solamente los enumeraremos, ya que haremos referencia a los títulos-valores susceptibles de negociación en la Bolsa de Valores de Panamá, S. A

La norma en comento señala a los siguientes títulos-valores, como objeto de contratación en las bolsas de valores

- 1 Bonos, pagarés y demás obligaciones emitidas por el Estado, entidades municipales, estatales autónomas y semiautónomas
- 2 Acciones, bonos, pagarés, letras y otras obligaciones de sociedades mercantiles.

- 3 Acciones, títulos de participación, cédulas hipotecarias, títulos inmobiliarios, bonos de garantías, certificados de ahorro y otras obligaciones emitidas por instituciones de crédito
- 4 Bonos y obligaciones de Estados extranjeros y sus instituciones
- 5 Bonos y obligaciones de instituciones internacionales y de sociedades extranjeras
- 6 Cualesquiera otros títulos-valores sugeridos por las bolsas de valores, previamente aprobadas por la Comisión Nacional de Valores

#### **4.4 Puestos de bolsa**

Es considerado aquel derecho que le permite a un agente de bolsa negociar valores en ella, este derecho está representado en un título negociable

Las reglas aplicables a los puestos de bolsa son

- 1 Se adjudicarán con base en las regulaciones establecidas por la bolsa de valores y su cantidad debe estar determinada en su Reglamento Interno. Dichas regulaciones deben ser previamente aprobadas por la Comisión Nacional de Valores

- 2 Sus titulares se denominarán firmas miembros de la Bolsa
- 3 Pueden ser propiedad de personas, naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras
- 4 Las firmas deben mantener una o varias cuentas bancarias en la República de Panamá, con balances mínimos suficientes para hacerle frente a las negociaciones que efectúen en sus puestos de bolsa
5. No podrá ser miembro de la Bolsa, ninguna persona que, dentro de los cinco años anteriores, haya sido condenada por cualquier autoridad judicial, nacional o extranjera, por delitos relacionados con fraude en valores o con drogas

#### **5. Reglamento Interno de la Bolsa de Valores de Panamá, S. A.**

Recientemente, en marzo de 1997, fue modificado parte del contenido de este reglamento

Consta de diez capítulos, divididos en un número plural de artículos. Los capítulos han sido estructurados de la siguiente manera

**CAPITULO PRIMERO Del Objeto**

**CAPITULO SEGUNDO De la Administración, Dirección y Control**

<b>CAPITULO TERCERO</b>	<b>De la Inscripción de Empresas y Valores</b>
<b>CAPITULO CUARTO</b>	<b>De los Miembros de la Bolsa</b>
<b>CAPITULO QUINTO</b>	<b>De los Agentes de Bolsa</b>
<b>CAPITULO SEXTO</b>	<b>De las Operaciones</b>
<b>CAPITULO SEPTIMO</b>	<b>De la Liquidación</b>
<b>CAPITULO OCTAVO  </b>	<b>De las Publicaciones</b>
<b>CAPITULO NOVENO</b>	<b>De las Tarifas</b>
<b>CAPITULO DECIMO</b>	<b>De las Disposiciones Generales</b>

En virtud de que el contenido de estos capítulos es muy variado y no se limita a desarrollar el título que los identifica, realizaremos una explicación más detallada de los mismos, de tal manera que se pueda comprender a cabalidad el tema a tratar

Lo anterior no es con el propósito de desmeritar el orden establecido en el reglamento, sino subdividir de una forma más esquemática los puntos divididos. Las consideraciones anteriores serán plasmadas en el esquema que a continuación presentamos

### **5.1. Objetivos y funciones**

Hacemos referencia a los siguientes objetivos

- a Promover y facilitar la compraventa de títulos-valores públicos y privados
- b Promover y facilitar que las transacciones se lleven a cabo en base a la Ley, y a las normas de ética comercial y profesional
- c Promover mayor participación de las personas en el mercado de valores
- d Reglamentar el funcionamiento de las negociaciones.
- e Informar al público acerca de las cotizaciones y de las diversas operaciones

Al respecto cabe resaltar que las cotizaciones pueden ser con descuento (el precio cotizado para un título-valor es inferior al nominal del mismo) o con premio (precio superior al valor nominal del título-valor)

- f Mantener un archivo, abierto al público inversionista, con la información financiera de las empresas inscritas      Expuestos de esta manera los principales objetivos de la Bolsa, nos corresponde hacer referencia a sus diversas funciones, las cuales están debidamente contempladas en el Artículo 12 del reglamento en estudio      Entre otras, la Bolsa de Valores de Panamá, S A está facultada para realizar las siguientes atribuciones
- 1 Promover el intercambio de valores públicos (aquellos emitidos por el Gobierno nacional, entidades autónomas, semiautónomas, y los municipios) y privados (emitidos por empresas privadas inscritas en la Bolsa)
  - 2 Establecer, reglamentar y operar un establecimiento mercantil destinado a servir como lugar de negociación de títulos-valores
  - 3 Velar porque las transacciones se ajusten a la Ley, al Reglamento Interno, a las normas y procedimientos que adopte la Junta Directiva y a las más estrictas normas de ética comercial y profesional
  - 4 Velar porque solamente se negocien títulos-valores que cumplan con las normas legales que rijan el mercado de valores

panameño y llenen las condiciones básicas determinadas por la Junta Directiva

5. Proporcionar y mantener a disposición del público información financiera sobre las empresas inscritas, valores inscritos y transacciones que se efectúen en la Bolsa
- 6 Actuar como agente de liquidación de los contratos de compra-venta de títulos-valores
- 7 Registrar la cotización efectiva de los valores que se negocien
- 8 Celebrar los actos y contratos que sean necesarios para el debido cumplimiento de sus objetivos.

Enunciadas las atribuciones, podemos afirmar que las mismas no han sido consagradas de manera taxativa, lo cual le permite ampliar su radio de actuación, siempre que se trate del cumplimiento y desarrollo de sus objetivos.

## **5.2 Organización**

La Bolsa actualmente es administrada por una Junta Directiva, un Comité Ejecutivo y un Gerente General, a cada uno de los cuales le han sido asignados una serie de atribuciones en torno al funcionamiento de esta empresa

### Junta Directiva

Le corresponde el control y dirección de los negocios de la empresa, aunque en el artículo 22 del Reglamento Interno le son asignadas una serie de atribuciones

Antes de hacer referencia a las atribuciones consagradas en dicho artículo, debemos aclarar que no son las únicas, ya que en otras disposiciones del reglamento, se le asignan otras facultades a la Junta Directiva

El artículo en mención asigna las siguientes funciones a la Junta Directiva

- a Fomentar el desarrollo y fortalecimiento del mercado de valores en Panamá
- b Aprobar el Reglamento Interno, los manuales y procedimientos para el funcionamiento de la Bolsa
- c Adoptar los criterios, normas, políticas administrativas financieras y éticas requeridas para el debido funcionamiento de una bolsa de valores en Panamá
- d Aprobar la inscripción o cancelación de empresas y valores

- e Otorgar y cancelar los contratos para operar los Puestos de Bolsa
- f Extender y revocar la autorización correspondiente a los titulares de Puestos de Bolsa a efectos de poder ser reconocidos como Miembros de la Bolsa
- g Establecer las garantías de cumplimiento y fidelidad que deben constituir los Miembros de la Bolsa
- h Extender y revocar las autorizaciones a los Agentes de Bolsa para actuar en esta
- i Velar porque los agentes y miembros de la Bolsa lleven a cabo sus actuaciones conforme a la Ley, el Reglamento Interno, a las normas y procedimientos que adopte la Junta Directiva y a las más estrictas normas de ética comercial y profesional
- j Nombrar y remover al gerente general y aprobar la designación de los demás funcionarios ejecutivos
- k Determinar la forma, sitio, días y horas en que deban efectuarse las sesiones de bolsa y las transacciones electrónicas
- l Establecer y modificar las tarifas a cobrarse por los servicios que preste la Bolsa
- m Autorizar la celebración de los contratos que sean necesarios o convenientes para la operación de la Bolsa

### Comité Ejecutivo

Inicialmente era llamado Comité Administrativo, pero con las nuevas modificaciones que el Reglamento Interno sufrió en 1997, pasó a designarse Comité Ejecutivo

Lo conforman los dignatarios de la Junta Directiva y el Gerente general. Entre otras, debe cumplir las siguientes funciones

- a Asesorar al gerente general
- b Conocer y decidir sobre los asuntos que deba someter a su consideración el Gerente General
- c Intervenir conciliatoriamente en las diferencias que surjan entre la Bolsa y los Agentes o Miembros de esta
- d Conocer de las apelaciones que se interpongan sobre las decisiones del Gerente General
- e Cualquier otra atribución que le asigne el Reglamento Interno o la Junta Directiva
- f Ratificar los contratos de compraventa de valores que se celebren en la Bolsa

- g Amonestar y suspender temporalmente, hasta por un máximo de quince días hábiles, a los Agentes de Bolsa por las faltas que estos comentan (APELABLE)
- h Intervenir conciliatoriamente y dirimir las diferencias o controversias que se presenten entre los Agentes de Bolsa en torno a la negociación de valores o cualquier otro asunto que afecte o pudiese afectar a la Bolsa (APELABLE)
- i Suspender una sesión cuando se den circunstancias especiales que afecten, impidan o dificulten su normal desenvolvimiento o se estén produciendo cotizaciones no justificadas (APELABLE)
- j Suspender las transacciones sobre uno o más valores cuando las cotizaciones sobre estos se aparten notoriamente y sin causa justificada de los niveles del mercado (APELABLE)
- k Dejar sin efecto una o más operaciones cuando a su juicio éstas sean simuladas, no hayan sido realizadas de conformidad con el Reglamento Interno o existiese error o engaño entre los agentes que intervienen (APELABLE).
- l. Cualquier otra atribución que le asigne el Reglamento Interno o la Junta Directiva

Con respecto a las atribuciones que mantiene al final la designación "APELABLE", pueden ser objeto de apelación por las partes afectadas, ante el Comité Ejecutivo <sup>14</sup>

El escrito de apelación debe presentarse dentro del término de los tres días hábiles siguientes a aquel en que se produjo la decisión que se pretende atacar

Además, debe estar firmado por el Agente de Bolsa interesado, refrendado con la firma del representante legal, del Miembro de la Bolsa correspondiente y contener

- 1 El acuerdo impugnado
- 2 Razonar de ilegalidad o inconveniencia
3. Aporte de las pruebas pertinentes

### **5. 3. Miembros de la Bolsa**

La información correspondiente a este punto se encuentra regulada en el Capítulo IV DE LOS MIEMBROS DE LA BOLSA (artículos 4 1 a 4 12) del

---

<sup>14</sup> Reglamento interno de la Bolsa de Valores de Panamá, S A. Artículo 26

Reglamento Interno Esta información puede ser dividida en seis secciones a saber

a Requisitos para ser Miembro o Miembro Asociado de la Bolsa

La Calidad de Miembro o Miembro Asociado de la Bolsa debe ser determinada por el voto secreto y afirmativo de las dos terceras partes de los miembros de la Junta Directiva de la Bolsa, quienes bajo este mismo sistema de elección, determinarán el número de estos y de los Puestos de Bolsa

Para ser Miembro de la Bolsa se requiere presentar los siguientes requisitos

a.1 Se debe tratar de una persona natural panameña o nacionalizada, o jurídica constituida de acuerdo con la Ley Panameña.

En caso de ser persona jurídica, las acciones debe ser emitidas en forma nominativa a favor de personas naturales Se exceptúa a las empresas públicas de este requisito

a.2 Ser titular de un Puesto de Bolsa: se trata de empresas especializadas en el campo bursátil a quienes las bolsas de valores les han

concedido autorización para participar en la compra y venta de títulos-valores

Es un requisito indispensable para ser Miembro de la Bolsa y en la actualidad todo Miembro Asociado de la Bolsa de Valores de Panamá, S A ostenta ese Puesto de Bolsa

a 3 Cumplir con los requisitos de inversión y liquidez que de tiempo en tiempo establezca la Junta Directiva de la Bolsa

a 4 Satisfacer las normas de idoneidad, capacidad administrativa y financiera que de tiempo en tiempo establezca la Junta Directiva de la Bolsa

a 5 Contar con un agente de bolsa idóneo, como apoderado general con poder de representación

a 6 Obtener y mantener vigentes en todo momento las garantías de cumplimiento y fidelidad que establezca la Junta Directiva en respaldo de las transacciones que realicen en la Bolsa

a.7. Cumplir cualesquiera otras condiciones o requisitos que establezca la Junta Directiva de la Bolsa

**B- Análisis Crítico financiero sobre los aspectos concernientes al Decreto de Gabinete No. 247 del 16 de Julio de 1970.**

**1. Disposiciones generales**

**1.1. Reglamento B: De la Propaganda**

Se considera propaganda para efectos de este reglamento el uso de los medios establecidos en el Artículo 6° del Decreto de Gabinete 247 de 16 de julio de 1970 , o cualquier otro medio que a juicio de la Comisión Nacional de Valores constituya comunicación pública con el fin de promover la compra y venta de valores

Dentro del artículo 6° los medios publicitarios usuales son el correo, cable, teléfono o telégrafo, por medio de Distribuidores, Agentes Vendedores o Corredores o Intermediarios o por cualquier otro medio que a juicio de la Comisión Nacional de Valores signifique ofertas, distribución o venta a personas indeterminadas o posibles compradores dentro del territorio nacional

Toda sociedad que ofrezca sus valores al público deberá realizar ofertas mediante prospecto informativo debidamente aprobado por la

Comisión Nacional de Valores, el cual deberá ser del consentimiento del inversionista antes de realizar la venta. Serán exceptuadas de este requisito aquellas ofertas que a juicio de la Comisión Nacional de Valores así lo ameriten

Si una sociedad o sus distribuidores desea utilizar un tipo de propaganda debe enviar dos copias de cada tipo, la cual deberá ser registrada en la Secretaría Administrativa de la Comisión Nacional de Valores por lo menos cinco (5) días antes de ser usada. La Comisión Nacional de Valores tendrá el derecho de aprobar o rechazar el uso de cualquier propaganda que en su opinión sea engañosa o no cumpla con los términos de este reglamento

Toda propaganda destinada a inducir a la compra de valores deberá incluir por lo menos

- a) El nombre de la sociedad que emite dichos valores.
- b) El título y clase de los valores ofrecidos ; su valor nominal y su valor de venta

- c) El nombre o nombres y direcciones de la persona o personas que pueden suministrar copias del prospecto y de quienes venden dichos valores

Se considerará no admisible para efectos de propaganda y del prospecto

- a) Garantizar un incremento en el valor de la inversión basado en crecimiento en el valor de mercado de los valores
- b) Implicar un porcentaje de rendimiento en la inversión basado en dividendos, excepto que
  - 1) Se podrá afirmar la intención de repartir dividendos siempre en base a un porcentaje de las ganancias, siempre que no se hable en términos monetarios, y
  - 2) Se le aclara al inversionista que el pago de dividendos depende de las ganancias, la condición financiera de la sociedad, etc

- c) El uso de propaganda que mencione que la venta de sus valores fue autorizada por la Comisión Nacional de Valores, excepto
- 1) Cuando sea en la forma requerida según el Artículo 11° del Título II del Reglamento A, o
  - 2) Cuando se aclare que la autorización de la Comisión Nacional de Valores no implica supervisión de la administración o la política o métodos de inversión de la sociedad

Según el proyecto de Ley No 74 “por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá”

En cuanto a material publicitario, la Comisión podrá dictar normas sobre el contenido y la forma que deban observar los materiales publicitarios o informativos que distribuyan personas registradas en la Comisión, o que se usen en relación con ofertas públicas de valores registrados, con el fin de que la información divulgada al público inversionista sea cierta y clara y no se preste a engaños o fraude

Este artículo no ha sufrido cambios en cuanto a presentación de información en la propaganda, pero la Comisión, resalta nuevamente, que el material publicitario o informativo que contuviese información o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, u omitiese divulgar información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados en virtud de esta Ley y sus reglamentos, o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dicho material no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, la Comisión podrá ordenar que se suspenda el uso de dicho material publicitario o informativo hasta tanto el mismo sea modificado o complementado según lo requiera la Comisión

El reglamento C, del Decreto de Gabinete No 247, ha sido discontinuado y en su defecto la Comisión Nacional de Valores, como ente autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio, según el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, ha sido facultada para prescribir la forma y el contenido de los estados financieros y demás información financiera de las personas que al tenor de dicho Decreto están obligadas a presentar. A continuación describimos el reglamento mencionado

## **1.2. Reglamento C: Sobre Forma y Contenido de los Estados Financieros**

Para el mejor entendimiento de la presentación de los estados financieros, definimos ciertos conceptos

Estados Financieros Auditados Son aquellos que resultan de la intervención de un Contador Público Autorizado y que comprenden el examen de los libros y demás registros de contabilidad, de acuerdo con normas de Auditoría generalmente aceptadas

Afiliada Son aquellas que se encuentran relacionadas entre sí, por razón de cualquiera de las siguientes circunstancias

- 1 Que estén controladas por los mismos accionistas, o
- 2 Por el hecho de estar controladas por una misma sociedad, la cual es propietaria de más del 20% de las acciones emitidas y en circulación, con derecho a voto.

Subsidiaria Es una empresa controlada directamente por otra o indirectamente a través de una o más intermediarias

Es necesario la presentación de estados financieros, con datos financieros basados en los principios de contabilidad y auditados por un Contador Público Autorizado que muestren la situación financiera de las sociedades, así como el resultado de sus operaciones

Los Estados Financieros básicos que deben ser presentados son

- a) Balance General
- b) Estado de Capital
- c) Estado de Ganancias y Pérdidas
- d) Estado de Ganancias Retenidas
- e) Estado de Cambios en la Situación Financiera
- f) Nota a los Estados Financieros

Queremos manifestar que en nuestras investigaciones de campo, se encontraron con que varias compañías no cumplían con los estados financieros básicos exigidos por el Decreto de Gabinete No 247 del 16 de julio de 1970 según la Comisión Nacional de Valores. Al respecto se cuestiono a varios funcionarios de la Comisión Nacional de Valores y no se nos brindo una razón justificada por la ausencia de estados financieros tales como Balance General y Balance de Resultados

Para ampliar el concepto de nota a los Estados Financieros podemos definir como las explicaciones necesarias y esenciales para aclarar o facilitar el análisis y evaluación de los Estados Financieros

Según el Artículo cuarto en la cual se aprueba el Reglamento "Sobre Forma y Contenido de Los Estados Financieros" dictamina que los estados financieros deberán incluir una opinión expresada del Contador Público Autorizado que llevó a cabo la auditoría, o en su defecto, una indicación de las razones por las cuales no se pudo expresar una opinión. De acuerdo a las normas establecidas, en el caso en que el Contador Público Autorizado no ha llevado a cabo un áudito o los procedimientos seguidos no son suficientes, debe indicar claramente en la opinión y en cada una de las páginas de los Estados Financieros que los mismos no están auditados

El efecto que la compañía presente una opinión de un Contador Público Autorizado no determina que dicha compañía sea una empresa rentable para invertir, ya que no es función del auditor expresar que la empresa se hace atractiva para la inversión

Los Estados Financieros pueden ser presentados, usando la tecnología, forma y orden que se considere más apropiada para su mejor

análisis y evaluación y deberán indicar claramente los nombres de todas las compañías subsidiarias y/o incluidas en éstos

Para la presentación de los Estados Financieros Consolidados, y Estados Financieros Combinados las empresas deberán seguir los principios de inclusión o exclusión que permitan apreciar la situación financiera y el resultado de las operaciones de la empresa y sus subsidiarias

Las sociedades que presenten Estados Financieros Consolidados a la Comisión Nacional de Valores, deberán presentar una hoja de trabajo en que muestre la forma de consolidación (Estado Consolidante o Combinante) de cada una de las compañías incluidas en dicho Estado. Esta hoja de trabajo no será requerida en el Prospecto ni en otras publicaciones que la sociedad realice

Los balances generales presentados por las entidades comerciales, industriales y de servicios deberán cumplir con las siguientes pautas

#### **Activos y Otros Débitos**

- 1) **Activo Corriente o Circulante**

- a) Efectivo y partidas de efectivo
  - b) Inversiones y valores negociables
  - c) Letras y documentos de clientes por cobrar
  - d) Cuentas por cobrar a clientes
  - e) Inventarios
  - f) Otros activos corrientes o circulantes
- 2) Inversiones Incluye
- a) Valores y acciones de compañías subsidiarias y afiliadas
  - b) Documentos y cuentas por cobrar a largo plazo de subsidiarias y afiliadas
  - c) Inversiones en otros valores
  - d) Otras inversiones
- 3) Activo Fijo
- a) Propiedades, maquinarias y equipo y mejoras
  - b) Acumulaciones de depreciaciones, agotamientos y amortizaciones de propiedades
- 4) Activos Intangibles

- a) Patentes, marcas de fábricas, franquicias, plusvalías y otros activos intangibles,
  - b) Acumulaciones de depreciaciones y amortizaciones de los activos intangibles
- 5) Cargos Diferidos
- a) Gastos pagados por anticipado y otras partidas diferidas
  - b) Gastos de organización
  - c) Descuentos en obligaciones (tales como bonos) y gastos relacionados con su emisión
  - d) Gastos relacionados con la emisión de acciones de capital (no incluye Comisiones por venta)
- 6) Otro Activo
- a) Otros activos
- Pasivos, Acciones de Capital y Ganancias Retenidas
- 1) Pasivo corriente y circulante.

- a) Documentos por pagar
- b) Cuentas por pagar a proveedores
- c) Pasivos acumulados
- d) Otros pasivos corrientes o circulantes
- e) Total del Pasivo corriente o circulante

#### Ingresos Diferidos

- 1) Ingresos diferidos

#### Pasivo a Largo Plazo

- 1) Bonos, hipotecas y pasivos similares
- 2) Deudas no corrientes a subsidiarias y afiliadas
- 3) Otro pasivo a largo plazo

#### Otro Pasivo

- 1) Otros Pasivos
- 2) Compromisos y pasivos contingentes

3) Reservas (no mencionadas anteriormente)

**Acciones de Capital y Ganancias Retenidas**

1) Acciones de Capital

- a) Acciones de Capital
- b) Acciones en Tesorería
- c) Comisiones por venta de acciones de capital

2) Ganancias Retenidas

- a) Superávit y utilidades no distribuidas

**Estado de Ganancias y Perdidas**

a) Se deberá incluir todas las partidas de ingresos y gastos correspondientes a un período determinado

b) Si los ingresos provienen de dos o más actividades distintas, éstos se podrán mostrar como una sola partida siempre que ninguna de ellas no sea superior al 10% del total de las mismas

- c) Ventas brutas menos descuentos y devoluciones
- d) Costo de ventas
- e) Ingresos en operaciones
- f) Gastos de operaciones
- g) Gastos de ventas, generales y administrativos

3) Otros Ingresos

- a) Dividendos
- b) Intereses ganados en acciones o valores negociables
- c) Ganancias en acciones o valores negociables
- d) Otros ingresos misceláneos

4) Deducciones a los Ingresos

- a) Intereses, descuentos y gastos en obligaciones
- b) Pérdidas en acciones
- c) Deducciones misceláneas de los ingresos
- d) Ganancias antes del impuesto sobre la renta
- e) Incremento o disminución de la inversión por la participación proporcional en las utilidades o pérdidas de las subsidiarias
- f) Impuesto sobre la renta

- g) Ganancias antes de las partidas extraordinarias
- h) Partidas extraordinarias
- i) Ganancias después de las partidas extraordinarias

Lo antes expuesto nos muestra el tipo de informes que exigía la Comisión Nacional de Valores, basada en el Decreto de Gabinete No 247, pero actualmente el Acuerdo No 08-00 de 22 de mayo de 2000, en el Capítulo I, Artículo 1 establece que los emisores e intermediarios deberán presentar los Estados Financieros de conformidad con

- a) Normas Internacionales de Contabilidad de la Comisión de Normas Internacionales de Contabilidad (NIC's)
- b) Los principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos de América (US-GAAP), aplicados en forma consistente

También menciona el Artículo 3, del Acuerdo No 08-00, que para presentar razonablemente la situación financiera de las personas, así como el resultado de sus operaciones, es necesaria la presentación de estados financieros que incluyan todos los datos financieros registrados según lo dispone el Artículo Primero del Acuerdo No 2 del 28 de febrero de 2000.

Dichos Estados Financieros están comprendidos al menos por

- a) Balance General
- b) Estado de Resultados
- c) Una declaración que muestre ya sea (i) Todos los cambios en capital, o (ii) cambios en capital distintos a los que se originan de transacciones de capital con los dueños y distribuciones a los dueños,
- d) Estado de Flujo de Efectivo
- e) Políticas Contables y notas explicativas

En cuanto a la periodicidad, la forma y contenido de los Estados Financieros, dice el Capítulo IV, del mismo Reglamento, que todas las personas que al tenor del Decreto Ley 1 de 1999, tengan la obligación de presentar informes financieros deberán hacerlo con la siguiente periodicidad

- a) Anual Dentro de los noventa (90) días siguientes al cierre fiscal correspondiente
- b) Trimestral Dentro de los sesenta (60) días calendarios al cierre trimestral.
- c) Especial Aquellos períodos que determine la Comisión Nacional de Valores

Para complementar tenemos que el proyecto de Ley No 74 "por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá", menciona las siguientes disposiciones

\* Se debe presentar un informe anual dentro del plazo establecido por la Comisión, todos aquellos emisores cuyos valores estén registrados en la Comisión, que no podrá exceder de ciento veinte días siguientes al cierre del año fiscal del emisor. Dicho informe anual deberá contener los estados financieros auditados del emisor y toda otra información y documentación que prescriba la Comisión con arreglo a esta Ley y sus reglamentos

\* Luego de determinar la información y los documentos que deban ser incluidos en las solicitudes de registro y en los informes, la Comisión se limitará a solicitar información y documentos de importancia que sean relevantes para el público inversionista, y se abstendrá de solicitar información y documentos que no cumplan dicho propósito o impongan una carga no justificada al emisor o a la persona que deba divulgar dicha información o dichos documentos. Las solicitudes de registro y los informes podrán contener cualquier otra información adicional que el emisor desee incluir, siempre que sea relevante y no sea información cuya inclusión esté prohibida por esta Ley o sus reglamentos.

- \* 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
  
- \* Las casas de valores presentarán a la Comisión sus estados financieros, auditados e interinos, así como los informes que ésta requiera con el objeto de fiscalizar que las casas de valores y sus corredores de valores cumplan con las disposiciones de la presente Ley y sus reglamentos, en la forma y con la periodicidad que prescriba la Comisión

C- Regulaciones sobre la Constitución de Fondos Mutuos según el Decreto No. 58 del 27 de octubre de 1993.

Fondos Mutuos son (Sociedades de Inversión) las personas jurídicas que mediante la expedición y venta de sus propias acciones, valores, certificados de participación o inversión o por cualquier otro mecanismo a través de oferta pública, se dediquen a obtener dineros del público en general, mediante pagos únicos o periódicos, los cuales serán invertidos por administradores profesionales en los mercados de valores, dentro y fuera del territorio nacional, basados en el principio de distribución de riesgos

Existen dos tipos de Fondos Mutuos abiertos o cerrados. Los Fondos Mutuos abiertos (Sociedades de Inversión Abiertas) son aquellas que ofrecen a sus inversionistas el derecho de solicitar periódicamente la redención de sus cuotas de participación, en forma parcial o total, al valor neto menos las comisiones, los cargos y los gastos descritos en el prospecto. Las sociedades de inversión abiertas podrán emitir una cantidad variable de cuotas de participación. Los Fondos Mutuos Cerrados (Sociedades de Inversión Cerradas) aquellas que no ofrezcan a sus inversionistas el derecho de solicitar la redención de sus cuotas de participación antes de la liquidación de la sociedad de inversión o que sólo permitan la redención en circunstancias

extraordinarias según lo establezcan este Decreto Ley No 1 y sus reglamentos

Adicionalmente, podríamos definir las Compañías Administradoras de Inversiones como toda persona a la que una sociedad de inversión le delegue, individualmente o en conjunto con otras personas, la facultad de administrar, manejar, invertir y disponer de los valores y los bienes de la sociedad de inversión. Los administradores de inversión podrán prestar servicios administrativos a las sociedades de inversión, pero la sola prestación de dicho servicios administrativos, tales como servicios de contabilidad, secretariales, prestación de domicilio o directores, manejo de relaciones con accionistas, de pago, registro y transferencia y demás servicios administrativos similares, no constituye a la persona que los presta en administrador de inversiones

Los requisitos de las Compañías Administradoras de Fondos Mutuos para formular solicitud de autorización ante la Comisión Nacional de Valores, deberán efectuarse por medio de abogado y acompañarla de los siguientes documentos

- a) Poder del Abogado que gestionará la autorización ante la Comisión Nacional de Valores.

- b) Copia de la Escritura Pública contentiva del Pacto Social y de los Estatutos de la sociedad peticionaria y sus enmiendas , debidamente inscrita en el Registro Público
  
- c) Certificado del Registro Público expedido dentro de los Treinta (30) días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud, en el que se haga constar los nombres de los directores, dignatarios, representante legal de la sociedad, el Capital Social Autorizado, domicilio y el término de vigencia de la sociedad
  
- d) Estados Financieros, los cuales no podrán ser de más de cuatro (4) meses de anterioridad a la fecha de la solicitud y de los dos últimos años fiscales inmediatamente anteriores, debidamente certificados por un Contador Público Autorizado independiente y ajustándose a los principios de contabilidad generalmente aceptados y a la reglamentación que para tal efecto instrumente la Comisión.
  
- e) Hoja de Vida de los directores, dignatarios, representante legal y del gerente general y de los principales ejecutivos de la

sociedad, con información que cubra un mínimo de cinco años, que incluya referencias bancarias y de trabajo

- f) Copia de la Resolución de la Comisión Nacional de Valores o de un ente con funciones similares certificando que la compañía administradora, el representante legal y sus ejecutivos principales tienen licencia para desempeñarse como agente vendedor de valores, administradores de Fondos Mutuos (Sociedades de Inversión), bancos o compañías de seguros
- g) Declaración jurada en la que el Presidente y Tesorero de la sociedad peticionaria hagan constar los nombres de todos los accionistas de la sociedad y el número de acciones que cada uno posee
- h) Certificado expedido por un Contador Público Autorizado, que haga constar que la sociedad cuenta con un Capital Pagado Neto de por lo menos cien mil Balboas (B/.100,000 00)
- i) Cualquier otra información adicional que sea solicitada por la Comisión

Por disposición de la Comisión Nacional de Valores, las sociedades administradoras deberán aumentar su capital pagado neto en proporción al incremento del monto de las suscripciones que administren. Esta proporción será de 1 a 25, es decir el capital social pagado neto en todo momento equivaldrá a una veinticincoava parte del monto de las suscripciones del Fondo.

En cuanto a la presentación de informes, las Administradoras tendrán que enviarle a los inversionistas, un informe financiero del desempeño del Fondo Mutuo que incluya al menos lo siguiente:

- 1 El rendimiento histórico promedio
- 2 El rendimiento mensual a la fecha
3. Detalle y valor de mercado de las inversiones del Fondo por tipo de inversión, sector económico y por emisor, al principio y final del período.
- 4 Detalle de los diferentes valores en circulación del propio Fondo Mutuo (Sociedad de Inversión), deudas y obligaciones contraídas y garantías dadas.
- 5 Compras y ventas de las inversiones efectuadas durante el período, incluir monto

- 6 Número de los inversionistas registrados por clase de valor en circulación y su distribución porcentual
- 7 Reporte de los gastos incurridos por el fondo durante el período

Mientras la Comisión Nacional de Valores no disponga lo contrario, las Administradoras deberán presentar este informe semestralmente. El plazo para la presentación será de 30 días contados a partir de la fecha en que venza el semestre correspondiente.

Los Fondos Mutuos y las Administradoras de Fondos Mutuos tendrán que enviarle dentro de los 4 meses siguientes al cierre fiscal a cada uno de los inversionistas registrados en los Fondos Mutuos y a la Comisión Nacional de Valores sus estados financieros auditados.

Según el proyecto de Ley No 74 "por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá", podemos mencionar las siguientes disposiciones:

**Quedarán excluidas del ámbito de Sociedades de Inversión.**

- 1 El sistema de ahorro y capitalización de pensiones de los servidores públicos creado por la Ley No 8 de 1997, mientras la Comisión no determine lo contrario.

- 2 Aquellas sociedades de inversión que la Comisión considere conveniente excluir, siempre y cuando dicha exclusión no perjudique el interés del público inversionista

La Comisión podrá establecer categorías de sociedades de inversión en atención al tipo de riesgo, asociado con determinados objetivos y políticas de inversión, tipos de carteras y bienes, niveles de endeudamiento o de liquidez u otros parámetros que estime apropiados

La Comisión podrá prohibir el uso de palabras, ya sea en el prospecto, en el material publicitario, en la razón social o en la denominación comercial, de sociedades de inversión o de administradores de inversión cuando, en su opinión, den lugar a confusión, se presten a engaño o no describan adecuadamente los riesgos asumidos por un inversionista al invertir en la sociedad de inversión

Los requisitos de forma y de contenido de las solicitudes de registro y de los prospectos y de más materiales publicitarios de las sociedades de inversión serán establecidos por la Comisión. No obstante lo anterior, los prospectos de las sociedades de inversión deberán contener una descripción detallada de los siguientes temas: objetivos y políticas de inversión, niveles de endeudamiento, mecanismo de suscripción de cuotas de participación,

forma de calcular el valor neto por cuota de participación, comisiones y cargos, política de dividendos y distribuciones, administrador de inversiones y custodio de la sociedad de inversión y cualquier otra información que dicte la Comisión

En cuanto al informe de dividendos y distribuciones podemos mencionar, que todo pago de dividendos que declare una sociedad de inversión registrada, que provengan total o parcialmente de fuentes que no sean sus utilidades retenidas o sus utilidades en el período fiscal corriente y/o en el inmediatamente anterior, deberá estar acompañado de una explicación de las fuentes de que proviene, según lo prescriba la Comisión. Para los efectos, al computar el rendimiento, las sociedades de inversión registradas no tomarán en consideración las ganancias ni las pérdidas realizadas en la venta de valores u otros bienes, ni las sumas pagadas en exceso de valor nominal o un exceso del valor asignado de sus cuotas de participación, ni ninguna otra suma que determine la Comisión

**CAPÍTULO IV**  
**IMPACTO ECONÓMICO Y FINANCIERO DE**  
**LA EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES EN LA**  
**ECONOMÍA NACIONAL**

## **A. LA EMISION DE TITULOS VALORES EN LA ECONOMIA NACIONAL**

Los primeros años de operaciones de la Bolsa de Valores de Panamá, S A sirvieron para fomentar el desarrollo de un mercado de valores doméstico. Los movimientos en el volumen de las operaciones año a año son prueba fehaciente de que la Bolsa de Valores establece un mercado continuo para la compra y venta de valores, o sea, aquel donde el inversionista puede comprar y vender valores sin interrupción, a precios de mercado establecidos por el equilibrio entre la oferta y la demanda.

No se puede aspirar a tener una bolsa con una proyección internacional sin antes contar con una actividad bursátil local importante. La bolsa se ha convertido en un canalizador del ahorro nacional hacia la inversión, y persigue objetivos como optimizar asignación de los escasos recursos productivos hacia las áreas de la economía donde puedan ser mejor utilizados.

### **1. Influencia de la emisión en los sectores económicos**

***Resultados operativos sobre la incidencia de títulos valores en los sectores económicos***

Los activos financieros existen en una economía debido a que los ahorros de las diversas personas, empresas y gobiernos, durante un período difieren de su inversión en activos reales. Por activos reales nos referimos a cosas como casas, edificios, equipos y bienes duraderos. Si los ahorros fueran iguales a la inversión en activos reales para todas las unidades económicas en una economía durante todos los períodos de tiempo, no habría financiamiento externo, no habrían activos financieros, ni mercados de dinero y capital.

En la economía, en forma global las unidades económicas con sobrantes de ahorros (aquellas cuyos ahorros exceden su inversión en activos reales) brindan fondos a las unidades con déficit de ahorros (aquellas cuyas inversiones en activos reales exceden sus ahorros). Este intercambio de fondos queda evidenciado mediante documentos que representan un activo financiero para el tenedor y un pasivo financiero para el emisor.

Hay que reconocer que el proceso de equilibrio mediante el cual se asignan los ahorros en una economía, ocurre **no sólo sobre la base del rendimiento esperado sino también sobre la base de riesgo**. Las unidades económicas que necesiten fondos tienen que ofrecer más que otras por su uso. Distintos instrumentos financieros tienen diferentes grados de riesgo. Aunque el proceso de asignación resulta afectado por la escasez de

capital , las restricciones gubernamentales y las limitaciones institucionales, los rendimientos esperados son el mecanismo fundamental mediante el cual sea atractivo para los inversionistas especialmente en los mercados financieros

**Podemos definir que entre más grande sea el riesgo, de un valor más alto debe ser el rendimiento esperado que ofrezca al inversionista** Para que el riesgo disminuya las inversionistas deberán diversificarse, es decir transformar un activo de riesgo en otro de riesgo menor.

Para visualizar las ventajas que poseen las compañías emisoras dispuestas a involucrarse a este tipo de apertura de mercado mencionamos los siguientes puntos

-Obtención de un menor costo de los fondos El segregación de activos y usarlos como resguardo para la oferta de valores permite bajar el costo de los fondos que obtienen

-Uso más eficiente de capital El pasar el riesgo de crédito del originador del préstamo a otra parte reduce el retorno del emisor junto con el riesgo

-Manejo de un crecimiento rápido de cartera La venta de activos por medio de la garantización proporciona un medio para recolectar capital rápidamente conservando el activo

-Diversificación de las fuentes Los inversionistas que ordinariamente no podrían hacer préstamos de cualquier índole pueden invertir en estos valores, pues proporcionan más fuente de capital para las entidades financieras y no financieras

Podemos decir que el costo de cada una de las fuentes de financiación en particular, con el fin de elegir los recursos de menor costo y maximizar los beneficios de los accionistas o inversionistas, lo más importante para la empresa es el conocimiento del costo promedio de las diferentes fuentes de financiamiento

Después del análisis de las fuentes emisoras presentamos los beneficios de participar en el mercado de valores

-La posibilidad de diversificación en un Mercado de Valores Es decir puedo invertir en distintas empresas y en distintos instrumentos de inversión, nos da la facilidad de equilibrar factores importantes como riesgo y retorno de inversiones.

-Al invertir en un Mercado de Valores usted tiene la flexibilidad de manejar su dinero como usted crea conveniente

-En un Mercado de Valores usted tiene la oportunidad de informarse detalladamente sobre las empresas en las que usted desea invertir, ya que dichas empresas son públicas, y por ende están obligadas a mostrar sus estados financieros e informar al público sobre cambios o eventos importantes

-Tanto la inversión en acciones como en bonos nos dan la posibilidad de recibir un rendimiento mayor que el dinero invertido en comparación con otras formas de inversión (plazo fijo, cuentas de ahorro, etc)

-Es importante mencionar que los intereses devengados sobre Bonos y VCN's emitidos a través de la Bolsa de Valores de Panamá y autorizados en la Comisión Nacional de Valores no se consideran renta gravable. Igualmente, no se consideran gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas causadas por la venta de cualquier título valor (Bonos, VCN's, Acciones, etc.) listados en la BVP y autorizados por CNV, según se expresa en Folleto de la Bolsa de Valores de Panamá, S. A., Segunda Edición, Panamá, 2000

Después de que exista un equilibrio entre las necesidades los emisores y las expectativas de rendimiento de los inversionistas se fusionan los intereses en común y se convergen a un gran mercado, el cual debe ser eficiente y productivo, maximizando la riqueza del inversionista

De aquí surge el **Mercado de Valores** que permite la emisión, colocación, distribución e intermediación de los títulos valores. Dicho mercado es el más importante del Sistema Financiero ya que **provee fondos de mediano y largo plazo**, canalizando los mismos hacia los sectores económicos y productivos de la economía

Para el análisis de cómo se ha canalizado la inversión emitida por títulos valores sobre los sectores económicos hemos evaluado los informes estadísticos basada en las ventas de las empresas y por tipo de instrumento

#### ***Distribución de la Información en los Cuadros***

De acuerdo con la información que se observa en el **CUADRO I (Monto de Ventas realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento Años 1989 – 1998)** la economía panameña divide su producto interno en

las distintas actividades económicas las cuales mencionaremos algunas agricultura, pesca, explotación de minas, industrias manufactureras, electricidad y agua, construcción, comercio al por mayor y al por menor, hoteles y restaurantes, transporte y comunicaciones, intermediación financiera, enseñanza privada y otros

Para el análisis hemos clasificado las actividades económicas por los distintos sectores de la economía, como lo son sector primario, secundario y terciario de acuerdo al criterio profesional del Jefe de Cuentas Nacionales de la Contraloría General de la República. En este cuadro hemos definido el total por sector de la venta de títulos valores que se extiende de 1994 a 1998 manifestado (en miles de balboas). El **CUADRO I** es complementado por el **CUADRO II (Relación Porcentual de las Ventas realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento Años 1989 –1998)**.

Hemos utilizado las cifras del **CUADRO I (Monto de Ventas realizadas por Empresas de Ofertas Públicas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de instrumento, según sector: Años 1989-1998)** para indicar que porcentaje representa el tipo de instrumento en cada año.

## CUARDO NO 1

MONTO DE VENTAS REALIZADAS EN PANAMA POR EMPRESAS DE OFERTAS PUBLICAS EN LA COMISION NACIONAL DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTO, SEGÚN SECTOR AÑOS 1989-98

Actividad Económica	SECTOR	AÑO	TOTAL	ACCIONES	TIPO DE INSTRUMENTO (en miles de Balboas)			
					BONOS	VALOR COM NEGOCIABLE	ACEPTACION	CERTIFICADO DE INVERSION
Primario:	Forestal	1994	94		94			
		1995	4479	1549	2930			
		1997	2535		2535			
		1998	2100		2100			
		<b>Total Sector</b>		<b>9208</b>	<b>1549</b>	<b>7659</b>		
Secundario:	Industrial	1990	16907		16907			
		1991	10020		4520	5500		
		1992	11490		11490			
		1993	4000			4000		
		1994	60000	47500	12500			
		1995	5074	74	5000			
		1996	5028	288	4440	300		
		1997	26000		26000			
	Agro-Industrial	1989	1050		1050			
		1993	7400	4400	3000			
		1990	4500		4500			
		1995	5000		5000			
		1996	5000		5000			
		1992	7850		7850			
		1991	8800		8800			
		1998	10000		10000			
		1994	16534		16534			
		1997	33079		24000	9079		
	<b>Total Sector</b>		<b>99213</b>	<b>4400</b>	<b>85734</b>	<b>9079</b>		
	Terciario:	Bancario y Financiero	1990	6000		6000		
1991			25850		25850			
1992			84000		81500	2500		
1993			106502		106002	2500		
1994			104322		97822	6500		
1995			91422		80290	11132		
1996			98061	6892	86174	5885		
1997			181563	11160	150363	13530	6520	
1998			197163	639	117497	46192	32836	

## CUARDO NO 1

MONTO DE VENTAS REALIZADAS EN PANAMA POR EMPRESAS DE OFERTAS PUBLICAS EN LA COMISION NACIONAL DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTO, SEGÚN SECTOR AÑOS 1989-98

Terciario.	Bienes Raíces	1990	14802		14802		
		1991	54	54			
		1992	4520		2000	2520	
		1993	16648		14648	2000	
		1994	4295		2865	1430	
		1995	8921		2931	5990	
		1997	3975		3975		
		1998					
	Transporte	1995	3500		3500		
		1996	6000		6000		
		1997	10000		10000		
	Servicios Públicos	1990	836		836		
		1991	650		650		
		1992	4750		4750		
		1995	1490			1490	
	Comercial	1990	635		635		
		1991	3000		3000		
		1992	13500		13500		
		1993	10450		8450	2000	
		1994	23101	1500	17000	4601	
		1995	5689			5689	
		1996	7978		4000	3978	
		1997	36776	7320	26000	3456	
1998							
Inmobiliario	1996	21454		21454			
Comunicaciones	1997	538			538		
Enseñanza	1998	426			426		
<b>Total Sector</b>		<b>1101871</b>	<b>27565</b>	<b>912484</b>	<b>122467</b>	<b>39355</b>	

Fuente: Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

Basados en el **CUADRO II**, en el sector primario, tenemos solamente ventas generadas por el sub sector Sector Forestal, que refleja el instrumento denominado bonos, con un 83%, el cual, abarca un porcentaje predominante en sus ventas, durante los años de 1994, 1997 y 1998 a excepción de 1995 que comparte su porcentaje de venta con las acciones, con un 17%

Para el sector secundario se encuentran los sectores Industrial y Agro-Industrial. El primero ha logrado financiarse en mayor proporción por medio de bonos, pero también ha utilizado los valores negociables como segunda opción y en última las denominadas acciones. El total porcentual muestra una participación del 86% en bonos seguido de un 9% en los valores negociables y por último un 4% las acciones incluyendo al sector Agro-Industrial que en términos reales ha influido de manera directa a que se dieran estos porcentajes. (Ver **CUADRO II**)

Para el sector terciario se contemplan los sub sectores Bancario y Financiero, Bienes Raíces, Transporte, Servicios Públicos, Comercial, Inmobiliario, Comunicación y Enseñanza Dentro de estos se destaca con un margen significativo de ventas el Sector Bancario y Financiero con un 83%, basado en bonos, en un período comprendido de 1990 a 1998, lo que nos

muestra que muchas empresas financieras lo han estado utilizando para el financiamiento de proyectos de expansión, o consolidación de su posición financiera. Seguidamente tenemos los valores comerciales negociables con un 11% los cuales se manejan como títulos de deuda a un corto plazo. Por último tenemos las aceptaciones bancarias con un 4% y en última instancia las acciones con un 3%, indicando que los inversionistas prefieren mantener los derechos de propiedad de su sociedad por medio de otros tipos diferentes de instrumentos de crédito o capital. (CUADRO II)

Mediante el **CUADRO III: (Venta Total de Títulos Valores por Sector Económico, 1994-1998)** podemos observar que durante los años de 1994 el volumen de ventas de títulos valores en Panamá fue de \$ 208,346 millones, mientras que se refleja una disminución para los años de 1995 por \$ 125,575 millones y 1996 \$ 144,521 millones. Para el año de 1997 se incrementa con ventas hasta \$ 294,466 millones y 1998 por \$ 209,689 millones. (Cuadro III)

Este volumen de inversiones influye sobre las empresas a ser más competitivas. La competencia interna y externa sirve muchas veces de estímulo a la innovación, la difusión de tecnología y el aprovechamiento eficiente de los recursos.

RELACION PORCENTUAL DE VENTAS REALIZADAS EN PANAMA POR EMPRESAS DE OFERTAS PUBLICAS EN LA COMISION NACIONAL DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTO, SEGÚN SECTOR AÑOS 1989-98

Actividad Económica	SECTOR	AÑO	Relacion Porcentual ( % )				CERTIFICADO DE INVERSION
			ACCIONES	BONOS	VALOR COM NEGOCIABLE	ACEPTACION	
Primario:	Forestal	1994		100			
		1995	35	65			
		1997		100			
		1998		100			
		<b>Total Sector</b>	17	83			
Secundario:	Industrial	1990	0	100	0		
		1991	0	45	55		
		1992	0	100	0		
		1993	0	0	100		
		1994	79	21	0		
		1995	1	99	0		
		1996	6	88	6		
		1997	0	100	0		
	Agro-Industrial	1989	0	100			
		1990	59	41			
		1991	0	100			
		1992	0	100			
		1993	0	100	0		
		1994	0	100			
		1995	0	100			
		1996	0	100	0		
		1997	0	100	0		
		1998	0	73			
	<b>Total Sector</b>	4	86	9			
	Terciario:	Bancario y Financiero	1990	0	100	0	
1991			0	100	0		
1992			0	97	3		
1993			0	98	2		
1994			0	94	6		
1995			0	88	12		
1996			7	87	8		
1997			6	83	7	4	
1998			0	60	23	17	

## CUARDO NO II

RELACION PORCENTUAL DE VENTAS REALIZADAS EN PANAMA POR EMPRESAS DE OFERTAS PUBLICAS EN LA COMISION NACIONAL DE VALORES POR TIPO DE INSTRUMENTO, SEGUN SECTOR AÑOS 1989-98

<b>Terciario:</b>	Bienes Raíces	1990	0	100	0		
		1991	100	0	0		
		1992	0	44	56		
		1993	0	88	12		
		1994	0	87	33		
		1995	0	33	67		
		1997	0	100	0		
			1995	0	100		
			1996	0	100		
			1997	0	100		
		Servicios Públicos	1990	0	100		
			1991	0	100		
			1992	0	100		
			1995			100	
		Comercial	1990	0	100	0	
			1991	0	100	0	
			1992	0	100	0	
			1993	0	81	19	
			1994	6	74	20	
			1995	0	0	100	
	1996		0	50	50		
	1997	20	71	9			
	Inmobiliario						
	Comunicación	1997	0	0	100		
	Enseñanza	1998			100		
	<b>Total Sector</b>		<b>3</b>	<b>83</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	

Fuente: Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

CUARDO NO III						
VENTA TOTAL DE TITULOS VALORES POR SECTOR ECONOMICO						
(en miles de Balboas) 1994 a 1998						
Sect Economicos	Descripcion	1994	1995	1996	1997	1998
Primario	Forestal	94	4479		2535	2100
Secundario	Industrial	60000	5074	5028	26000	
	Agro Industrial	16534	5000	5000	33079	10000
	Sub total	76534	10074	10028	59079	10000
Terciano	Comercial	23101	5689	7978	36776	
	Transporte		3500	6000	10000	
	Comunicación				538	
	Sub total		3500	6000	10538	
	Banc y Financ	104322	91422	99061	181563	197163
(*)	Serv Públicos		1490			
	Bienes Raices	4295	8921		3975	
	Inmobiliaria			21454		
	Sub total	4295	10411	21454	3975	
	Enseñanza					426

(\*) Según conversación sostenida por personal de la Contraloría General de la República esta venta corresponde a la Compañía Ace Holding, S. A. la cual se dedica al alquiler de autos, por lo tanto se contempla dentro de la sub división de ramas en el Producto Interno Bruto como (K) Actividades de alquiler

Fuente: Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

### 1.1. **Actividad Económica más beneficiada**

De acuerdo al detalle de las ventas realizadas, se refleja que el sector, terciario es el que está más beneficiado por la venta de títulos valores, o podríamos decir el que más ha hecho uso de este tipo de instrumento financiero, y su razón es, debido a que el sector terciario representa un 75% de la economía nacional, y por ende se manifiesta una relación directa, de su forma de financiamiento por medio de los instrumentos de inversión en el mercado de valores. Para ampliar este concepto, adjuntamos el **CUADRO IV (Actividad Económica más beneficiada basada en las Ventas de Valores realizadas en Panamá por Empresas de Ofertas Públicas, registradas en la Comisión Nacional de Valores, según sector hasta 1998)** donde se muestra un total de ventas de \$ 1,101,871 (en miles de Balboas) representando un acumulado, hasta el año de 1998 de 91% del total de las ventas.

Para estimar los valores en que una variable puede incidir sobre otra variable utilizamos el método del coeficiente de correlación. La validez de una proyección por este método depende del grado en que están asociadas entre si las variables, si es alto el grado de asociación, la estimación tiene base de fundamento, y si es baja, la asociación es débil, la proyección no se justifica.

## CUARDO NO. IV

ACTIVIDAD ECONOMICA MAS BENEFICIADA EN LAS VENTAS DE VALORES REALIZADAS EN PANAMA POR EMPRESAS DE OFERTAS PUBLICAS, REGISTRADAS EN LA COMISION NACIONAL DE VALORES, SEGUN SECTOR HASTA 1998

Sectores	Venta total de títulos valores	Porcentaje representativo ( % )
<b>Primario:</b>	9208	1
<b>Secundario:</b>	99213	8
<b>Terciario:</b>	<u>1101871</u>	<u>91</u>
	1210292	100

Fuente Datos basados en Cuadros Estadísticos del Ministerio de Comercio e Industrias,  
Dirección Ejecutiva de Valores

El **coeficiente de correlación** describe la intensidad de la relación entre dos conjuntos de variables de nivel de intervalo o de nivel de razón. Ya que se denota con  $\{ r \}$ , con frecuencia se menciona también como  $\{ r \}$  de Pearson o *coeficiente de correlación producto-momento de Pearson*. Puede tomar cualquier valor de  $( -1.00 \text{ a } + 1.00 )$ , inclusive. Un coeficiente de correlación de  $-1.00$  o de  $+ 1.00$  indica correlación perfecta. Ejemplo un coeficiente de correlación calculado  $\pm 1.00$  indicaría que las puntuaciones están perfectamente correlacionadas en un sentido lineal positivo, pero si el valor calculado da  $- 1.00$  revela que la variables están perfectamente relacionadas en forma lineal negativa. Podríamos definir que estas dos situaciones son normales. Ahora bien si queremos definir, cómo sería un  $\{ r \}$  malo o excelente, observamos que si no existe en absoluto relación entre los dos conjuntos de variables: la  $r$  de Pearson será cero, por lo que concluimos que mientras más se acerca de 1 es mejor.

Por la definición de este método, se ha utilizado, para medir la incidencia parcial del sector terciario, con dos de sus sub sectores, el comercial y el bancario y financiero, en la economía nacional.

Observese los dos diagramas de dispersión **GRAFINA No. 1** (**Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación del Sub sector Bancario y Financiero en el Producto Interno Bruto, 1990-1998**) y

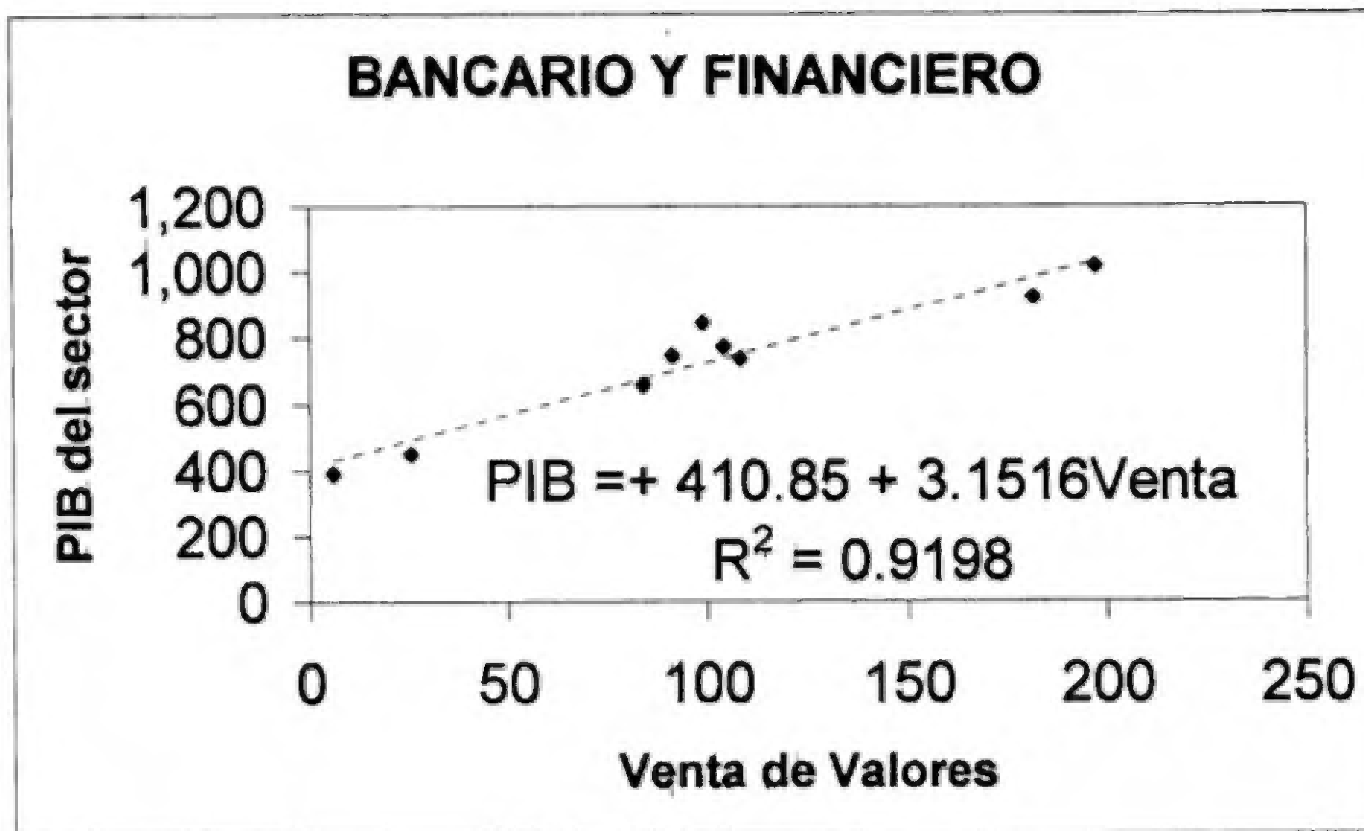
**GRAFICA No. 2 (Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación del Sub sector Comercio en el Producto Interno Bruto, 1990-1997).** En el primer diagrama se analiza la incidencia del sector bancario y financiero sobre la economía nacional, nos muestra que la venta de títulos dentro del sector bancario un  $R^2 = 0.92$ , indicando una correlación muy intensa entre los dos conjuntos de variables. Es decir, que las ventas de valores poseen una fuerte incidencia en el Producto Interno Bruto

En la **GRAFICA N° 2** tenemos el sub sector comercio sobre el Producto Interno Bruto y vemos que los puntos están más alejados de la función, expresando un  $R^2 = 0.47$ , es decir, una correlación débil, ya que a medida que se aleja a 1 su grado de dispersión es más notorio. También se visualiza su dispersión con la línea recta trazada a través del espacio central de los datos. Se mostraron estos dos sub sectores ya que son los más representativos y nos explican mejor la participación del sector terciario.

## **2. Influencia de la emisión de títulos en la economía nacional.**

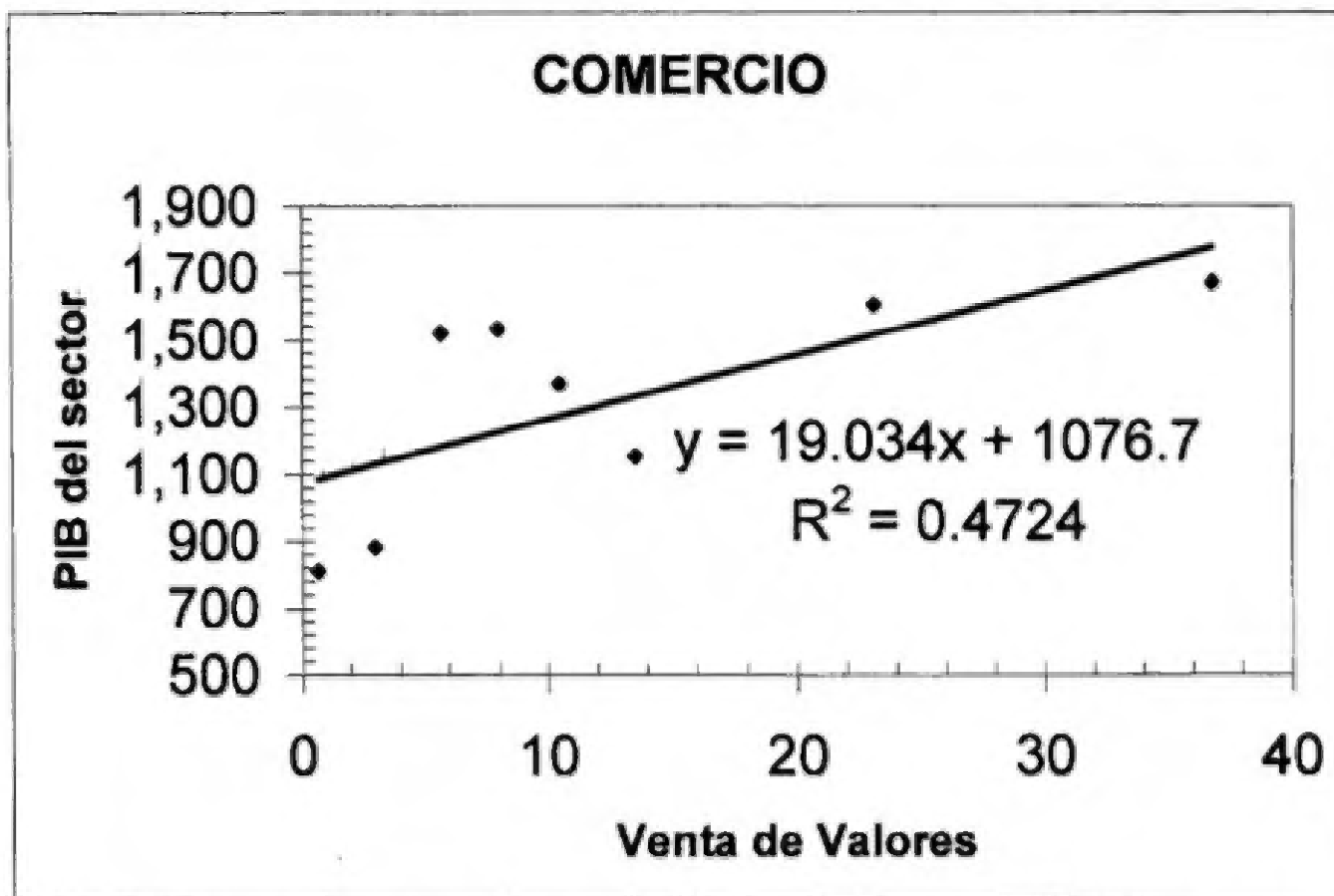
Los programas de estabilización y de ajuste estructural ejecutados en la mayoría de los países latinoamericanos incorporan importantes reformas al sector financiero. Las más notables de éstas están relacionadas con la

GRAFICA # 1  
DIAGRAMA DE DISPERSIÓN QUE MUESTRA LA CORRELACIÓN DE SUB-SECTOR BANCARIO Y FINANCIERO EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO , AÑOS 1991-1998



Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a Datos del Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

GRÁFICA # 2  
DIAGRAMA DE DISPERSIÓN QUE MUESTRA LA CORRELACIÓN DE SUB-SECTOR COMERCIO EN EL PRODUCTO INTERNO BRUTO, AÑOS 1991-1998



Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a Datos del Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

liberación de los mercados financieros, orientada a promover la participación de intermediarios financieros más eficientes y competitivos. Este proceso que es considerado necesario para promover una mejor asignación de recursos, requisito indispensable para el crecimiento económico sostenido. Los primeros procesos de reforma financiera enfrentaron serias críticas porque en algunos casos parecían no tener un efecto importante sobre la eficiencia y competitividad del sistema financiero, mientras que otros casos parecían el crecimiento acelerado del sistema financiero parecía desembocar en crisis generalizadas y quiebras de intermediarios que comprometían el sistema de pagos y la estabilidad económica.

#### ***Eficiencia Interna de los títulos en beneficio de la economía***

Podemos denominarla como la que permite que las transacciones con valores puedan ser llevadas a cabo con rapidez y a costos razonables, lo que permite que todos los valores puedan ser mercadeados inmediatamente o que exista un mercado continuo para la compra y venta de los valores. Como resultado un mecanismo eficiente, los capitales financieros serán más móviles y ayudará a dirigir los recursos a las áreas de la economía que estén dispuestas a pagar más, ya sea por urgencia/o por tener usos más lucrativos para los mismos.

### ***Repercusiones positivas a la economía***

Como hemos expuesto si los participantes perciben serán bien compensados con un retorno lo suficientemente atractivo para asumir el riesgo de invertir en la empresa y ayudarla a detener alguna crisis, estos ofrecerán su ayuda sin intervención gubernamental y la utilización de recursos de contribuyentes. De allí pues que la empresa es rescatada, y si bien es cierto que algunos empleos puedan ser eliminados, --como parte de un paquete de reestructuración, otros cientos serán rescatados al mantener la empresa a flote.

La economía panameña registró vacaciones, basado al cambio anual mostrado en el Producto Interno Bruto, de acuerdo a las estimaciones preliminares de la Dirección de Estadística y Censo de la Contraloría General de la República. Este desempeño se caracteriza por el crecimiento de actividades asociadas ya sea con el sector externo, y por aquellas relacionadas con la economía interna, entre las que podemos mencionar, la manufactura, industria, construcción, transporte, intermediación financiera, enseñanza privada y otros.

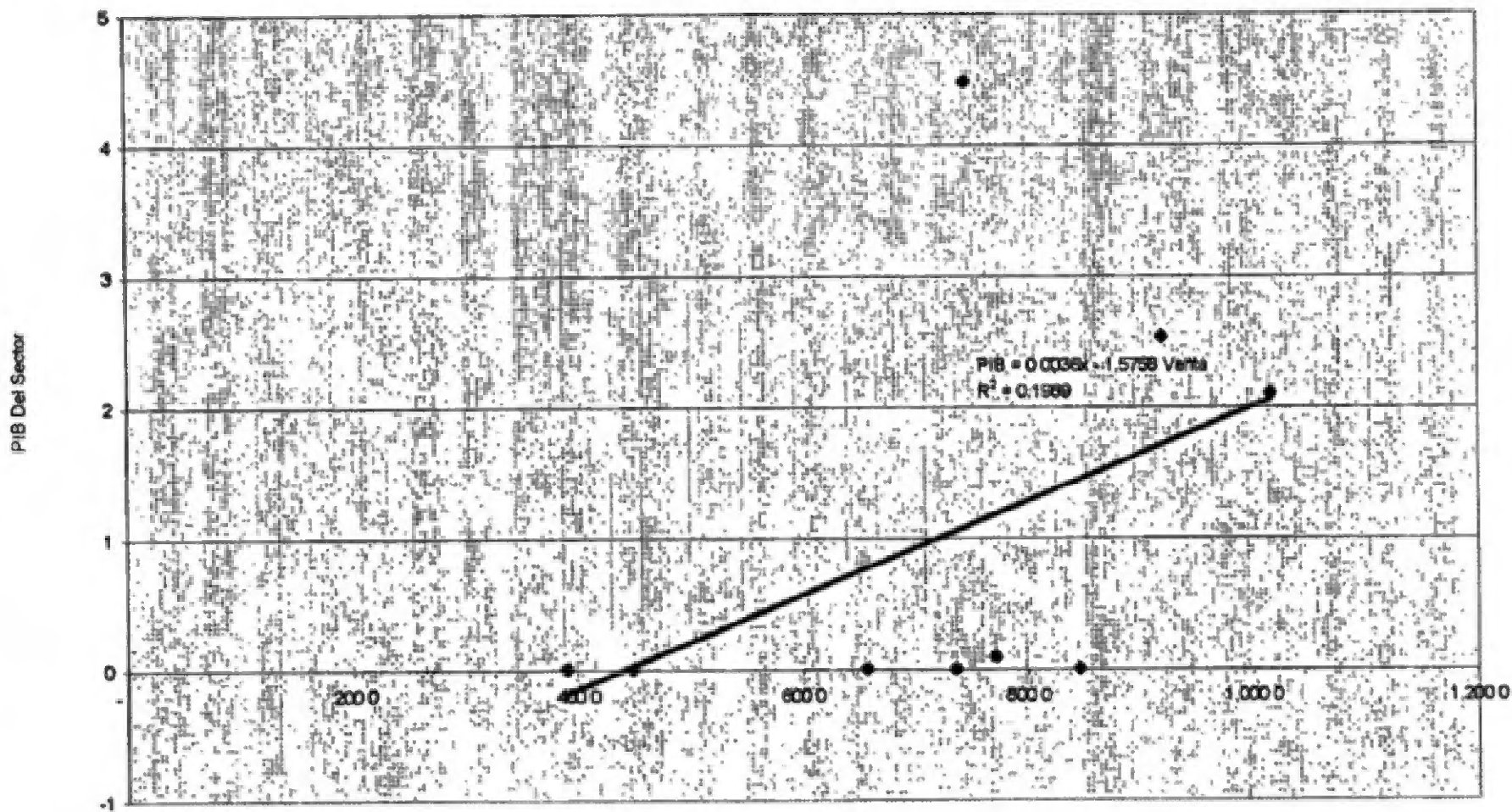
Por no poseer una cifra exacta de cómo la venta de títulos valores repercute en la economía nacional, realizamos un estudio del grado de

incidencia que tuvieron los sectores económicos en forma independiente y cuál fue el promedio de su participación, en el Producto Interno Bruto

En la **GRAFINA N.º. 3 (Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación del Sector Primario en el Producto Interno Bruto, 1990-1998)** el análisis de correlación arroja una incidencia del sector primario sobre la economía nacional de  $R^2 = 0.1989$ , lo que nos quiere decir que la venta de títulos valores por parte de sector primario no tiene una relación tan fuerte en la economía nacional, debido a que su  $R^2$  es más cercano a 0, de acuerdo a la teoría de Pearson, mientras que el indicador cuantitativo en el sector secundario expresado en la **GRAFINA N.º. 4 (Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación del Sector Secundario en el Producto Interno Bruto, 1990-1998)** su grado de incidencia es de  $R^2 = 0.0206$ , pero comparado con el Sector Primario la correlación del sector secundario es menos intensa, por ende bajo esta perspectiva, el sector primario participa un poco más en la economía nacional que el sector secundario

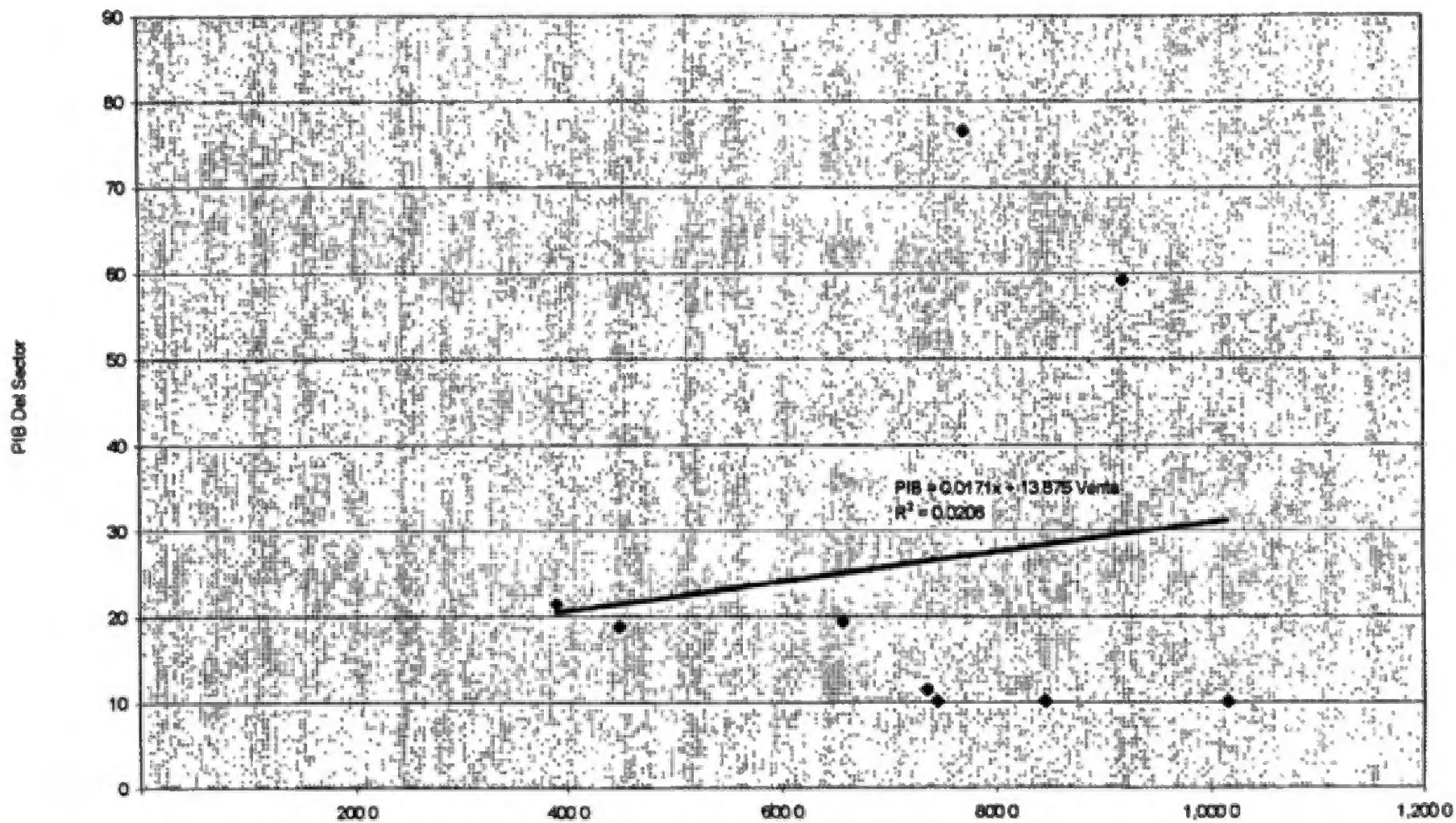
Por último tenemos **GRAFINA N.º. 5 (Diagrama de Dispersión que muestra la Correlación del Sector Terciario en el Producto Interno Bruto, 1990-1998)** nos indica un  $R^2 = 0.8922$ , y basados en explicaciones anteriores, mientras más se aproxime su  $R^2$  a 1 más intensa es la correlación entre los dos conjuntos de variables. Por lo tanto, esto nos indica

**GRÁFICA # 3**  
**INCIDENCIA DEL SECTOR PRIMARIO EN EL PIB**



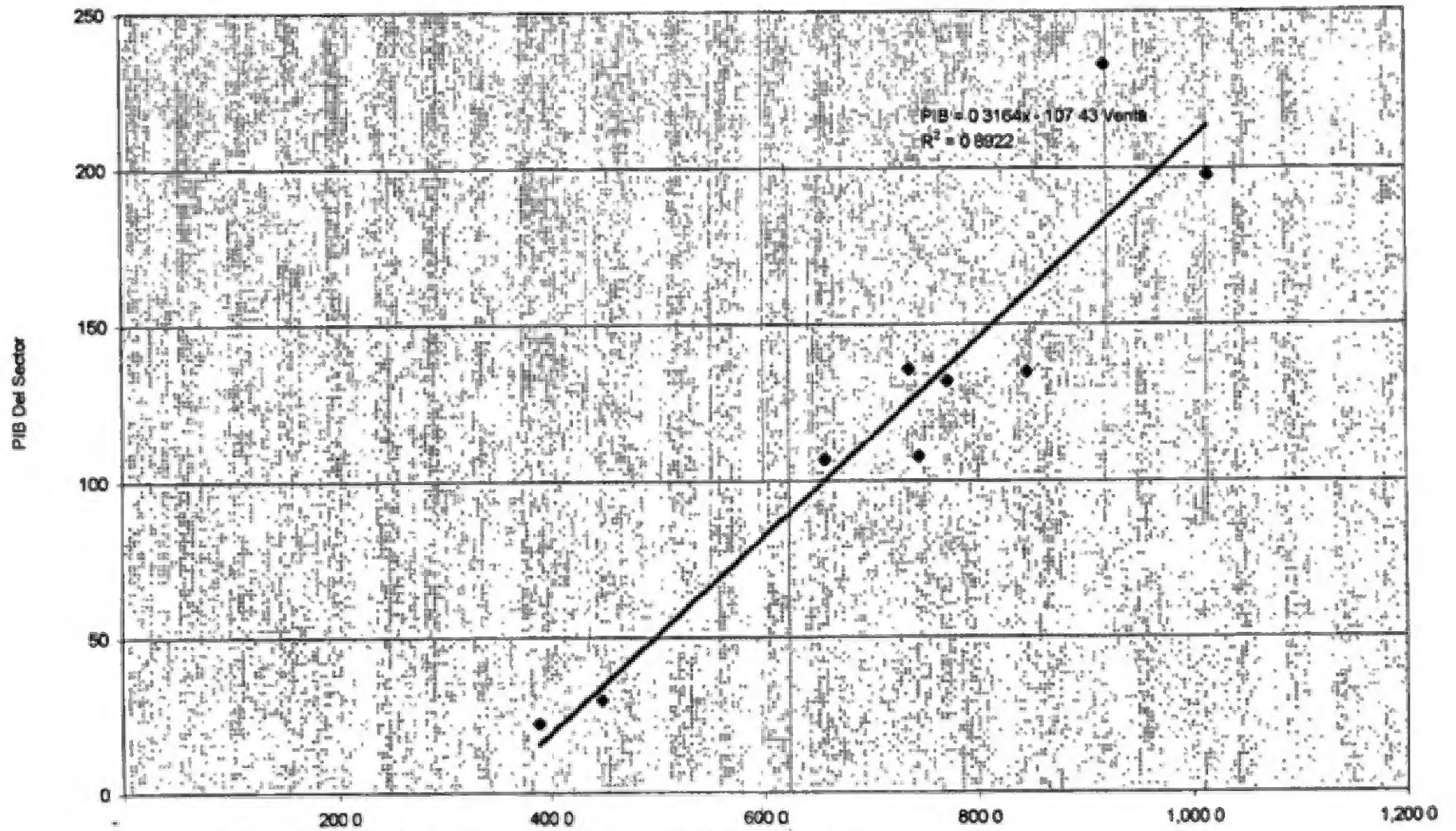
Fuente: Diagrama realizado por el autor en base a datos del Ministerio de Comercio e Industrias

GRÁFICA # 4  
INCIDENCIA DEL SECTOR SECUNDARIO EN EL PIB



Fuente: Diagrama realizado por el autor en base a datos del Ministerio de Comercio e Industrias

**GRÁFICA # 5**  
**INCIDENCIA DEL SECTOR TERCIARIO EN EL PIB**



Fuente: Diagrama realizado por el autor en base a datos del Ministerio de Comercio e Industrias

que la venta de títulos valores emanados del sector terciario tienen una incidencia fuerte en nuestra economía nacional

**Cuál es la relevancia en la economía?**

- 1 Generación de más empleos
- 2 Actualización de alta tecnología
- 3 Mejoramiento del nivel de vida
- 4 Promoción a la industria y a la competencia
- 5 Impulso de empresas nacionales a la exportación
- 6 Oportunidades para construir infraestructura

Todos estos factores influyen sobre el ritmo general de la actividad comercial y la tasa de crecimiento económico de una nación

***Influencia de la eficiencia de la economía hacia el desarrollo de exportaciones***

Se entiende por desarrollo de exportaciones los esfuerzos que hace el gobierno para inducir a las empresas, y éstas a su vez, para basa parte de su desarrollo organizacional en el cultivo de mercados externos

Es indudable que el comercio entre las naciones es un factor de progreso, no sólo en el orden económico, sino también en lo social y cultural. Junto con las mercancías se mueven las personas, se comunican, se difunden las ideas, los modos de pensar y de vivir, las innovaciones productivas y las informaciones diversas sobre lo que ocurre en los peajes del mundo.

Existen una serie de ventajas para exportar como ampliación de los mercados, generación nuevas demandas, multiplicándose las oportunidades de aplicación del ingreso, desarrollándose la división del trabajo y la especialización y creándose vínculos entre las economías y las sociedades. Es conveniente mencionar, que la naturaleza de las corrientes de comercio dependen en alto grado del desarrollo económico y se modifica, por tanto, con el cambio económico.

Por lo antes expuesto, el impulso de cualquier tipo de ingreso, como la venta de títulos-valores o cualquier otra herramienta que incida en el incremento de los sectores económicos repercute en el desarrollo de la región. Por tanto, la existencia del concepto objetivo de economía inclusive mundial se explica por el comercio, con el cual se relacionan las inversiones y difusión de la tecnología.

### **3. Políticas de Financiamiento**

Los diferentes valores emitidos por empresas privadas, sociedades anónimas u otro tipo de empresas privadas pueden ser.

#### **1 Instrumentos Financieros**

Valores Comerciales Negociables (VCN), Papel Comercial, Certificados de Depósitos y demás documentos propios del mercado financiero

#### **2 Instrumentos de Crédito**

Tales como bonos, pagarés hipotecarios, bonos sin garantía, y demás documentos propios del mercado de deuda, sean o no convertibles a acciones

#### **3 Instrumentos de Capital**

Tales como acciones comunes, acciones preferidas, y demás documentos propios del mercado de capital

### **3.1. Políticas de financiamiento a corto plazo.**

#### **3 1 1. Valores Comerciales Negociables (VCN)**

Mejor conocidos, en el mercado financiero internacional, como Papel Comercial. Son títulos de deuda a corto plazo menor de 360 días. Generalmente son emitidos por empresas para financiar sus necesidades de capital de trabajo.

#### Características

**Tasa de Interés** Devengan una tasa de interés determinada por el emisor, pagadera en intervalos regulares de tiempo o a su vencimiento.

Otra modalidad en la tasa de interés son los VCN' s de cupón cero, los cuales son vendidos a descuento de su valor nominal, al vencimiento de los mismos. El inversionista recibe el valor nominal del VCN. La tasa de interés en este caso está representada por la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal por recibir.

**Garantía** Generalmente los VCN' s están respaldados por el crédito general del Emisor, aunque en algunos casos tienen garantías reales. En estos casos lo usual es que el emisor

constituya un fideicomiso a favor de los tenedores de los VCN' s en donde endosa y cede a favor de éstos cuentas por cobrar, efectivo, cartas de promesa de pago de bancos, documentos negociables, contratos, inventarios, etc

**Vigencia** Tienen un plazo de vencimiento menor de 360 días, y usualmente son emitidos en serie y con plazos múltiples de 30 días

### 3 1 2 Aceptaciones Bancarias

Es una letra de cambio aceptada solidariamente por el banco y el librado o figurando el propio banco como librado En virtud de lo anterior, el banco aceptante queda obligado al pago del efecto aunque puede limitarse su alcance en el tiempo o en la cantidad En otras palabras, es una deuda a corto plazo emitido por una persona (Natural o Jurídica) y avalada por el banco

Es una de las operaciones más antiguas de crédito en el mercado de dinero Se remonta a las épocas del Imperio Romano y tiene su origen en operaciones de compra-venta y

cuando los bienes, productos de la operación estaban en tránsito. Es el instrumento típico del comercio internacional.

Las aceptaciones bancarias pueden ser colocadas en el mercado de valores con relativa facilidad ya que el banco aceptante, avala el pago del documento a la fecha de su vencimiento.

Es el Título Valor (Letra de Cambio) emitido por un empresario (librador) a su propia orden a favor de una tercera persona y avalada por un banco. La relación entre el banco y el librador, está amparada por una línea de crédito utilizable mediante la aceptación de letras creadas a propósito para constituir un objeto negociable. Las características son iguales que una letra de cambio con la única excepción de que son avaladas por un banco.

### **3.2. Políticas de financiamiento a largo plazo**

#### **3.2.1 Bonos**

Es una promesa incondicional, obligatoria y por escrito de pago de cierta suma de dinero en una fecha futura, y a una tasa de

interés determinada. Específicamente, un bono es un Contrato Legal Negociable que promete pagarle al dueño del mismo una predeterminada tasa de interés por un período determinado, y después repagar la suma adeudada en una o varias fechas futuras determinadas.

Son emitidos por el Estado y la empresa privada generalmente para el financiamiento de proyectos de expansión, o consolidación de la posición financiera del emisor.

En general tienen las siguientes características.

- 1 Son emitidos a la orden (nominativos) o al portador
- 2 Son emitidos en serie, ofreciéndole cada serie al tenedor de los Bonos los mismos derechos y protección de la empresa emisora.
- 3 Vencen o maduran en una o varias fechas futuras determinadas
- 4 Devengan una tasa de interés determinada pagadera en intervalos regulares de tiempo, los cuales pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales, anuales o al vencimiento.

Adicionalmente los Bonos pueden o no tener las siguientes características y la inclusión o exclusión de los mismos tiene una gran importancia en la evaluación del Bono.

### 3.2.2 Acciones

Título valor que representa una de las fracciones iguales en que se divide la propiedad de una Sociedad Anónima. Sirven para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de propiedad de la Sociedad.

Las acciones son el primer título valor en ser emitido por una sociedad y el último en ser retirado. En la eventualidad de quiebra o disolución de la sociedad, los accionistas recobrarían lo que queda después de haber cancelado a todos los acreedores. No obstante, las acciones tienen un potencial ilimitado para el pago de dividendos procedentes de mayores ingresos y ganancias de capital, por aumento en el precio. Las acciones pueden ser emitidas a la orden (nominativas) o al portador.

**B. Consideraciones jurídico financieras sobre la implementación del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores en la República de Panamá.**

Al contar nuestra República con un sistema monetario estable, excelente reputación como Centro Bancario Internacional, posición privilegiada en el comercio mundial y poderosa en el comercio marítimo; el país se constituye con relación a los demás estados del istmo centroamericano como el más preponderante y con mayores posibilidades de convertirse en el principal mercado de capitales de Centro América.

En la génesis de nuestro trabajo de investigación el negocio del mercado de valores en Panamá, se encontraba directamente regulado únicamente por el Decreto No.247 de 1970, y sus subsecuentes disposiciones reglamentarias con relación a la materia en estudio. No obstante, existían muchos puntos o aspectos dentro de la precitada legislación que mostraban vacíos legales, que precisamente fueron ápices para el desarrollo de este análisis financiero, ya que se prestaban para el sentir de inseguridades jurídicas y económicas en este incipiente mercado.

Ya concretamente en el desarrollo de la elaboración de este análisis surge en el parlamento nacional la proposición de un Proyecto de Ley que propughase por cubrir los mencionados vacíos, lo cual finalmente se realizó por parte del Organo Ejecutivo con la creación 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. Dicho cuerpo normativo se encuentra previsto en la Gaceta Oficial No 23,847 de fecha sábado 10 de julio de 1999. Dicha normativa tiene como objetivo el colocar a nuestra nación a la vanguardia en lo que al negocio de venta pública de títulos valores respecta.

Es perfectamente entendible al observar las disposiciones del Decreto No 247 de 1970, que el precitado documento normativo legal fue constituido para regular una venta que se considerase pública con la participación de diez o más personas, concepto totalmente quedado a la zaga juzgando, no sólo el creciente interés por el mercado de capitales en Panamá, sino el aumento poblacional registrado en más de treinta años.

Concretamente iniciamos el estudio de los cambios introducidos por esta nueva legislación al mercado de capitales de nuestro país. En primer lugar, se regula y a la vez se enuncia la creación de una Comisión Nacional de Valores ya existente, pero con algunos derechos ampliados y constituyéndose como la máxima autoridad nacional en cuanto al tema del negocio de valores. Para tal fin se le instituyó como un organismo autónomo del Estado con personería jurídica y patrimonio propio, es decir, otorgándole independencia total desde el punto de vista administrativo y económico al contar con fondos separados del gobierno central y tener la potestad de nombrar y remover a su personal, así como

asignarle la remuneración que estime adecuada—De igual forma se establece que los Comisionados que la conforman, los cuales son tres nombrados por el Presidente de la República, serán nombrados por un período de cinco años y sólo podrán ser removidos al incurrir en causales taxativas establecidas en el Decreto-Ley in examine.

La Comisión Nacional de Valores de acuerdo al artículo 8 del Decreto-Ley, tendrá las siguientes atribuciones

- 1) Fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá.
- 2) Resolver 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 este Decreto-Ley o de sus reglamentos
- 3) Expedir, suspender, revocar y cancelar las licencias de las bolsas de valores, centrales de valores, casa de valores, asesores de inversiones, ejecutivos principales, corredores de valores, analistas, administradores de inversión, y demás licencias que debe otorgar la Comisión con arreglo a lo dispuesto en este Decreto-Ley y sus reglamentos, así como ordenar a cualquiera de éstos la suspensión de cualquier actividad violatoria de este Decreto-Ley o de sus reglamentos,

incluyendo la suspensión de operaciones y negociación de valores

- 4) 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
- 5) Prescribir la forma y el contenido de los estados financieros y demás información 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

los estados financieros, la Comisión favorecerá la adopción de principios de contabilidad y normas de auditoría dictadas por organizaciones nacionales e internacionales de reconocido prestigio

- 6) Examinar, 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 presente Decreto-Ley y sus reglamentos
- 7) Velar por que las personas sujetas al presente Decreto-Ley cumplan con éste y con sus reglamentos
- 8) Realizar las inspecciones, las investigaciones y las diligencias contempladas en el presente Decreto-Ley.
- 9) Iniciar procesos colectivos de clase y hacer uso de aquellas otras acciones y medidas a su alcance para hacer cumplir el presente Decreto-Ley y sus reglamentos.
- 10) Imponer las sanciones que establece este Decreto-Ley.
- 11) Emitir opiniones que expresen la posición administrativa de la

Comisión en cuanto a la aplicación del presente Decreto-Ley y sus reglamentos

- 12) Adoptar, reformar y revocar acuerdos
- 13) Recomendar al Órgano Ejecutivo la aprobación de los decretos ejecutivos que estime necesarios para la reglamentación del presente Decreto-Ley
- 14) Aprobar su presupuesto.
- 15) Dictar su reglamento interno y establecer su estructura administrativa
- 16) Las demás atribuciones que este Decreto-Ley y otros ordenamientos le señalen

El presente cuerpo normativo presenta una serie de conceptos novedosos, en cuanto a la terminología de los mismos, relacionados con el negocio y transacción de valores en nuestro país, de los cuales podemos indicar los siguientes:

a) Casas de Valores según el artículo 1 del Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999, esta entidad es toda persona que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia. Dicha expresión no incluye los corredores de valores

b) Asesores de Inversión de acuerdo al precitado artículo, es toda persona que, por una remuneración, se dedica al negocio de asesorar a otros en

cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores, o se dedica a preparar y publicar estudios o informes sobre valores. Dicho término no incluye contadores, abogados, profesores u otros profesionales, cuya asesoría de inversión sea meramente incidental en el ejercicio de su profesión, ni editores, productores, periodistas, escritores, comentaristas y otros empleados de periódicos, revistas, publicaciones, televisoras, empresas de radio u otros medios de comunicación, siempre y cuando dichas personas sólo emitan criterios u opiniones como parte de su empleo o posición en dicho medio de comunicación, no tengan o adquieran interés, ya sea directa o indirectamente, en los valores sobre los cuales emitan dichos criterios u opiniones, y no reciban comisión o pago por éstos, salvo la remuneración ordinaria por su posición o empleo en dicho medio de comunicación.

Ambos conceptos se encuentran regulados en el Título III del Decreto Ley No 1 de 1999, de los artículos 23 al 50, donde resaltan los artículos 33 y 34 que establecen que corresponde a la Comisión el regular o determinar a través de acuerdos, resoluciones o decretos los libros, registros y demás documentos de operaciones que deben ser presentados por las casas de valores y corredores de valores. Se indica a su vez, que las casas de valores deben contratar los servicios de un contador público autorizado externo e independiente, el cual deberá preparar estados financieros auditados por lo menos una vez al año en base a normas de contabilidad adoptadas por la Comisión. Dichos informes y

estados financieros deberán ser entregados a la Comisión con el objeto de efectuar una fiscalización efectiva que determine el fiel cumplimiento del presente Decreto

Con relación a las acciones emitidas por las casas de valores deben ser nominativas y se debe informar a la Comisión los nombres de los propietarios efectivos de las acciones que tengan control de la entidad bursátil, y se deberá obtener el consentimiento de la Comisión para cualquier cambio accionario que afecte el control de la casa de valores

En torno a los asesores de inversión, éstos pueden ser de tres tipos a saber ejecutivos principales, corredores de valores y analistas de valores, los cuales para poder ejercer sus funciones requieren obtener una Licencia expedida por la Comisión para el ejercicio de dichas funciones. Luego de obtenida la misma podrán administrar cuentas de custodia, valores y dineros de clientes en forma discrecional o no discrecional. Sólo podrán hacerlo en forma discrecional si han sido autorizados expresamente para ellos por el cliente

Las actividades permitidas de las Casas de Valores, nos dice que sólo podrá dedicarse al negocio de casa de valores la persona a quien la Comisión otorgue una licencia de casa de valores, salvo en el caso de bancos. No obstante, la persona a quien se le otorgue una licencia de casa de valores podrá

prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de casa de valores, tales como el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones, la administración de inversiones de sociedades de inversión y el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores

Según el Artículo 38, de la Ley No 1 expresa la reserva de información, la cual consiste en que ambos tanto las casas de valores y los corredores de valores no podrán divulgar información acerca de sus clientes ni acerca de las cuentas de inversión o transacciones en valores que éstos lleven a cabo, a menos que lo hagan con el consentimiento del cliente o que la información deba ser divulgada a la Comisión en virtud de este Decreto-Ley o sus reglamentos o que medie orden de autoridad competente dictada de conformidad con la Ley

Es importante mencionar las tarifas de supervisión, que se establecen en el Artículo 18, el cual indica que los registros en la Comisión estarán sujetos al pago anual de una tarifa de supervisión conforme se detalla a continuación

- (1) Valores registrados cero punto cero cero diez por ciento (0.0010%) del valor de mercado de los valores registrados en circulación, con un mínimo de quinientos Balboas (B/ 500.00) y un máximo de quince mil Balboas (B/ 15,000.00)

por cada emisión registrada, Los valores ofrecidos por el Estado públicamente en la República de Panamá estarán sujetos a esta tarifa, aun cuando los mismos no estén sujetos a registro en la Comisión

- (2) Bolsa de valores Cero punto cero cero veinte por ciento (0 0020%) del monto anual de las negociaciones de valores llevadas a cabo, con un mínimo de cinco mil Balboas (B/5,000 00) y un máximo de treinta mil Balboas (B/30,000 00)
- (3) Central de valores Cero punto cero cero diez por ciento (0 0010%) del monto anual de los valores en custodia, con un mínimo de dos mil quinientos Balboas (B/2,500 00) y un máximo de treinta mil Balboas (B/30,000 00)
- (4) Casa de valores Cero punto cero cero veinticinco por ciento (0 0025%) del monto anual de las negociaciones de valores llevadas a cabo, con un mínimo de dos mil quinientos Balboas (B/2,500.00) y un máximo de veinticinco mil Balboas (B/25,000 00)
- (5) Asesor de inversiones Quinientos Balboas (B/500) para personas jurídicas y doscientos cincuenta Balboas (B/250 00) para personas naturales
- (6) Administrador de inversiones Quinientos Balboas

(B/500 00)

c) Organizaciones Autorreguladas es toda bolsa de valores o central de valores

c 1) *Bolsa de Valores* es toda persona que mantenga y opere instalaciones donde converjan personas para negociar valores o un sistema, ya sea mecánico, electrónico o de otro tipo, que permita negociar valores mediante la conjunción de ofertas de compra y de venta

c 2) *Central de Valores* es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades

- Que mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones
- Que mantenga registros de traspasos de valores y de garantías otorgadas sobre éstos con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía de dichos valores
- Que mantenga certificados de valores depositados con el propósito de hacer posible el traspaso de dichos valores mediante el mecanismo de anotaciones en cuenta

Esta expresión no incluye casa de valores, miembros de organizaciones autorreguladas ni instituciones bancarias o financieras, que realicen una o más de las actividades antes descritas en forma incidental al giro ordinario de sus negocios. Esta expresión tampoco incluye agentes de registro y traspasos de

emisores ni cualesquiera otras personas que la Comisión excluya de esta definición

Con relación a estos conceptos explicados en líneas anteriores, con esa distinción entre las Casas de Valores y Asesores de Inversión se ha propugnado por evitar la confusión amparando bajo el mismo término de agente vendedor de valores previsto en las pasadas regulaciones, a los corredores de valores y a los asesores de inversión

Por otro lado resulta a su vez innovador el término de organizaciones autorreguladas (bolsa de valores o centrales de valores), entes a los cuales se les otorga la facultad de iniciar procesos disciplinarios, ya sea regular o sumarios, a cualesquiera de sus miembros por incumplimientos a sus decisiones o determinaciones. Las resoluciones que decidan éstos procesos podrán ser objeto de recurso de apelación ante la Comisión Nacional de Valores

En otro orden de ideas, sólo aquellas personas jurídicas que hayan obtenido la licencia correspondiente expedida por la Comisión podrán ejercer el negocio de bolsa de valores o central de valores en la República de Panamá. Para la licencia en mención se debe cumplir con las siguientes condiciones

- a) Demostrar que tiene la capacidad técnica, administrativa y financiera y el personal necesario para prestar los servicios para los cuales se solicita la licencia, para cumplir con las disposiciones del presente Decreto-Ley y sus reglamentos, así como con sus reglas internas y

para fiscalizar que sus miembros, directores, dignatarios y empleados los cumplan

- b) Cumplir con los requisitos de capitalización establecidos por la Comisión. La Comisión podrá dictar requisitos de capitalización aplicables a las organizaciones autorreguladas, los cuales tendrán el objeto de hacer posible que las organizaciones autorreguladas hagan frente a las responsabilidades asumidas con el fin de proteger los intereses del público inversionista
- c) Cumplir con los requisitos establecidos por este Decreto-Ley y sus reglamentos para el otorgamiento de la correspondiente licencia y la operación del negocio
- d) Adoptar reglas internas, las cuales deberán cumplir con los requisitos establecidos en este Decreto-Ley y sus reglamentos
- e) Cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 50 de este Decreto-Ley y confirmar que sus directores y sus dignatarios los cumplan (Incapacidad para ocupar cargos)
- f) Presentar una solicitud que contenga la información y la documentación prescrita por la Comisión para comprobar que dicha persona cumple con los requisitos necesarios para el otorgamiento de dicha licencia y para la operación del negocio

Los artículos 66 y 67 del Decreto en estudio establecen requisitos idénticos para las organizaciones autorreguladas, similares a los previstos por los artículos 33 a 34, donde se manifiesta la obligatoriedad de llevar libros, registros y documentos de operaciones. De igual forma se debe nombrar a un contador público autorizado independiente que deberá preparar los estados financieros auditados por lo menos una vez al año o con la periodicidad que establezca la Comisión. Se introduce una variante dirigida a las centrales de valores y sus participantes, organismos que deberán someterse a auditorías, arqueos e inspecciones por sus auditores independientes con la periodicidad que dicte la Comisión, con el objeto de verificar la existencia y el estado de los valores bajo su custodia.

Los informes de las organizaciones autorreguladas deberán ser entregados a la Comisión periódicamente en base a las estipulaciones dictadas por el precitado ente rector para fiscalizar el fiel cumplimiento a lo establecido por este Decreto-Ley y sus reglamentos.

De acuerdo a lo establecido en el artículo 69 se deben registrar de forma obligatoria los siguientes valores:

- a) los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión según el Título VI de este Decreto-Ley y sus reglamentos
- b) Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá

que, en el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor

- c) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá

La solicitud de registro ante la Comisión debe presentarse por intermedio de abogado y debe constar de dos partes: una primera parte que contenga la información que deba constar en el prospecto, incluyendo la información financiera del emisor, y una segunda parte que contenga la información y los documentos adicionales que deban reposar en los archivos de la Comisión, pero que no sea necesario incluir en el prospecto, tales como documentos constitutivos, autorizaciones y contratos

Los emisores cuyos valores estén registrados en la Comisión deberán presentar dos tipos de informes: 1) un informe anual, dentro del plazo establecido por la Comisión, el cual no excederá los ciento veinte días del cierre del año fiscal del emisor. Dicho informe anual deberá contener los estados financieros auditados del emisor y aquella otra información y documentación que prescriba la Comisión con arreglo a este Decreto- Ley y sus reglamentos

2) Informes interinos, los cuales deberán ser presentados con la periodicidad que

determine la Comisión y deberán contener la información y la documentación que éste prescriba con arreglo a este Decreto-Ley y sus reglamentos

La Comisión Nacional de Valores aparte de su independencia en todos los niveles que propugna por la eliminación de los procedimientos burocráticos que afectan el normal y expedito funcionamiento que debe establecerse en un mercado de capitales, tiene amplios mecanismos de sanción para mantener condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en nuestro país y para establecer pautas o parámetros de conducta a seguir por parte de las casas de valores, asesores de inversión, organismos autorregulados etc

Entre éstos métodos de sanción podemos mencionar la rescisión de contratos, revocación de poderes de voto, multas administrativas, multas por divulgación de información confidencial y el novedoso proceso colectivo de clase que se produce cuando ocurra una violación al Decreto-Ley o de sus reglamentos que sea de tal magnitud que las personas que sufran los daños no puedan ser identificadas fácilmente, o sean numerosas y la cuantía de los daños, de tratarse individualmente, fuese tan pequeña que la acción resultase ilusoria, la Comisión podrá demandar en nombre propio para recuperar dichos daños. En este caso la Comisión podrá nombrar y contratar a sus abogados, contadores y demás profesionales que estime necesarios. Toda suma que la Comisión recupere por razón de dicha demanda será remitida, después de

deducidos los gastos de la Comisión y sus asesores, aun fideicomiso creado por la Comisión en el Banco Nacional de Panamá donde se retendrá con intereses para beneficio de quienes tengan derecho a ella

Esta nueva legislación establece en lo referente a la oferta pública de valores que se evalúe como una colocación privada las ofertas realizadas a no más de veinticinco personas que sean producto en la venta de dichos valores a no más de diez personas, o cualquier otro número establecido por la Comisión. Este es uno de los puntos tratados con relación a aquellas empresas que se encuentran exentas de registrarse en la comisión, las cuales son aparte de la colocación privada mencionada en líneas anteriores las siguientes

Valores exentos la oferta y venta de \* (valores del Estado) valores emitidos o garantizados por el Estado, \* (organismos internacionales) valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado, \* (otros) cualesquiera otros valores que la Comisión mediante acuerdo exceptuó del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que ésta dicte para la protección del público inversionista

Inversionistas institucionales 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 del presente Decreto-Ley. 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 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.

Traspasos corporativos dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista, 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,
- (\*) el ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados por el emisor.

Empleados 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.

Otras cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Comisión mediante acuerdo exceptué del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que ésta dicte para la Protección del público inversionista.

Para realizar el registro de la oferta pública de valores el emisor, la afiliada o el oferente que requiera ser registrada en la Comisión según lo establecido por la Ley, deberá presentar a la Comisión, mediante abogado, una solicitud de registro de dichos valores. Dicha solicitud podrá ser rechazada por la Comisión en los siguientes casos.

Cuando el emisor sea un emisor registrado en la Comisión y no esté al día en la presentación de los informes anuales e interinos que deba presentar a la Comisión de conformidad con este Decreto-Ley y sus reglamentos

Cuando el prospecto, la información o la documentación presentados a la Comisión, o a juicio de ésta, (\*) están incompletos o no cumplen con los requisitos establecidos por la Ley y sus reglamentos, (\*) contienen alguna declaración falsa en relación con un hecho de importancia u (\*) omiten algún hecho de importancia que deba ser divulgado por disposición legal, o que deba ser divulgado para que las declaraciones hechas en los mismos no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas.

Dichos prospectos deberán contener los estados financieros y la información sobre el emisor, sus operaciones, negocios y valores que prescriba la Comisión

El título IX del presente Decreto in comento regula los aspectos

relacionados con las Sociedades de Inversión, ya analizadas en líneas anteriores bajo el prisma del Decreto de Gabinete No 247 de 16 de julio de 1970, realizando una distinción de las mismas como sociedades de inversión abiertas o cerradas, también de acuerdo o según al riesgo

De igual forma se establece que deben registrarse de manera obligatoria en la Comisión las siguientes sociedades de inversión

Las que por ofrecer públicamente sus cuotas de participación en la República de Panamá deban registrarse en la Comisión de acuerdo con lo establecido en la nueva legislación

Las que sean administradas en la República de Panamá o desde ésta, a menos que sean consideradas como sociedades de inversión privada de acuerdo a lo establecido en la nueva legislación.

Se establece, a su vez, una distinción o reglamentación con relación a las sociedades de inversión administradas en o desde la República de Panamá, situación que a nuestra consideración es un punto tendiente a mitigar las deudas o temores relacionados con la implementación en nuestras normas de normas que regulen el ámbito de aplicación, en cuanto a negocios relacionados con la actividad bursátil de tipo off shore, que nacen jurídicamente en nuestro país, se fundamentan en nuestras normas pero sus actividades se ejercitan fuera de nuestras fronteras

De igual forma antes de iniciar operaciones en la República de Panamá, las sociedades de inversión a que se refiere la nueva legislación deben forzosamente registrarse en la Comisión

La forma y el contenido de las solicitudes de registro y de los prospectos y demás materiales publicitarios de las sociedades de inversión serán dictados por la Comisión de conformidad a las mismas normas que regulan los aspectos relacionados con el Registro de Valores y la Oferta Pública de Valores. No obstante lo anterior los prospectos de las sociedades de inversión deberán contener una descripción detallada de los siguientes temas: objetivos y políticas de inversión, niveles de endeudamiento, mecanismo de suscripción (y redención de ser el caso) de cuotas de participación, comisiones y cargos, política de dividendos y distribuciones, administrador de inversiones y custodio de la sociedad de inversión y cualquiera otra información que dicte la Comisión

También se regula lo concerniente a las sociedades de inversión privadas y la figura del Administrador de Inversiones, sus requisitos, otorgamiento de licencias, los administradores de inversión extranjeros y las obligaciones de dichos administradores

Basados en el Título XVII, Artículo 269, de la Ley No. 1 de 8 de julio 1999, nos indica que con respecto a los aspectos fiscales se establece que para los efectos del impuesto sobre la renta, del impuesto de dividendos y del

impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias y deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de valores emitidos o garantizados por el Estado

Con el fin de salvaguardar los intereses de los inversionistas, damos énfasis en el Artículo 268 de la Ley de 8 de julio 1999 sobre el Uso Indebido de Información Ningún Comisionado, funcionario o consultor externo de la Comisión, o director, dignatario o empleado de una organización autorregulada podrá usar para beneficio propio la información presentada a la Comisión o a la organización autorregulada, ni la **que haya sido** obtenida por éstas, según fuese el caso, si dicha información no es de carácter público. Tampoco podrán dichas personas negociar valores registrados haciendo uso de información presentada a la Comisión o a la organización autorregulada, u obtenida por éstas, según fuese el caso, aun cuando dicha información sea de carácter público, si no ha transcurrido tiempo suficiente para que ésta sea asimilada por el mercado de valores

Siguiendo la seguridad, de los inversionistas, sabemos que la compra de título puede ser a crédito, pero como lo aseguramos, por medio de alguna garantía prendaria. En la nueva Ley, de acuerdo al Artículo 147, las casas de valores podrán endeudarse ofreciendo en garantía valores que sean de su propiedad, con sujeción a el tiempo que dice la Comisión para proteger los intereses del público inversionista. Algunas de esta forma de financiamiento

pueden ser préstamos de valores, recompra de valores, contratos de opciones, contratos a futuros y otros instrumentos derivados

Igual tratamiento tendrán las ganancias y las pérdidas provenientes de la enajenación de valores registrados en la Comisión, siempre que la enajenación se de

A través de una bolsa de valores u otro mercado organizado, o

Como resultado de la aceptación de una oferta pública de valores, o

Como resultado de una fusión, una consolidación o una reorganización corporativa, siempre que en reemplazo de sus acciones, el accionista reciba únicamente otras acciones en la entidad subsistente o en una afiliada de ésta

No obstante, la entidad subsistente podrá pagar a sus accionistas hasta uno por ciento (1%) del valor de las acciones en dinero y otros bienes con la finalidad de evitar fraccionamiento de las acciones

Los intereses que se paguen o acrediten sobre valores registrados en la Comisión causarán impuesto sobre la renta a base de una tasa única del cinco por ciento, que deberá ser retenido por la persona que pague o acredite tales intereses. Estas rentas no se considerarán parte de las rentas brutas de los contribuyentes, quienes no quedan obligados a incluirlas en su declaración de rentas

De igual forma se estableció que a partir del primero de enero del año dos mil, no causarán impuesto de timbre los valores registrados en la Comisión, así como tampoco ningún contrato, convenio ni otros documentos relacionados en cualquier forma con dichos valores o su emisión, sus suscripción, su venta, su pago, su traspaso, su canje o su redención

Por último tocamos nos referiremos a un aspecto novedoso creado por la legislación, según la Ley No 1, Título XI, Capítulo I, relacionado con la emisión de títulos valores representados por anotaciones en cuenta, por lo que se establece que los valores negociados en plaza y aquellos emitidos por emisores constituidos con base a las normas de la República de Panamá, podrán ser emitidos en forma desmaterializada y estar representados tan sólo por medio de la precitadas anotaciones en cuenta, que se efectuará o será llevado por medios físicos, mecánicos o electrónicos u otros autorizados por la Comisión

Dichas anotaciones crean y extinguen derechos, así como también relacionado con éste tema se establece la tenencia indirecta de títulos valores a través de casas de custodia, esto significa una modernización, no sólo desde el punto de vista financiero, sino también legal al simplificar la existencia de casos de hurto, robo, mutilación o destrucción de títulos valores y todo el desgaste que un proceso contencioso judicial acarrea consigo, inclusive al tratarse de un proceso sumario

Tratando de comprender que son custodias, podemos preguntarnos Qué es una Central de Custodia de Valores? y no es más que una entidad especializada que recibe títulos valores, para su custodia y administración de manera electrónica. Su objetivo es eliminar el riesgo que para los tenedores representa el manejo de títulos físicos, agilizando las transacciones en el mercado y el cual facilita el cobro de los intereses, capital, dividendos y otros beneficios representados en los títulos valores.

Hoy en día, el entorno de las operaciones del mercado panameño refleja algunas desventajas e ineficiencias como las que podemos mencionar:

- 1 Ausencia de un sistema que garantice el intercambio simultáneo de títulos contra pago
- 2 Movilización física de títulos negociados, lo que conlleva riesgos de pérdida, hurto, falsificación, entre otros
- 3 Compensación y liquidación de títulos valores en un sistema manual
- 4 La demora en perfeccionar las negociaciones de valores causa incomodidad para los Puestos de Bolsa y sus clientes

Pero surge una empresa especializada en la custodia y administración de títulos valores y que además brinda los servicios de compensación y

liquidación electrónica de los valores, llamada ***La Central Latinoamericana de Valores, S. A. (LATIN CLEAR)***

Latin Clear posee un sistema automatizado que permite eliminar el riesgo que conlleva el manejo físico de los títulos valores, ya que estos son administrados de manera automatizada, facilitando el cobro de los derechos económicos de los valores (pagos de intereses, capital, dividendos, etc)

Aquí en Latin Clear el inversionista estará utilizando los más modernos servicios de custodia y administración de valores brindados en Panamá, donde una empresa especializada le administra su portafolio de valores, asegurándole confidencialidad, seguridad y eficiencia en sus operaciones

Como sabemos cuando se compra un valor en el mercado primario o secundario, para que se traspase la propiedad del título, el trámite para el registro y transferencia de los valores lleva de 5 a 15 días en el mercado primario y aproximadamente de 35 días en el mercado secundario. Sin embargo, utilizando el sistema de custodia de LATIN CLEAR, usted el mismo día que pagó por su transacción, inmediatamente es titular (dueño) del valor que compró en la Bolsa

Uno de los principales beneficios que puede tener un emisor es la utilización de un macrotitulo como mecanismo de emisión de valores. Un macrotitulo es un certificado único que ampara total o parcialmente una emisión de valores. La modalidad de emisión vía macrotitulo responde a los cambios en tecnología, seguridad y a las prácticas bursátiles modernas.

Otro beneficio es la Desmaterialización de los valores que consiste en la eliminación de los valores físicos, los cuales son sustituidos por anotaciones en cuenta, dentro de un sistema electrónico que mantiene la central de custodia para tal fin.

Todo lo anterior está amparado bajo el Decreto Ley No. 1 del 8 de julio de 1999 (Título XI), la cual es una legislación moderna y cónsona con la realidad de nuestro mercado.

Finalmente esperamos que esta breve síntesis y análisis de la nueva legislación referente a la Comisión Nacional de Valores, regulación sobre títulos valores y nuevas figuras financieras contribuya al comparar lo recopilado en capítulos anteriores sobre la antigua legislación a realizar una exégesis de ambas normativas que podremos abordar en nuestras conclusiones del presente trabajo de investigación.

Por la importancia de su conocimiento, y su evolución en el mercado bursátil, hemos logrado obtener breves comentarios **Acerca de BOLCEN**.

### **Nacimiento de Bolcen**

En este marco de dinamismo, e integracionismo nació la Asociación Centroamericana de Bolsas de Valores (BOLCEN) un 20 de julio de 1990 en Panamá

La asociación se configuró, desde sus inicios con carácter autónomo, privado, apolítico y con personalidad jurídica distinta a la de cada una de las agrupaciones que la integran

Su creación se realizó por iniciativa del señor Ennio Rodríguez, Director de Programas de Desarrollo Económico de la Federación de Entidades Privadas de Centroamérica y Panamá

A fin de agilizar la creación de BOLCEN se conformó un Comité Organizador

La Asociación de Bolsas de Centroamérica (BOLCEN) nació a la vida jurídica el 8 de septiembre de 1994 y se estableció que la sede de la misma se ubicaría en la Ciudad de Panamá, República de Panamá

### **Objetivos de Bolcen**

El principal objetivo trazado por las entidades que conforman la Asociación Centroamericana de Bolsas de Valores (BOLCEN) es de fomentar, promover y contribuir con el establecimiento y adecuado funcionamiento de bolsas de

comercio en la región centroamericana, incluyendo dentro de ésta a la República de Panamá y República Dominicana

Se definió además como meta la integración de las Bolsas de Comercio regionales, logrando que tanto el sector productivo privado de libre iniciativa, como el sector público, en cada uno de los países miembros de la Asociación, coadyuven al establecimiento, promoción e integración de Bolsas de Comercio con miras a facilitar el comercio bursátil a nivel nacional y regional

Entre los objetivos específicos establecidos están

- 1 Llevar a cabo programas y seminarios a nivel nacional y regional, para el mejoramiento y capacitación técnico profesional, de las personas vinculadas o interesadas en la actividad bursátil
- 2 Fomentar el establecimiento de sistemas y mecanismo apropiados para el comercio bursátil
- 3 Establecer sistemas que faciliten el intercambio de información, puntos de vista y opiniones entre las organizaciones de la empresa privada y los sectores gubernamentales de la región, con el fin de que se promuevan soluciones coincidentes o conjuntas a todos aquellos conflictos y problemas que surgieran en los mercados de capital
- 4 Establecer bancos de información en materia jurídica, económica, contable, tributaria y bursátil, así como sistemas de información de interés general

- 5 Promover y llevar a cabo campañas de divulgación sobre las funciones, propósitos y oportunidades que ofrecen las Bolsas de Comercio de la región con miras a lograr que sean accesibles y permitan una amplia participación de los distintos sectores que conforman nuestra sociedad.

### **Región Estratégica**

El ser un verdadero puente de comunicación entre el cono norte y sur del continente americano convierte a la zona de Centroamérica, Panamá y el Caribe en una región verdaderamente estratégica para aquel que desea contar con un centro que le permita desarrollar sus actividades ya sea hacia el norte o su del continente

Esta región se caracteriza por la pujanza de sus países, los cuales, principalmente agrícolas, buscan las rutas más favorables que los lleven hacia la industrialización de sus economías y el máximo aprovechamiento de sus recursos

Estos países ofrecen una gama de paisajes que van desde la calma de las ascentrales ruinas mayas, enmarcadas en la vegetación de sus sitios turísticos, hasta el homigueante dinamismo de sus ciudades

Ese mismo dinamismo, ha llevado a los países centroamericanos a desplegar esfuerzos a fin de lograr la integración de sus economías, como mecanismo para hacer frente al cambiante entorno mundial

## **EFFECTOS DE LA GLOBALIZACION**

Los países de Centroamérica deberán impulsar economías más competitivas y fortalecer sus recaudaciones tributarias si quieren enfrentar con éxito los retos de la globalización en el próximo siglo, advirtió un titular de un organismo de integración regional

"La globalización hace indispensable la modernización de la economía de los países con el objetivo de lograr una eficiente inserción en la economía mundial", dijo Haroldo Rodas Melgar, secretario general de la Secretaría de Integración Económica Centroamericana (SIECA) Información extraída del Periódico La Prensa, del 29 Jul 2000, Sección Eco Notas, Página 24 a

"Debe profundizarse nuestro proceso de integración por razones de conveniencia estratégica, sin que ello signifique un neo-encierro, sino un adecuado mecanismo para lograr una participación exitosa en la economía mundial" aseguró

Rodas Melgar indicó que ante la apertura mundial de los mercados, los países deberán promover un clima que atraiga la inversión extranjera en la región. A tal fin, urge crear servicios de comunicación y de transporte eficientes, ofrecer seguridad jurídica a las empresas, eliminar la inseguridad ciudadana y alcanzar estabilidad macroeconómica, dijo.

Destacó también la necesidad de reducir la deuda externa, un problema que obliga a los países de la región a destinar un alto porcentaje de sus ingresos de divisas a cumplir con los compromisos de pago. La diversificación de la capacidad productiva y exportadora es otra de las metas que debieran fijarse los países centroamericanos para el próximo milenio para aumentar la competitividad y reducir el déficit de la balanza comercial en la región.

La búsqueda de políticas económicas que frenen el desempleo, la delincuencia, la pobreza y el deterioro ambiental en una población que se estima que se duplicará en 25 años, constituye otro de los principales retos de la región, dijo Rodas Melgar.

Otros exponen otros comentarios como que el proceso de globalización en Nicaragua, Honduras y México elevó considerablemente la pobreza extrema y la marginación, tanto en el campo como en las ciudades, en los últimos diez años, asegura un informe de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL).

“No cabe duda de que la globalización –con la apertura externa y los

cambios en la participación estatal inherentes- ha tenido efectos adversos en el funcionamiento de las economías campesinas de la región, aunque también abre oportunidades inéditas de desarrollo", según reunión celebrada en la capital mexicana entre los pasados días 8 y 9 de abril del presente año

## **CAPÍTULO V**

# **EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES FINANCIEROS Y ECONÓMICOS QUE DETERMINAN LA EMISIÓN DE TÍTULOS VALORES POR LAS EMPRESAS**

## A. PRESENTACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Para tomar decisiones racionales que concuerden con los objetivos de la empresa, el administrador financiero debe tener ciertas herramientas de análisis. Algunas de las herramientas más útiles para el análisis financiero y planeación son los **estados financieros**. Muchos son los entes interesados en verificar los estados financieros, la empresa en sí, los proveedores de capital externo y los acreedores e inversionistas. El tipo de análisis varía de acuerdo con los intereses específicos de cada parte involucrada.

Para realizar un análisis financiero es necesario el uso de diversos estados financieros. Estos tratan de lograr varias cosas. Primero, presentan los activos y pasivos de una empresa mercantil, en un momento en el tiempo, por lo general, al final de un año o de un trimestre. Esta presentación se conoce como **balance general**. Por otra parte, el **estado de resultados** presenta los ingresos y los gastos de la empresa para un periodo particular en el tiempo, por lo general, también de un año o de un trimestre. Mientras que el balance general representa una fotografía de la posición financiera de la empresa en un **momento en el tiempo**, el estado de resultados presenta un resumen de su rentabilidad **a través del tiempo**.

### 1. *Balance General*

A continuación se presentan los datos que debe contener un Balance General

- 1 El efectivo y los **equivalentes a efectivo** son los activos más líquidos y aparecen primero
- 2 Las cuentas por cobrar representan adeudos de los clientes que se deben convertir en efectivo dentro de un determinado periodo de facturación, por lo general, de 30 a 60 días
- 3 Los inventarios que se usan para la elaboración de un producto
- 4 Por último, los activos fijos, las inversiones a largo plazo y otros activos a largo plazo son los menos líquidos y aparecen al final
- 5 En la sección inferior se reflejan los pasivos y capital en acciones comunes de los accionistas de la empresa
- 6 Dentro de los pasivos están pasivos circulantes que son pagaderos dentro de un año, mientras que los pasivos a largo plazo son pagaderos en un tiempo mayor a un año
- 7 También se encuentra el capital de los accionistas, o *capital contable* como se le conoce, consta de varias subcategorías. Las acciones comunes (a la par) y el capital adicional pagado, representan la cantidad total de dinero pagado a la empresa a cambio de acciones comunes
- 8 Las utilidades retenidas no son un caudal de efectivo (o de cualquier otro activo), sino simplemente una partida contable que se utiliza para describir una fuente de financiamiento para los activos de la empresa

## **2. Estado de Resultados**

De acuerdo a los análisis y necesidades en la evaluación de las compañías, estos son los aspectos que deben mostrar los Estados de Resultados

- 1 Muestra los ingresos que se representan como ventas o intereses cobrados, dependiendo del tipo de servicio de la empresa
- 2 El costo de la mercancía vendida que indica el costo de producir los productos que fueron vendidos durante el periodo. Aquí se incluyen las compras de materia prima y otras partidas, los costos de mano de obra relacionados con la producción y otros gastos relacionados con la misma. Los costos de venta, generales y de administración, se presentan separados del costo de la mercancía vendida, porque son considerados como gastos del periodo en vez de costos del producto.
- 3 Si una empresa está dedicada a la fabricación el gasto por depreciación se considera, por lo general, como un componente del costo de los bienes manufacturados, y así se convierte en parte del costo de los bienes vendidos. Si en cambio, la empresa es comercializadora, generalmente la depreciación se incluye de forma separada como cualquier otro gasto del periodo (como el gasto por intereses) bajo la cantidad de la utilidad bruta.
- 4 Los últimos tres renglones del estado de resultados, en la mayoría de las ocasiones, representan un estado de utilidades acumuladas.

simplificado. Los dividendos se rebajan de las utilidades después de impuestos para obtener el aumento en las utilidades retenidas.

Ambos estados deben poseer concordancia con consistencia de información para el análisis de los estados financieros.

## B. RAZONES DEL BALANCE GENERAL

*Definición del concepto razón financiera* Un índice que relaciona dos números contables y se obtiene al dividir un número entre el otro

*Tipos de razones* Las razones financieras que, por lo general, se utilizan son, en esencia, de dos clases. La primera resume algún aspecto de la "condición financiera" de la empresa en un punto en el tiempo – el momento en el que ha sido preparado el balance general. Llamamos a éstas razones estática, porque tanto el numerador como el denominador en cada razón provienen directamente del balance general. La segunda clase de razón resume algún aspecto del desempeño de la empresa durante un periodo, normalmente un año. Estas razones son llamadas razones dinámicas o razones estático-dinámicas. Las razones del estado de resultados comparan una partida de "flujo" del estado de resultados con otra partida del flujo del estado de resultados. Las razones estático-dinámicas comparan una partida de flujo (estado de resultados) en el numerador con una partida de acción (balance general) en el denominador.

Podemos subdividir de nuevo las razones financieras en cinco tipos distintos ***liquidez, apalancamiento financiero, cobertura, actividad y rentabilidad***

1 *Razones de Liquidez* son razones que cuantifican la habilidad de una empresa para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Hacen una comparación de las obligaciones a corto plazo con los recursos a corto plazo (o circulantes) de que se dispone para cumplir con esas obligaciones. A partir de estas razones se pueden obtener una serie de conocimientos acerca de la solvencia de efectivo actual de la empresa y su capacidad de permanecer solvente en caso de acontecimientos adversos.

Dentro de las razones de liquidez tenemos

*Razón del activo circulante* activos circulantes divididos entre pasivos circulantes. Muestra la habilidad de una empresa para cubrir sus pasivos circulantes con sus activos circulantes.

*Razón de la prueba de ácido (o de liquidez inmediata)* activos circulantes menos inventario divididos entre pasivos circulantes. Muestra la habilidad de una empresa para hacer frente a los pasivos circulantes con sus activos con mayor liquidez (más rápidos).

*Capital neto de trabajo* activos circulantes menos pasivos circulantes. Indica cómo puede frente la compañía a sus pasivos de pago inmediato con sus activos de mayor liquidez. (Ver Anexo I: Cuadros VI hasta XXVI)

2 *Razones de apalancamiento financiero* \_\_razones que muestran el grado en que la empresa está financiada por deuda.

*Razón pasivo a capital contable* se calcula dividiendo la deuda total de la empresa (incluyendo los pasivos circulantes) entre su capital contable

*Razón de deuda total a activos totales* se obtiene al dividir la deuda total de una empresa entre sus activos totales. Esta razón sirve para un propósito similar al de la razón de deuda a capital contable. Destaca la importancia relativa del financiamiento por deuda para la empresa al mostrar el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan mediante financiamiento de deuda (Ver Anexo I Cuadros VI hasta XXVI)

### C. RAZONES DE ESTADO DE RESULTADOS/BALANCE GENERAL

Existen tres nuevos tipos de razones, *razones de cobertura, actividad y rentabilidad*, que se derivan de los datos del estado de resultados y del estado de resultados/balance general. Ya no estamos hablando sólo acerca de relaciones de acciones (balance general). Ahora, cada razón relaciona una partida de flujo (estado de resultados) con otra partida de flujo o una mezcla de una partida de flujo con una acción.

1 *Razones de cobertura*: razones que relacionan los cargos financieros de una empresa con su habilidad para servirlos, o cubrirlos. Esta razón consiste en dividir las utilidades antes de intereses e impuestos para un período de informe particular contra el importe de los cargos por interés del período. Sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de interés y así evitar la bancarrota (Ver Anexo I Cuadros VI hasta XXVI).

2 *Razones de actividad*: también conocidas como razones de eficiencia o de cambio, miden con qué tanta eficiencia utiliza la empresa sus activos. El análisis de actividad está muy relacionado con el análisis de liquidez.

*Rotación de inventario*: nos ayuda a determinar con qué tanta eficiencia administra la empresa el inventario ( y también para

obtener un indicador de la liquidez del inventario) Se usa costo de las mercancías vendidas entre el inventario

*Rotación de inventario en días* para el cálculo tomamos los días en el año entre la rotación de inventario o su equivalente inventario por días en el año entre costo de los bienes vendidos Esta cifra nos indica cuantos días pasan, en promedio, antes que el inventario se convierta en cuentas por cobrar mediante las ventas

*Rotación de activo total* la relación de las ventas netas con los activos totales Muestra la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos total es para generar ventas (Ver Anexo I Cuadros VI hasta XXVI)

3 *Razones de rentabilidad* son de dos tipos: aquellas que muestran la rentabilidad en relación con las ventas y las que muestran la rentabilidad respecto a la inversión Juntas, muestran la eficiencia de operación de la empresa

*Margen bruto de utilidad* se obtiene así ventas netas menos costo de las mercancías vendidas entre ventas netas Señala la utilidad de la empresa en relación con las ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas

*Margen neto de utilidad:* utilidad neta después de impuestos entre las ventas netas. Nos dice la eficiencia relativa de la empresa **después de tomar** en cuenta todos los gastos y el impuesto sobre el ingreso. Refleja el ingreso neto por dólar de ventas de la empresa.

*Rendimiento sobre la inversión:* El segundo grupo de razones de rentabilidad relaciona las utilidades con las inversiones. Una de estas medias es la tasa de rendimiento sobre la inversión, no es más que la utilidad neta después de impuestos entre activos totales. Esta razón muestra con qué eficiencia los activos generan utilidades.

*Rendimiento sobre el capital:* utilidad neta después de impuestos entre capital de los accionistas. Esta razón indica la capacidad de generar utilidades sobre el valor en libros de la inversión de los accionistas y se utiliza con frecuencia para comparar dos o más empresas en una industria. Un rendimiento de capital en acciones comunes alto refleja, con mucha frecuencia, la aceptación por parte de la empresa de importantes oportunidades de inversión y una administración de gastos eficiente.

(Ver Anexo I Cuadros VI hasta XXVI)

## D. ANALISIS CRITICO DE LAS RAZONES FINANCIERAS

### Análisis de Razones Financieras

Definición: las razones financieras son las herramientas que se utilizan para analizar la condición financiera y el desempeño de una empresa. Estas pueden dividirse en cinco tipos básicos, liquidez, apalancamiento (deuda), cobertura, actividad y rentabilidad. Ninguna razón financiera por sí sola es suficiente para la estimación realista de la condición financiera y el desempeño de una empresa.

A continuación se presentan las conclusiones de las diferentes razones financieras, provenientes de los cuadros adjuntos (Ver Cuadros VI hasta XXX). Estos resultados se presentan por sector económico. No pudimos obtener los mismos años para todas las empresas, ya que nuestra elección se hizo en forma aleatoria. En algunos casos el Estado Financiero no fue proporcionado por el funcionario de la Comisión Nacional de Valores, en otros, se debió a que la compañía era bastante nueva. A pesar de ello en nuestro análisis, adoptamos los años que se repetían en la mayoría de las compañías.

A continuación explicamos el comportamiento de algunas compañías del Sector Primario tomando en consideración los años de 1994 a 1996. A pesar que obtuvimos información de 1997 no se considero ya que podría provocar un sesgo considerable en el análisis. También podemos mencionar que dentro de este sector solo la compañía *Ganadera de Coclé* no presenta el Estado Financiero de 1994, el resto si se analizó desde 1994 hasta 1996.

## **Agropecuaria de Tucumen, S A y Compañías Afiliadas**

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón tuvo un promedio durante los años de 1994 a 1996 de 2.23 veces, lo cual nos permite concluir que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 2.23 para cubrir las deudas a corto plazo

-Prueba de Acido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante

Esta razón nos dio un resultado promedio en los tres años de operación analizados de 1994 a 1996 de 2.22 veces, lo que nos indica que hay US\$ 2.22 de sus activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para hacer frente a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

La empresa tiene un margen de operación promedio para los tres años de US\$ 1,446,493 anual

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

En este se observa un aumento de 1994 a 1995 pero disminuye en el 1996. Por lo general, a los acreedores les agrada que esta razón sea baja. Entre más baja es la razón, más alto es el financiamiento de la empresa que proporcionan los accionistas. La razón promedio fue de 3.15, osea que por cada US\$ 1.00 de capital de los accionistas hay US\$ 3.15 de deuda. Esto no es favorable para los accionistas ya que a medida que aumenta la deuda su capital se encuentra más comprometido.

-Deuda Total a Activos Totales  $\frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Total Activo}}$

Podemos visualizar que en los tres años de operación analizados ésta aumenta en 1995 y luego disminuye a 70% el último año. Esto es debido al aumento de la deuda en el segundo año, a pesar, que en el tercer año hubo una disminución del 7% con respecto al año anterior. Este promedio nos dice el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan mediante el financiamiento de deuda. Por tanto, el 74% de los activos de la empresa están financiados con deuda, mientras que el 36% restante del financiamiento proviene del capital de los accionistas.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés  $\frac{\text{Utilidad antes de interés e impuestos}}{\text{gastos por interés}}$

Esta razón mide la capacidad que tiene las utilidades antes de interés e impuestos para cubrir los intereses. Observamos que a medida que el préstamo aumenta, las utilidades disminuyen. Se obtiene una utilidad promedio de 2.07 para los años (1994 a 1996) de operación analizados.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario:  $\frac{\text{Costo de lo Vendido}}{\text{Inventario}}$

Esta razón nos dice que el inventario tiene un promedio anual durante 1994 a 1996 de 94, es decir que nos muestra la cantidad de veces que el inventario utiliza para venderse y convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. Por lo general, mientras más alta sea la rotación de inventarios más eficiente será la administración de inventarios de una empresa y el inventario "más fresco", con mayor liquidez. No obstante, en ocasiones un cambio de inventario alto indica una existencia precaria. Por tanto, en realidad quizá sea un síntoma de que se mantiene un nivel de inventario demasiado bajo y se incurre en

frecuente escasez. Es preferible investigar con más detalle otros aspectos o comparar con la industria.

-Rotación de Inventario en días  $360 \text{ días} / \text{Rotación de Inventario}$

Nos muestra la cantidad de días que el inventario demora en bodegas. El promedio indica un lapso de 4 días, lo cual suele utilizarse como un indicativo de la administración de la empresa.

-Periodo de Cuentas por Cobrar en días  $\text{Cuentas por cobrar} \text{ por } 360 \text{ días} / \text{ventas}$

Podemos observar que la rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 0.08 veces al año.

-Rotación de Activo Total  $\text{Ventas} / \text{Activo Total}$

Durante los cuatro años de operación se observa una rotación promedio de 0.25 veces, lo que indica que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.25 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas} / \text{Capital Neto de Trabajo}$

Muestra una rotación promedio de las ventas sobre el capital neto de 0.83 veces. Vemos que el capital neto de trabajo refleja un crecimiento el segundo año pero el tercer comienza a descender de manera constante hasta 1997 e igual sucede con las ventas. Esto es así porque se está acumulando en forma gradual capital en la cuenta de banco. Para finalizar, se determinó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 0.83 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

-Margen Bruto de Utilidad  $\text{Ventas} - \text{Costo de lo Vendido} / \text{Ventas}$

Podemos ver reflejado que en el transcurso de los años de 1994 a 1996 por cada US\$ 1 00 vendido se genera US\$ 0 33 de costo de ventas en promedio o sea un margen bruto de US\$ 0 67

-Margen Neto de Utilidad Utilidad después de Impuestos/Ventas

Aquí la razón nos indica que por cada dólar US\$ 1 00 de venta se obtiene US\$ 0 0015 de utilidad neta

-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

A lo largo del análisis de estos tres años de operación la razón refleja que con los activos totales disponibles se puede generar una utilidad neta en promedio de 4 % o sea, que por cada US\$ 1 00 de activos totales se genera \$ 0 04 en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Es visualizada como la capacidad generadora de efectivo, podemos observar que las utilidades a lo largo de los tres años analizados van disminuyendo, esto se debe a que el dinero no se invierte para incrementar las ventas, también muestra que no hay una buena administración de gastos. Un rendimiento de capital en acciones comunes alto refleja, con mucha frecuencia, la aceptación por parte de la empresa de importantes oportunidades de inversión y una administración de gastos eficiente. Sin embargo, si la empresa ha decidido emplear un nivel de deuda que es alto para los estándares de la industria, un rendimiento sobre capital en acciones comunes alto puede ser simplemente el resultado de asumir un riesgo financiero excesivo. En promedio la razón de 1994 a 1996 fue de 18%

## ***Azucarera Nacional***

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Un promedio en los tres años de operación de 1995 a 1997 de 6.89 veces, lo que nos lleva a concluir que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 6.89 para cubrir las deudas a corto plazo

-Prueba de Acido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante

Resultado promedio en los tres años de operación 4.70 veces, nos indica que hay US\$ 4.70 de sus activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

La compañía tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ 50,932,682

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Podemos decir que esta razón va disminuyendo en los tres años de operación. Esto se debe a que el capital de los accionistas aumenta de año a año, por las utilidades retenidas. La razón promedio fue de 0.40, es decir que por cada US\$ 1.00 de capital de los accionistas hay US\$ 0.40 de deuda. Esto es bueno para los accionistas ya que a medida que se salda la deuda su capital está menos comprometido.

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo

Podemos visualizar que en los tres años de operación analizados esta razón va disminuyendo hasta alcanzar un 15% el último año. Esta situación se manifiesta por una disminución de los pasivos incidiendo en una reducción de su nivel de

endeudamiento. En promedio se obtiene que por cada US\$ 1.00 de activo totales se tiene US\$ 0.17 de deuda.

### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario:  $\text{Costo de lo Vendido} / \text{Inventario}$

Nos dice que el inventario tiene un promedio anual durante los tres años analizados de 0.92 veces, nos refleja la cantidad de veces que el inventario utiliza para venderse. Puede ser riesgoso mantener un exceso de inventario en existencias.

-Rotación de Inventario en días:  $360 \text{ días} / \text{Rotación de Inventario}$

Muestra la cantidad de días que el inventario utiliza para convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. El promedio de los tres años analizados indica 394 días, este sería un indicador para evaluar la eficiencia en la administración.

-Período de Cuentas por Cobrar en días:  $\text{Cuentas por cobrar} / \text{Ventas} \times 360$  días/ventas

Esta razón nos indica que la rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 33 veces al año.

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas} / \text{Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación se manifiesta una rotación promedio de 0.33 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.33 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo:  $\text{Ventas} / \text{Capital Neto de Trabajo}$

Podemos indicar que la rotación promedio de las ventas sobre el capital neto es de 0.56 veces. Observamos que el capital neto de trabajo crece de manera constante en los tres años de operación en cambio las ventas crecen el segundo

año y comienzan a tener una leve disminución el tercer año. Para culminar, se indica que por cada US\$ 1 00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 0 56 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad**  $\text{Ventas} - \text{Costo de lo Vendido} / \text{Ventas}$

Se puede decir que existe un promedio en los tres años de operación analizados que por cada US\$ 1 00 vendido se obtiene US\$ 0 38 de costo de ventas en promedio es decir, un margen bruto de US\$ 0 62.

**-Margen Neto de Utilidad**  $\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Ventas}$

Esto representa que por cada dólar US\$ 1 00 de venta se obtiene US\$ 0 35 de utilidad neta.

**-Rendimiento sobre la Inversión**  $\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Activos Totales}$

Aquí tenemos que con los activos totales disponibles se puede generar una utilidad neta de 12% en promedio, o sea que por cada US\$ 1 00 de activos totales se genera \$ 0 12 en utilidad neta.

**-Rendimiento sobre el Capital en Acciones**  $\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Capital accionistas}$ .

Comúnmente conocida como la razón que muestra la capacidad generadora de efectivo, se visualiza que las utilidades van aumentando en forma gradual año a año, esto se debe a que el dinero se está invirtiendo para aumentar las ventas. En promedio esta razón es de 29%.

## **Compañía Ganadera de Coclé**

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón tuvo un promedio durante los años de 1994 a 1996 de 0.70 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 0.70 para hacer frente las deudas a corto plazo

-Prueba de Acido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante

El promedio de los tres años arrojó 0.14 veces, significa que hay US\$ 0.14 de los activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados de US\$ (919,712)

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Esta razón va aumentando en forma constante año con año desde 1994 a 1996 hasta alcanzar 1.23 el último año. El capital de los accionistas presenta en el segundo año un leve incremento, luego comienza a descender hasta el tercer año. La razón promedio refleja 1.06, es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 1.06 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está menos solvente.

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo

Hay que indicar que en los tres años de operación analizados ésta va aumentando hasta llegar al 66% el último año. Aquí se refleja el aumento de la

deuda en los tres años de operación. El promedio se obtiene que por cada US\$ 1.00 de activo totales, se presenta US\$ 0.62 de deuda.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés: Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés

Esta razón mide la suficiencia que tienen las utilidades antes de interés e impuestos para hacer frente a los intereses. En los dos primeros años las utilidades comienzan a aumentar por ende nos está diciendo que la deuda empieza a disminuir pero no sucede así en el tercer año donde las utilidades llegan hasta un margen de 0.53, por lo que ratifica que la deuda aumentó considerablemente. El análisis arrojó un promedio de 0.90 para los tres años de operación analizados, es decir de 1994 a 1996.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario: Costo de lo Vendido/Inventario

Podemos decir que nos da a conocer la rapidez con la que se mueve el inventario antes de convertirse en cuentas por cobrar por medio de las ventas durante el año. El promedio de los tres años llega a 1.38 veces.

-Rotación de Inventario en días: 360 días/Rotación de Inventario.

Muestra un panorama de cuántos días se utiliza para rotar el inventario. Esta razón se puede utilizar para evaluar si el inventario de una compañía es fresco y si la administración de la empresa es eficiente. Aquí se refleja un promedio de 261 días.

-Periodo de Cuentas por Cobrar en días  $\frac{\text{Cuentas por cobrar}}{\text{Ventas}} \times 360$   
días/ventas

Refleja el número promedio de 45.27 veces al año en que las cuentas por cobrar son recuperadas en el lapso de 1994 a 1996

-Rotación de Activo Total  $\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}}$

Indica la rotación promedio de 0.37 veces, lo que dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.37 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\frac{\text{Ventas}}{\text{Capital Neto de Trabajo}}$

Al final de los tres años analizados arrojo un promedio de 10.31 veces. El comportamiento del capital neto de trabajo fue disminuyendo en los dos primeros años pero comenzó a incrementarse en el tercer año, lo cual no sucede con las ventas que año a año se incrementan, esto se debe a que el pasivo circulante es mayor que el activo circulante durante el 1994, y 1995, mientras que en 1996 sucede lo contrario. Se puntualizó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 10.31 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

-Margen Bruto de Utilidad  $\frac{\text{Ventas} - \text{Costo de lo Vendido}}{\text{Ventas}}$

Aquí tenemos que durante los tres años de operación, por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.0056 de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ 0.99

-Margen Neto de Utilidad  $\frac{\text{Utilidad después de impuestos}}{\text{Ventas}}$

Se tiene que cada dólar US\$ 1.00 de venta no logra maximizar una utilidad neta, ya que el promedio de los tres años muestra una pérdida de (0.0117)

-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

Esto representa que con los activos totales reflejan una pérdida neta de (0.43) % en promedio, es decir que cada US\$ 1.00 de activos totales no logra subsanar la pérdida de \$ (0.043) en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Esta razón nos muestra que las utilidades van disminuyendo y es un indicador para demostrar si la empresa puede reflejar importantes oportunidades de inversión. El promedio de los tres años fue de (0.80)%

## ***Minamerica Corporation y Subsidiarias***

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante  $\text{Activo Circulante/Pasivo Circulante}$

Esta razón tuvo un promedio en los tres años de operación de 0.14 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 0.14 para hacer frente las deudas a corto plazo.

Aquí hacemos una comparación de las obligaciones a corto plazo con los recursos a corto plazo de que se dispone para cumplir con esas obligaciones.

-Capital Neto de Trabajo  $\text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}$

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ (2,596,501.67).

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable  $\text{Total Pasivo/Capital Accionistas}$

Esta razón presenta una disminución el segundo año y vuelve a aumentar el tercer año hasta llegar 0.47 el último año. Esta razón nos dice que los acreedores proporcionan \$ 0.34 de financiamiento por cada dólar que aportan los accionistas. Por lo general, a los acreedores les agrada que esta razón sea baja. Entre más baja es la razón, más alto es el nivel de financiamiento de la empresa que proporcionan los accionistas, y más grande es el colchón del acreedor en caso de que se contraigan los valores de los activos o de pérdidas totales.

-Deuda Total a Activos Totales  $\text{Total Pasivo/Total Activo}$

Destaca la importancia relativa del financiamiento por deuda para la empresa al mostrar el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan mediante el financiamiento de deuda. Por tanto, en los tres años analizados tenemos que 17 % de los activos de la empresa están financiados con deuda, mientras que el 83% restante del financiamiento proviene del capital de los accionistas.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés:  $\text{Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés}$

Esta razón sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de interés y así evitar la bancarrota. En general, entre más alta es la razón mayor es la probabilidad de que la empresa pueda cubrir sus pagos de interés sin dificultad. En los dos primeros años no se pudo realizar la razón pero en el último año la razón arroja una cifra de (977.21), dando un promedio final durante los tres años de (325.74) veces lo que nos ilustra que en cierta medida la empresa no posee la capacidad para solventar sus intereses o contratar nueva deuda.

#### **Razones de Actividad:**

-Periodo de Cuentas por Cobrar en días:  $\text{Cuentas por cobrar por 360 días/ventas}$

Esta razón nos indica que la rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 41.13 veces al año.

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas/Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación esta razón indica la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación promedio fue de 0.09 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.09 de ventas.

**-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$**

Al final de los tres años analizados arrojo un promedio de (0.97) veces. El comportamiento del capital neto de trabajo fue disminuyendo en los dos primeros años pero comenzó a incrementarse en el tercer año, lo cual no sucede con las ventas que año a año se incrementan, esto se debe a que el pasivo circulante es mayor que el activo circulante durante el primero, segundo año, mientras que en el tercer año sucede lo contrario. Esto se da por un aumento constante en el pasivo circulante con respecto al activo circulante. Se puntualizó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ (0.97) de ventas en promedio.

**Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad  $\text{Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas}$**

Esta razón señala a utilidad de la empresa en relación con las ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas. Señala la eficiencia de las operaciones y también cómo han sido fijados los precios de los productos. Aquí tenemos que durante los cuatro años de operación, por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.50 de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ 0.50.

**-Margen Neto de Utilidad  $\text{Utilidad después de Impuestos/Ventas}$**

El margen de utilidad neta señala la eficiencia relativa de la empresa después de tomar en cuenta todos los gastos y el impuesto sobre el ingreso. Indica que por cada dólar US\$ 1.00 de venta hay US\$ 0.76 de utilidad neta.

-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de 7 % en promedio, es decir que por cada US\$ 1.00 de activos totales se produce \$ 0 07 en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Esta razón indica la capacidad de generar utilidades sobre el valor en libros de la inversión de los accionistas y se utiliza con frecuencia para comparar dos o más empresas en una industria. El promedio de los cuatro años es de 14 %

## **Forestal Llano Grande, S. A.**

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante:

Esta razón tuvo un promedio en los tres años de operación de 0.04 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 0.04 para hacer frente las deudas a corto plazo.

Aquí hacemos una comparación de las obligaciones a corto plazo con los recursos a corto plazo de que se dispone para cumplir con esas obligaciones.

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ (15,171.00).

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Esta razón presenta un aumento el segundo año y se mantiene el tercer año con el mismo valor de 0.22. Esta razón nos dice que los acreedores proporcionan \$ 0.17 de financiamiento por cada dólar que aportan los accionistas. Por lo general, a los acreedores les agrada que esta razón sea baja. Entre más baja es la razón, más alto es el nivel de financiamiento de la empresa que proporcionan los accionistas, y más grande es el colchón del acreedor en caso de que se contraigan los valores de los activos o de pérdidas totales.

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo:

Destaca la importancia relativa del financiamiento por deuda para la empresa al mostrar el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan mediante el

financiamiento de deuda. Por tanto, en los tres años analizados tenemos que 15 % de los activos de la empresa están financiados con deuda, mientras que el 85% restante del financiamiento proviene del capital de los accionistas.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés:  $\text{Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés}$

Esta razón sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de interés y así evitar la bancarrota. En general, entre más alta es la razón mayor es la probabilidad de que la empresa pueda cubrir sus pagos de interés sin dificultad. Esta razón arroja un promedio negativo de (4.04) durante los tres años, es decir que a la empresa le hace falta 4.04 veces para cubrir el interés anual de su deuda, y además le dificultará obtener un nuevo compromiso.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas/Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación esta razón indica la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación promedio fue de 0.01 vez, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se genera US\$ 0.01 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo:  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$

Al final de los tres años analizados arrojo un promedio de 0.32 veces. El primer año por falta de información no se pudo evaluar, pero en los dos años siguientes su razón fue negativa y esto se debe que a pesar de que existe un aumento en las ventas no son capaces de cubrir el porcentaje de 14 veces más alto, que

representa los pasivos circulantes con respecto a los activos circulantes. Se puntualizó que por cada US\$ 1 00 de capital neto de trabajo se define US\$ (0 32) de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad:  $\text{Ventas} - \text{Costo de lo Vendido} / \text{Ventas}$**

Esta razón señala la utilidad de la empresa en relación con las ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas. Señala la eficiencia de las operaciones y también cómo han sido fijados los precios de los productos. Aquí tenemos que durante los tres años de operación, por cada US\$ 1 00 vendido se genera US\$ (0 99) de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ (0 01).

**-Margen Neto de Utilidad:  $\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Ventas}$**

El margen de utilidad neta señala la eficiencia relativa de la empresa después de tomar en cuenta todos los gastos y el impuesto sobre el ingreso. Indica que por cada dólar US\$ 1 00 de venta hay US\$ (2 41) de utilidad neta.

**-Rendimiento sobre la Inversión:  $\text{Utilidad después de Impuestos} / \text{Activos Totales}$**

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de (3 ) % en promedio, es decir que por cada US\$ 1 00 de activos totales se produce \$ (0 03) en utilidad neta.

## ***Aserradero El Tecal***

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón es utilizada para medir la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. El promedio de los tres años refleja un índice de 1.22, el cual garantiza el pago de sus obligaciones a corto plazo ya que éstas están respaldadas por los activos corrientes. Por lo tanto podemos definir que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 1.22 para hacer frente a los compromisos.

-Prueba de Acido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante

El promedio de los años arroja 0.18 veces, significa que hay US\$ 0.18 de los activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo.

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ (31902.3).

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Esta razón aumenta el segundo año con respecto al primer año y luego disminuye el tercer año vertiginosamente hasta alcanzar 0.14 el último año, debido a que el total de pasivo disminuye especialmente en el rubro de otros pasivos y el capital de los accionistas aumenta. La razón promedio expresa 0.99.

es decir que por cada US\$ 1 00 de capital hay US\$ 0 99 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está menos solvente.

-Deuda Total a Activos Totales  $\frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Total Activo}}$

Hay que indicar que durante los tres años de operación, los dos primeros años aumentan sucesivamente mientras que en el tercer año disminuye hasta lograr el 13% el último año. Aquí se refleja que el nivel de endeudamiento logra bajar el último año pero aún así el promedio dio como resultado que por cada US\$ 1 00 de activo totales, se obtiene US\$ 0 45 de deuda.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés  $\frac{\text{Utilidad antes de interés e impuestos}}{\text{gastos por interés}}$

Esta razón sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de interés y así evitar la bancarrota. En general, entre más alta es la razón mayor es la probabilidad de que la empresa pueda cubrir sus pagos de interés sin dificultad. Esta razón arroja un promedio negativo de (5 71) durante los tres años, es decir que a la empresa le hace falta 5 71 veces para cubrir el interés anual de su deuda, y además le dificultará obtener un nuevo compromiso.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de inventario  $\frac{\text{Costo de lo vendido}}{\text{Inventario}}$ .

Esta razón nos dice la rapidez con la que se rota el inventario al convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas durante el año. Mientras más alta sea

la rotación de inventarios más eficiente será la administración de una empresa y el inventario "más fresco", con mayor liquidez. La rotación promedio de Aserradero El Tecal es de 0.12 para los tres años.

-Rotación de Inventario en días  $360 \text{ días} / \text{Rotación de Inventario}$   
Muestra la cantidad de días que el inventario utiliza para convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. El promedio de los tres años analizados indica 7373 días, este sería un indicador para evaluar la eficiencia en la administración.

-Período de Cuentas por Cobrar en días  $\text{Cuentas por cobrar} / \text{360 días} / \text{ventas}$

Esta razón nos indica el número promedio de días que las cuentas por cobrar permanecen pendiente de cobro. La rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 36 veces al año.

-Rotación de Activo Total  $\text{Ventas} / \text{Activo Total}$   
A lo largo de los tres años de operación esta razón indica la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación promedio fue de 0.04 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se genera US\$ 0.04 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas} / \text{Capital Neto de Trabajo}$   
Al final de los tres años analizados arrojó un promedio de 0.02 veces. Su razón fue negativa en los dos primeros años, el último mejora obteniendo 0.25, que representa que los pasivos circulantes fueron mayores que los activos circulantes. Este margen negativo en 1995 y 1996 fue influido por las cuentas

por pagar /Reforestadora . Por ende obtenemos que por cada US\$ 1 00 de capital neto de trabajo se define US\$ 0.02 de ventas en promedio.

**Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas**

Aqui tenemos que durante los tres años de operación, por cada US\$ 1 00 vendido se genera US\$ 0 21 de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ 0 79

**-Margen Neto de Utilidad Utilidad después de Impuestos/Ventas**

Se tiene que por cada dólar US\$ 1 00 de venta existe un promedio de \$ (1 74) de utilidad neta

**-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales**

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de (3 ) % en promedio, es decir que por cada US\$ 1 00 de activos totales se genera \$ (0 03) en utilidad neta

**-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas**

Esta razón también se le conoce como la capacidad generadora de efectivo, se puede ver que las utilidades en el transcurso de los tres años van aumentando en forma negativa, esto limita la oportunidad de la empresa de realizar inversiones y todo parece indicar una mala administración de gastos. El promedio de esta razón es de (6 ) %

## **Envases de Istmo**

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante.

Esta razón es utilizada para medir la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. El promedio de los cuatro años refleja un índice de 1.20, el cual garantiza el pago de sus obligaciones a corto plazo ya que éstas están respaldadas por los activos corrientes. Por lo tanto podemos definir que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 1.20 para hacer frente a los compromisos.

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

La empresa tiene un margen de operación promedio para los cuatro años de operación analizados de US\$ 1,050,263.00

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Esta razón va aumentando en los tres primeros años analizados pero luego disminuye hasta alcanzar 1.94 el último año. Esto es debido a que los pasivos no han dejado de aumentar. Este aumento se ve influido en forma notoria por los Documentos por Pagar. Este rubro disminuye el último año y por ende la razón del cuarto año. La razón promedio fue de 1.88 es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 1.88 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está más comprometido.

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo:

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Hay que indicar que en los cuatro años de operación analizados ésta va aumentando y luego disminuye hasta llegar al 64% el último año. Con el

promedio nos indica que los acreedores financian el 63 % del activo total de la empresa. Se concluye que por cada US\$ 1.00 de activo total, existe US\$ 0.63 de deuda.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario:  $\text{Costo de lo Vendido} / \text{Inventario}$

Podemos decir que nos da a conocer la rapidez con la que se mueve el inventario antes de convertirse en cuentas por cobrar por medio de las ventas durante el año. El promedio de los cuatro años llega a 3.19 veces.

-Rotación de Inventario en días:  $360 \text{ días} / \text{Rotación de Inventario}$

Muestra la cantidad de días que el inventario utiliza para convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. El promedio de los cuatro años analizados indica 116 días, este sería un indicador para evaluar la eficiencia en la administración.

-Periodo de Cuentas por Cobrar en días:  $\text{Cuentas por cobrar} / \text{Ventas} \times 360$

Esta razón estudia el tiempo que tarda la empresa en cobrar sus cuentas por cobrar. La razón promedio nos dice que las cuentas por cobrar demoran 100 días para ser recuperadas.

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas} / \text{Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación se manifiesta una rotación promedio de 0.33 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.72 de ventas.

**-Rotación de Capital Neto de Trabajo Ventas/Capital Neto de Trabajo**

Podemos indicar que la rotación promedio de las ventas sobre el capital neto es de 14.73 veces. Observamos que el capital neto de trabajo crece de manera constante en los tres primeros años de operación, lo cual no sucede con las ventas en los dos primeros años, posteriormente dichas ventas aumentan en los dos siguientes años. Para culminar, se indica que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 14.73 de ventas en promedio.

**Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas**

Aquí tenemos que durante los cuatro años de operación, por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.11 de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ 0.89.

**-Margen Neto de Utilidad Utilidad después de Impuestos/Ventas**

Se tiene que por cada dólar US\$ 1.00 de venta hay US\$ 0.01 de utilidad neta.

**-Rendimiento sobre la Inversión. Utilidad después de Impuestos/Activos Totales**

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de 1 % en promedio, es decir que por cada US\$ 1.00 de activos totales se genera \$ 0.01 en utilidad neta.

**-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas**

Esta razón también se le conoce como la capacidad generadora de efectivo, se puede ver que las utilidades en el transcurso de los cuatro años van

disminuyendo, esto es debido a que el dinero no se invierte para incrementar las ventas. En promedio esta razón es de 2%

### ***Sociedad de Alimentos de Primera***

#### **Razones de Liquidez:**

-Circulante  $\text{Activo Circulante/Pasivo Circulante}$

Esta razón tuvo un promedio en los cuatro años de operación de 2.76 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 2.76 para hacer frente las deudas a corto plazo.

-Prueba de Ácido  $\text{Activo Circulante} - \text{Inventario/Pasivo Circulante}$

El promedio de los cuatro años arroja 2.22 veces, significa que hay US\$ 2.22 de los activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo.

-Capital Neto de Trabajo  $\text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}$

La empresa tiene un margen de operación promedio para los cuatro años de operación analizados fue de US\$ 3,189,279.00.

#### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable  $\text{Total Pasivo/Capital Accionistas}$

Esta razón va aumentando en los tres primeros años analizados pero luego disminuye hasta alcanzar 5.62 el último año. Esto es debido a que los pasivos no han dejado de aumentar. Este aumento se ve influido por los Bonos por Pagar que aumentan en 1995 y 1997 con respecto a los dos años anteriores. Este rubro disminuye el último año y por ende la razón del cuarto año. La razón

promedio fue de 4.57 es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 4.57 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está menos solvente.

-Deuda Total a Activos Totales: Total Pasivo/Total Activo

Podemos observar que en los cuatro años de operación esta va aumentando en los tres primeros años, y en el último año alcanza un 79%. Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Con el promedio nos indica que los acreedores financian el 74 % del activo total de la empresa. Concluimos que por cada

US\$ 1.00 de activo totales, existe US\$ 0.74 de deuda.

-Deuda Total a Activos Totales: Total Pasivo/Total Activo

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Hay que indicar que en los cinco años de operación analizados ésta va disminuyendo en los tres primeros años y llega a 58%, luego aumenta un 2% el cuarto año y el quinto año llega a disminuir un 5% en comparación al cuarto año. Con el promedio nos indica que los acreedores financian el 61 % del activo total de la empresa. Se indica que por cada US\$1.00 de activo totales, existe US\$ 0.61 de deuda.

-Rotación de Inventario en días: 360 días/Rotación de Inventario

Muestra la cantidad de días que el inventario utiliza para convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. El promedio de los cuatro años analizados indica 64 días, este sería un indicador para evaluar la eficiencia en la administración.

-Período de Cuentas por Cobrar en días: Cuentas por cobrar por 360 días/ventas

Esta razón estudia el tiempo que tarda la empresa en cobrar sus cuentas por cobrar. La razón promedio nos dice que las cuentas por cobrar demoran 36 días para ser recuperadas.

**-Rotación de Activo Total  $\text{Ventas/Activo Total}$**

A lo largo de los tres años de operación se manifiesta una rotación promedio de 0.84 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.84 de ventas.

**-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$**

Podemos indicar que la rotación promedio de las ventas sobre el capital neto es de 3.56 veces. Observamos que el capital neto de trabajo crece de manera constante en los tres primeros años de operación, pero disminuye en el cuarto año, mientras que las ventas aumentan de manera constante en los cuatro años. Esto se da por la acumulación de capital que se dio en el último año. Para culminar, se indica que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 3.56 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad  $\text{Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas}$**

Aquí tenemos que durante los cuatro años de operación, por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.36 de costo de ventas en promedio, o sea, un margen bruto de US\$ 0.64.

**-Margen Neto de Utilidad  $\text{Utilidad después de Impuestos/Ventas}$**

Se tiene que por cada dólar US\$ 1.00 de venta hay US\$ 0.04 de utilidad neta.

-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de 4 % en promedio, es decir que por cada US\$ 1 00 de activos totales se produce \$ 0 04 en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Esta razón nos muestra que las utilidades van disminuyendo y es un indicador para demostrar si la empresa puede reflejar importantes oportunidades de inversión. El promedio de los cuatro años es de 17 %.

### ***Empaques de Colón***

#### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón tuvo un promedio en los años de 1994 a 1997 de 1.22 veces, lo que nos dice que por cada \$1 00 de deuda hay US\$ 1.22 para hacer frente las deudas a corto plazo

-Prueba de Ácido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante:

El promedio de los cuatro años arroja 0.68 veces, significa que hay US\$ 0.68 de los activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo

**-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante**

La empresa tiene un margen de operación promedio para los cuatro años de operación analizados de US\$ 1,149,132 75

**Razones de Apalancamiento:**

**-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas**

Esta razón muestra una razón en 1994 de 4 91, luego disminuye en 1995 para aumentar en 1996 vertiginosamente hasta alcanzar el máximo índice de 5 18. El aumento considerable que se dio en 1997 es debido a que los pasivos aumentaron especialmente en el rengión de préstamos y financiamientos bancarios. La razón promedio fue de 4 75 es decir que por cada US\$ 1 00 de capital hay US\$ 4 75 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está más comprometido.

**-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo**

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Hay que indicar que en los cuatro años de operación analizados ésta va disminuyendo en los dos primeros años, luego aumenta un 2% el tercer año y en 1997 llega a disminuir un 5% en comparación al tercer año. Con el promedio nos indica que los acreedores financian el 59 % del activo total de la empresa. Se indica que por cada US\$1 00 de activo totales, existe US\$ 0.59 de deuda.

**Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés  $\text{Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés}$

Esta razón mide la suficiencia que tienen las utilidades antes de interés e impuestos para hacer frente a los intereses. En 1994 las utilidades comienzan a aumentar por una disminución de los préstamos, pero el segundo año disminuye con 3.73, el tercer año comienza a aumentar, hasta llegar a 1997 a su máximo índice de 4.69, mostrando que fue en el último año en que la compañía tuvo más posibilidad para cubrir sus intereses. El análisis nos da un promedio de 4.33 para los cuatro años de operación analizados.

**Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario  $\text{Costo de lo Vendido/Inventario}$

Nos dice que el inventario tiene un promedio anual durante los cuatro años analizados de 4.27 veces, nos refleja la cantidad de veces que el inventario utiliza para venderse. Esta razón nos informa lo delicado que puede ser mantener un exceso de inventario en existencias.

-Rotación de Inventario en días  $\text{360 días/Rotación de Inventario}$

Muestra la cantidad de días que el inventario utiliza para convertirse en cuentas por cobrar a través de las ventas. El promedio de los cuatro años analizados indica 84 días, este sería un indicador para evaluar la eficiencia en la administración.

-Período de Cuentas por Cobrar en días  $\text{Cuentas por cobrar por 360 días/ventas}$

Esta razón estudia el tiempo que tarda la empresa en cobrar sus cuentas por cobrar. La razón promedio nos dice que las cuentas por cobrar demoran 18 días para ser recuperadas.

-Rotación de Activo Total  $\text{Ventas/Activo Total}$

A lo largo de los cuatro años de operación se manifiesta una rotación promedio de 0.98 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.98 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$

Podemos indicar que la rotación promedio de las ventas sobre el capital neto es de (0.03) veces. Observamos que el capital neto de trabajo se mantiene con signo negativo es decir, a pesar que las ventas aumentaron en 1994, en 1996 y 1997 disminuyeron con respecto a 1994. El capital neto negativo, provocado por un mayor índice de los pasivos circulantes con respecto a los activos circulantes, en 1994 absorbió el volumen de ventas. Para culminar, se indica que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene una pérdida de US\$ (0.03) de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

-Margen Bruto de Utilidad  $\text{Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas}$

Aquí tenemos que durante los cuatro años de operación, por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.23 de costo de ventas en promedio o sea, un margen bruto de US\$ 0.77.

-Margen Neto de Utilidad  $\text{Utilidad después de Impuestos/Ventas}$

Se tiene que por cada dólar US\$ 1.00 de venta hay US\$ 0.07 de utilidad neta.

-Rendimiento sobre la Inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

Esto representa que con los activos totales se puede obtener una utilidad neta de 6 % en promedio, es decir que por cada US\$ 1.00 de activos totales se produce \$ 0.06 en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Esta razón nos muestra que las utilidades van disminuyendo y es un indicador para demostrar si la empresa puede reflejar importantes oportunidades de inversión. El promedio de los cuatro años es de 51 %

### **Alfarería, S. A.**

#### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón tuvo un promedio en los tres años de operación de 4.25 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 4.25 para hacer frente las deudas a corto plazo

Aquí hacemos una comparación de las obligaciones a corto plazo con los recursos a corto plazo de que se dispone para cumplir con esas obligaciones.

-Prueba de Acido Activo Circulante - Inventario/Pasivo Circulante

El promedio de los tres años arroja 1.96 veces, significa que hay US\$ 1.96 de los activos de mayor liquidez sin incluir el inventario para cubrir a cada US\$ 1.00 de deuda a corto plazo

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ 792,612.70

#### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

Esta razón aumenta en el segundo año con 44.51, luego aumenta el tercer año hasta lograr el máximo índice de 48.37. El aumento considerable que se dio en el último año es debido a que los pasivos aumentan en el renglón de cuentas por pagar afiliadas. La razón promedio fue de 44.76 es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 44.76 de deuda. Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está más comprometido.

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Hay que indicar que en los tres años de operación analizados ésta va aumentando paulatinamente en el primer año 91%, y en el último año logra el máximo con 10% en comparación con el año anterior. Con el promedio nos indica que los acreedores financian el 98% del activo total de la empresa. Se indica que por cada US\$1.00 de activo totales, existe US\$ 0.98 de deuda.

-Cobertura de Interés  $\text{Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés}$

Esta razón mide la suficiencia que tienen las utilidades antes de interés e impuestos para hacer frente a los intereses. Se identifica claramente que empieza con una falta de capacidad de las utilidades para cubrir los intereses ya que todos sus índices son negativos y se agrava la situación durante los tres años, inclusive en el tercer y último año llegando a (138.17). El índice promedio llegó a una media de (51.30) en los tres años de operación analizados.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Inventario  $\text{Costo de lo Vendido/Inventario}$

Nos dice que el inventario tiene un promedio anual durante los tres años analizados de 4.26 veces, nos refleja la cantidad de veces que el inventario utiliza para venderse. Esta razón nos informa lo delicado que puede ser mantener un exceso de inventario en existencias.

-Rotación de Inventario en días  $\text{360 días/Rotación de Inventario}$

Nos muestra la cantidad de días que el inventario demora en bodegas. El promedio indica un lapso de 85 días, lo cual suele utilizarse como un indicativo de la administración de la empresa.

-Período de Cuentas por Cobrar en días:  $\text{Cuentas por cobrar por 360 días/ventas}$

Esta razón nos indica que la rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 39 veces al año.

-Rotación de Activo Total  $\text{Ventas/Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación esta razón indica la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación promedio fue de 0.63 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.63 de ventas.

**-Rotación de Capital Neto de Trabajo: Ventas/Capital Neto de Trabajo**

Muestra una rotación promedio de las ventas sobre el capital neto de 0.24 veces. Vemos que el capital neto de trabajo refleja un crecimiento el segundo año pero el tercer año aumenta en forma pausada. Este incremento que se dio en el segundo año se origina debido a que el pasivo circulante disminuyó en comparación con el año anterior, especialmente porque lo que la empresa contempló como cuentas por pagar afiliadas en 1995 pasó a ser pasivo a largo plazo, en cambio cada año se muestra una disminución en las ventas. Para finalizar, se determinó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 0.24 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

**-Margen Bruto de Utilidad: Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas**

Podemos ver reflejado que en el transcurso de los tres años de operación analizados que por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.01 de costo de ventas en promedio o sea un margen bruto de US\$ 0.99.

**-Margen Neto de Utilidad: Utilidad después de Impuestos/Ventas**

Aquí la razón nos indica que por cada dólar US\$ 1.00 de venta se obtiene US\$ (0.13) de utilidad neta.

-Rendimiento sobre la inversión Utilidad después de Impuestos/Activos Totales

A lo largo del análisis de estos cuatro años de operación la razón refleja que con los activos totales disponibles se puede generar una utilidad neta en promedio de ( 7) %, o sea, que por cada US\$ 1 00 de activos totales se genera \$ (0 07) en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas

Es visualizada como la capacidad generadora de efectivo, podemos observar que las utilidades a lo largo de los tres años analizados nos indica que la compañía no tiene la capacidad de obtener ingresos y cada año se agrava, ya que el último año llega a (5 02), no genera suficiente ventas También muestra que no hay una buena administración de gastos En promedio esta razón es de (3 09) %

### ***Arrendadora Latinoamericana, S. A.***

#### **Razones de Liquidez:**

-Circulante Activo Circulante/Pasivo Circulante

Esta razón tuvo un promedio en los tres años de operación analizados de 1 10 veces, lo que nos dice que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 1 10 para hacer frente las deudas a corto plazo

Aquí hacemos una comparación de las obligaciones a corto plazo con los recursos a corto plazo de que se dispone para cumplir con esas obligaciones

-Capital Neto de Trabajo Activo Circulante - Pasivo Circulante

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción promedio para los tres años de operación analizados es de US\$ 1.795,924 00

#### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable Total Pasivo/Capital Accionistas

La razón de 1994 refleja 18 68, en 1995 aumenta 0 50 en comparación con el año anterior, en 1996 disminuye a 16 31 El mayor aumento se dio en 1995 y esto se debe al incremento que se presentaron en el renglón de Bonos por Pagar La razón promedio fue de 18 06 es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 18 06 de deuda Esto no es bueno para los accionistas ya que a medida que se incrementa la deuda su capital está más comprometido

-Deuda Total a Activos Totales Total Pasivo/Total Activo

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos Hay que indicar que en los tres años de operación analizados ésta se mantiene en un margen promedio de 90% , cifra que nos indica que los acreedores financian el 90 % del activo total de la empresa Se indica que por cada US\$1 00 de activo totales, existe US\$ 0 90 de deuda

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés

Esta razón mide la suficiencia que tienen las utilidades antes de interés e impuestos para hacer frente a los intereses En el segundo año las utilidades comienzan a disminuir con un índice 1.23, pero en el tercer año esta razón

vuelve a aumentar y comienzan a mejorar su capacidad de pago, y por ende disposición para solicitar nuevos financiamientos. El análisis nos da un promedio de 1.27 para los tres años de operación analizados.

#### **Razones de Actividad:**

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas/Activo Total}$

Durante los tres años de operación se observa una rotación promedio de 0.13 veces, lo que indica que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.13 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo:  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$

Muestra una rotación promedio de las ventas sobre el capital neto de 1.49 veces. Vemos que el capital neto de trabajo refleja un crecimiento desde 1994 a 1996, hasta llegar a \$ 2,489,586 que se manifiesta con un índice de 1.28. Lo cual no sucede así con las ventas, que reflejan un aumento pausado, pero en el tercer año, las ventas se disparan hasta llegar a \$ 30,324,382. Para finalizar, se determinó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene US\$ 1.49 de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

-Margen Bruto de Utilidad:  $\text{Ventas-Costo de lo Vendido/Ventas}$

Podemos ver reflejado que en el transcurso de los tres años de operación analizados que por cada US\$ 1.00 vendido se genera US\$ 0.86 de costo de ventas en promedio o sea un margen bruto de US\$ 0.14.

-Margen Neto de Utilidad  $\text{Utilidad después de Impuestos/Ventas}$

Aquí la razón nos indica que por cada dólar US\$ 1 00 de venta se obtiene US\$ 0 15 de utilidad neta

-Rendimiento sobre la Inversión  $\text{Utilidad después de Impuestos/Activos Totales}$

A lo largo del análisis de estos tres años de operación la razón refleja que con los activos totales disponibles se puede generar una utilidad neta en promedio de 2 %, o sea, que por cada US\$ 1 00 de activos totales se genera \$ 0 02 en utilidad neta

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones  $\text{Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas}$

Esta razón nos muestra que las utilidades van aumentando y es un indicador para demostrar si la empresa puede reflejar importantes oportunidades de inversión. El promedio de 1994 a 1996 es de 42 %

## ***Ace Holding***

### **Razones de Liquidez:**

-Circulante  $\text{Activo Circulante/Pasivo Circulante}$

Esta razón es utilizada para medir la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo. El promedio de 1994 a 1996 refleja un índice de 0.25, el cual no garantiza el pago de sus obligaciones a corto plazo ya que éstas deben respaldadas por los activos corrientes. Por lo tanto podemos definir que por cada \$1.00 de deuda hay US\$ 0.25 para hacer frente a los compromisos.

-Capital Neto de Trabajo  $\text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante}$

Nos indica que la empresa tiene un margen de producción negativo promedio para los tres años de operación analizados de US\$ (1,027,474).

### **Razones de Apalancamiento:**

-Deuda a Capital Contable  $\text{Total Pasivo/Capital Accionistas}$

Esta razón empieza el primer año con un índice de 4.99, luego aumenta el segundo año a 7.80, y vuelve a disminuir hasta lograr 6.96 en 1997. El mayor índice fue en 1996, se ve afectado en forma notoria por el renglón de Préstamo por Pagar, y que en los años subsiguientes no aparece. La razón promedio fue de 7.05 es decir que por cada US\$ 1.00 de capital hay US\$ 7.05 de deuda. Este índice es delicado ya que los accionistas deben verificar el incremento o disminución de la misma, porque mientras que se incrementa la deuda su capital está más comprometido.

-Deuda Total a Activos Totales  $\text{Total Pasivo/Total Activo}$

Esta razón expresa que parte de los recursos de la empresa se obtienen por préstamos. Hay que indicar que en los tres años de operación analizados ésta se mantiene en un margen promedio de 88% , cifra que nos indica que los acreedores financian el 88 % del activo total de la empresa. Se indica que por cada US\$1 00 de activo totales, existe US\$ 0 88 de deuda.

#### **Razón de Cobertura:**

-Cobertura de Interés:  $\text{Utilidad antes de interés e impuestos/gastos por interés}$

Esta razón mide la suficiencia que tienen las utilidades antes de interés e impuestos para hacer frente a los intereses. En el segundo año las utilidades comienzan a aumentar con un índice 1 04, pero en el tercer año esta razón vuelve a disminuir y se dificulta su capacidad de pago, y por ende disposición para solicitar nuevos financiamientos. El análisis nos da un promedio de 0 79 para los tres años de operación analizados.

#### **Razones de Actividad:**

-Período de Cuentas por Cobrar en días:  $\text{Cuentas por cobrar por } 360 \text{ días/ventas}$

Esta razón nos indica que la rotación de las cuentas por cobrar en promedio de la operación de los tres años es de 511 veces al año.

-Rotación de Activo Total:  $\text{Ventas/Activo Total}$

A lo largo de los tres años de operación esta razón indica la eficiencia relativa con que una empresa utiliza sus activos para generar ventas. La rotación

promedio fue de 0.24 veces, lo que nos dice que por cada US\$ 1.00 de activos totales se generan US\$ 0.24 de ventas.

-Rotación de Capital Neto de Trabajo  $\text{Ventas/Capital Neto de Trabajo}$   
 Muestra una rotación promedio de las ventas sobre el capital neto fue de (0.36) veces. Vemos que el capital neto de trabajo refleja una pérdida en los tres años. Esto nos dice que el pasivo circulante es mayor que sus activos de mayor liquidez. Para finalizar, se determinó que por cada US\$ 1.00 de capital neto de trabajo se tiene una pérdida de US\$ (0.36) de ventas en promedio.

#### **Razones de Rentabilidad:**

-Margen Neto de Utilidad  $\text{Utilidad después de Impuestos/Ventas}$   
 Aquí la razón nos indica que por cada dólar US\$ 1.00 de venta se obtiene una pérdida de US\$ (0.06).

-Rendimiento sobre la Inversión  $\text{Utilidad después de Impuestos/Activos Totales}$   
 A lo largo del análisis de estos tres años de operación la razón refleja que con los activos totales disponibles no se puede generar una utilidad neta. El promedio de (-1.25) %, nos muestra, que por cada US\$ 1.00 de activos totales se genera una pérdida de \$ (0.01).

-Rendimiento sobre el Capital en Acciones  $\text{Utilidad después de Impuestos/Capital accionistas}$

Es visualizada como la capacidad generadora de efectivo, podemos observar que las utilidades a lo largo de los tres años analizados nos indica que la compañía no tiene la capacidad de obtener ingresos y cada año se agrava, ya que el último año llega a (0 35), no genera suficiente ventas. También muestra que no hay una buena administración de gastos. En promedio esta razón es de (11 17) %

## E ANÁLISIS CUANTITATIVO DE LAS ESTADÍSTICAS CONCERNIENTES A LA EMISION DE TITULOS-VALORES. AÑOS (1987-1997)

Para el análisis de este renglón hemos utilizado una medida de estimación como lo es la Media Aritmética y dos medidas de dispersión tales como la Variancia y la Desviación Estándar.

**Media aritmética** es la sumatoria de los valores observados entre el número total de observaciones

$$\text{Fórmula} = \Sigma X / N$$

X es el valor de la observación en la población

N es el número total de observaciones en la población

Propósito nos sirve como indicador de medición para determinar el promedio de ventas o demanda que tenga un producto o bien

**Variancia** media aritmética de las desviaciones cuadráticas con respecto a la media

$$\text{Fórmula } \sigma^2 = \frac{\Sigma (X - \mu)^2}{N}$$

Para el cálculo se basó en la siguiente fórmula

$$\text{Fórmula } \sigma^2 = \frac{\Sigma X^2}{N} - \frac{(\Sigma X)^2}{N}$$

$\sigma^2$  es el símbolo para la variancia de una población

$X$  es el valor de la observación en la población

$\mu$  es la media de la población

$N$  es el número total de observaciones en la población

Aplicando la fórmula sería primero sumar las ventas (elevadas al cuadrado) que tenga el subsector, entre el número de observaciones (años) que presente el sub sector Segundo, sumar las ventas, y ese total elevarlo al cuadrado, divididos entre número de años Por último, restar del total de ventas al cuadrado, la suma total de ventas entre los años al cuadrado

Propósito de la variancia nos muestra la confiabilidad del promedio que se está usando Se dice que si esta medida de dispersión se encuentra cercana de la media aritmética se considera que la media es bastante representativa de los datos

**Desviación estándar:** raíz cuadrada de la variancia

Propósito otra media para confirmar que tan verídica es la media

Fórmula  $\sigma$

$$\sqrt{\frac{\sum X^2}{N} - \left(\frac{\sum X}{N}\right)^2}$$

Definición de la desviación estándar raíz cuadrada de la suma de las ventas (elevadas al cuadrado) que tenga el subsector, entre el número de observaciones (años) que presente el sub sector Segundo, la raíz cuadrada de la suma sobre las ventas, y ese total elevarlo al cuadrado, divididos entre

número de años. Por último, restar del total de ventas al cuadrado, la suma total de ventas entre los años al cuadrado.

Podemos mencionar que la desviación estándar no expresa un rango definido por sí solo para mostrar si es favorable o desfavorable, la misma indica que tan dispersa está la media, de sus valores observados. También refleja que mientras menor sea la desviación con respecto a la media, más confiable y verídica son los resultados de la media.

#### ***Interpretación del Análisis Cuantitativo de las Estadísticas de Ventas (Cuadro V)***

El sector primario, específicamente en el sub sector Forestal, muestra que durante los años de 1994 a 1998 existió un promedio de venta en miles de Balboas de B/ 2,302 arrojando una variancia de B/ 2,427,421.50 y una desviación estándar de B/ 1,558. Estas cifras nos muestran los siguientes criterios:

- a) La variancia refleja que no existe continuidad en el proceso de emisión de valores en este sector.
- b) La alta diferencia entre la variancia y la media, se da porque existen puntos muy sesgados. Resulta difícil interpretar la variancia para un solo conjunto de observaciones. La variancia de B/ 2,427,421.50 no está en términos de miles, sino más bien de "miles de Balboas al cuadrado". Ahora bien, hemos igualado a la información que brinda los datos y para ser consistente utilizamos la misma medida, convirtiendo el total de la variancia de millones a miles de balboas, dividiendo el total de la variancia entre mil, dando un resultado de B/

2,427 Esta cifra si se aproxima más a la media, y por lo tanto es más cercana y confiable como medida de tendencia central

- c) Por último, la desviación estándar, brinda un indicador de \$ 1,558 (en miles de Balboas), nos indica que mientras menor sea la desviación estándar menor dispersión hay en la emisión de títulos valores

El sector secundario o industrial, contempla los sub sectores Industrial, y Agro Industrial desde 1990 hasta 1998 El promedio de venta fue de \$ 17,315 en el sector Industrial, y B/ 9,921 para el Sector Agro Industrial (en miles de Balboas) Sus variancia respectivamente fueron de B/ 307,856,779.86 y B/ 74,844,646.01 La desviación estándar B/ 17,546 y B/ 8,654 Estas estimaciones muestran

- a) En este sector existe más continuidad ya que desde que empezaron sus ventas no ha existido tanta volatilidad en la emisión de los instrumentos basados en el Cuadro V (Análisis Cuantitativo de las Estadísticas de Ventas Concernientes a la Emisión de Títulos Valores (Años 1989-1998)
- b) La variancia de ambos sectores, al igual que en el sector primario no está en términos de miles, sino más bien de "miles de Balboas al cuadrado" De igual forma, igualamos la información que brinda los datos y para ser consistente utilizamos la misma medida, convirtiendo el total de la variancia de millones a miles de balboas, dividiendo el total de la variancia entre mil, dando un resultado de B/ 307.857 para el sector Industrial y B/ 74,845 para el Agro Industrial A pesar de la conversión las cifras nos dificulta estimar que la media sea o no representativa Existe una solución a este dilema Por eso utilizaremos la desviación estándar como media de confirmación

- c) Al obtener la raíz cuadrada de la variancia poblacional, podemos transformarla a la misma unidad de medición utilizada para los datos originales. Para el sub sector Industrial la raíz cuadrada de B/ 307,856,779.86 es \$ 17,546, es sumamente cercana a la media y por lo tanto resulta ser confiable y da más veracidad a la variancia. En el sub sector Agro Industrial también indica la raíz cuadrada de B/ 74,844,646.01 mostrando más consistencia en la desviación con un valor de \$ 8,654 ya que está por debajo de la media con un monto de \$9,921, indicando que mientras más pequeña sea la diferencia entre los valores de la media y la desviación estándar menor es la desviación de los valores observados.

El sector terciario, contiene los sub sectores Bancario y Financiero, Bienes Raíces, Transporte, Servicios Públicos, Comercial, Inmobiliario, Comunicaciones y Enseñanza. Del grupo que comprende el sector terciario analizaremos los dos más representativos, el Bancario y Financiero, y el Comercial.

En el sub sector Bancario y Financiero se muestran ventas desde 1990 a 1998 originando una media de B/ 99,765, con una variancia de B/ 3,427,591,507.28 y una desviación estándar de B/ 58,546. Durante 1990 a 1997 el sector Comercial impuso un promedio de ventas de B/ 12,641, sus ventas dieron una variancia de B/ 125,576,872.11 y desviación estándar de B/ 11,206. Según estos datos podemos mencionar:

- a) Comparando los dos sectores más representativos, el mayor promedio de ventas utilizando este tipo de instrumento financiero es el Sector Bancario y Financiero. La media del sector Bancario y Financiero supera en un 8% a la media del sector Comercial. Estos indicadores

nos reflejan también que existe la mayor demanda de títulos valores en este sector que en cualquier otro de los sectores evaluados

- b) El alto índice de las variancias se puede atribuir que las mismas se basan en las desviaciones cuadráticas con respecto a la media. Es decir, como los valores reales se elevan al cuadrado la variancia mostrará “valores al cuadrado”

Como hemos manifestado en los sub sectores anteriores podemos convertir la variancia en miles de Balboas para llevar la consistencia con la información de los datos, pero a pesar de ello la variancia no define si es bueno o malo solo nos sirve como indicador para obtener la desviación estándar y así, comprobar que tan consistente son los resultados de la media

- c) Con respecto a la desviación estándar ambas son menores que la media aritmética, en el sub sector Bancario y Financiero indica una desviación estándar de B/ 58,545 y el Comercial una desviación de B/ 11,206, por ende la media es bastante representativa de los datos. Por lo contrario, una dispersión grande indicaría que la media no es muy confiable
- d) Con los datos que proporciona las variancias no se puede medir óptimamente la serie pero con la información que refleja la desviación estándar de cada uno de los sub sectores analizados determina que existe un comportamiento fijo, favorable y un mercado seguro

**CUADRO V. ANALISIS CUANTITATIVO DE LAS ESTADISTICAS DE VENTAS  
CONCERNIENTES A LA EMISION DE TITULOS VALORES AÑOS 1989-1998**

**Sector                      Sub-Sector                      Años                      Ventas de Titulos (en miles de balboas)**

<b>Primario:</b>	<b>Forestal</b>	1994	BI	94 00
		1995	BI	4,479 00
		1997	BI	2,535 00
		1998	BI	2,100 00
<b>Media</b>			BI	2,302 00
<b>Variancia Muestral</b>			BI	2,427,421 50
<b>Desviación Estandar</b>			BI	1,558 02
<b>Secundario:</b>	<b>Industrial</b>	1990	BI	16,907 00
		1991	BI	10,020 00
		1992	BI	11,490 00
		1993	BI	4,000 00
		1994	BI	60,000 00
		1995	BI	5,074 00
		1996	BI	5,028 00
		1997	BI	26,000 00
<b>Media</b>			BI	17,314 88
<b>Variancia Muestral</b>			BI	307,856,779 86
<b>Desviación Estandar</b>			BI	17,545 85
	<b>Agro-Industrial</b>	1989	BI	1,050 00
		1990	BI	4,500 00
		1991	BI	8,800 00
		1992	BI	7,850 00
		1993	BI	7,400 00
		1994	BI	16,534 00
		1995	BI	5,000 00
		1996	BI	5,000 00
		1997	BI	33,079 00
		1998	BI	10,000 00
<b>Media</b>			BI	9,921 30
<b>Variancia Muestral</b>			BI	74,844,646 01
<b>Desviación Estandar</b>			BI	8,653 59

<b>Terciario:</b>	<b>Bancario y</b>	<b>1990</b>	<b>BI</b>	<b>6,000 00</b>
	<b>Financiero</b>	<b>1991</b>	<b>BI</b>	<b>25,850 00</b>
		<b>1992</b>	<b>BI</b>	<b>84,000 00</b>
		<b>1993</b>	<b>BI</b>	<b>108,502 00</b>
		<b>1994</b>	<b>BI</b>	<b>104,322 00</b>
		<b>1995</b>	<b>BI</b>	<b>91,422 00</b>
		<b>1996</b>	<b>BI</b>	<b>99,061 00</b>
		<b>1997</b>	<b>BI</b>	<b>181,563 00</b>
		<b>1998</b>	<b>BI</b>	<b>197,163 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>99,764 78</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>3,427,591,507 28</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>58,545 64</b>
	<b>Bienes</b>	<b>1990</b>	<b>BI</b>	<b>14,802 00</b>
	<b>Raíces</b>	<b>1991</b>	<b>BI</b>	<b>54 00</b>
		<b>1992</b>	<b>BI</b>	<b>4,520 00</b>
		<b>1993</b>	<b>BI</b>	<b>16,648 00</b>
		<b>1994</b>	<b>BI</b>	<b>4,295 00</b>
		<b>1995</b>	<b>BI</b>	<b>8,921 00</b>
		<b>1997</b>	<b>BI</b>	<b>3,975 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>7,602 14</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>32,281,754 69</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>5,681 70</b>
	<b>Transporte</b>	<b>1995</b>	<b>BI</b>	<b>3,500 00</b>
		<b>1996</b>	<b>BI</b>	<b>6,000 00</b>
		<b>1997</b>	<b>BI</b>	<b>10,000 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>6,500 00</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>7,166,666 67</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>2,677 06</b>
	<b>Servicios</b>	<b>1990</b>	<b>BI</b>	<b>836 00</b>
	<b>Públicos</b>	<b>1991</b>	<b>BI</b>	<b>650 00</b>
		<b>1992</b>	<b>BI</b>	<b>4,750 00</b>
		<b>1995</b>	<b>BI</b>	<b>1,490 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>1,931 50</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>2,745,306 75</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>1,656 90</b>

<b>Terciario:</b>	<b>Comercial</b>	<b>1990</b>	<b>BI</b>	<b>635 00</b>
		1991	BI	3,000 00
		1992	BI	13,500 00
		1993	BI	10,450 00
		1994	BI	23,101 00
		1995	BI	5,689 00
		1996	BI	7,978 00
		1997	BI	36,776 00
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>12,641 13</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>125,576,872 11</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>11,206 11</b>
	<b>Inmobiliario</b>	<b>1996</b>	<b>BI</b>	<b>21,454 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>21,454 00</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>
	<b>Comunicaciones</b>	<b>1997</b>	<b>BI</b>	<b>538 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>538 00</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>
	<b>Enseñanza</b>	<b>1998</b>	<b>BI</b>	<b>426 00</b>
<b>Media</b>			<b>BI</b>	<b>426 00</b>
<b>Variancia Muestral</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>
<b>Desviación Estandar</b>			<b>BI</b>	<b>-</b>

Fuente Cuadro realizado por el autor de la investigación en base a datos del Ministerio de Comercio e Industrias, Dirección Ejecutiva de Valores

## F. PROPUESTA HACIA EL ANALISIS DE PARAMETROS ECONOMICOS Y FINANCIEROS PARA AUTORIZAR LA EMISION DE TITULOS VALORES.

Para tomar decisiones racionales que concuerden con los objetivos de una empresa, o los intereses de proveedores de capital externos (inversionistas) es necesario llevar a cabo el análisis de los estados financieros

Todo tipo de análisis varía de acuerdo con los intereses específicos de cada parte involucrada. Una parte son los acreedores comerciales (proveedores a quienes se les debe dinero por bienes y servicios) los cuales estarían interesados en primer lugar en la liquidez de la empresa que está siendo analizada. Sus derechos son a corto plazo y la capacidad de la empresa para pagar estos derechos se puede juzgar mejor mediante el análisis de su liquidez. Otros serían, los derechos de los tenedores de bonos que son a largo plazo y, por ende, están interesados en la capacidad de flujo de efectivo de la empresa para cumplir con la deuda a través de un largo periodo. El tenedor de bonos puede evaluar esta capacidad mediante el análisis de la estructura de capital de la empresa, a lo largo del tiempo y las proyecciones de la futura rentabilidad. Estos casos mencionados han involucrado a proveedores de capital, viendo la perspectiva desde el punto externo. También, se necesita evaluar a nivel interno, donde la administración utiliza el análisis financiero con el propósito de establecer un control y de proporcionarle a los proveedores de capital lo que buscan en la condición financiera y en el desempeño de la empresa.

Nuestro objetivo primordial cuando invertimos es **maximizar nuestro capital** y para eso se deben seguir varios parámetros y poder lograr una eficiencia en nuestro análisis

- 1 Manejo y uso de información
- 2 La valuación de los activos
- 3 Analizar la cobertura al riesgo
- 4 Determinar la eficiencia o rendimiento

Manejo y uso de información requiere del mejor uso de la información disponible para la asignación de recursos y maximización de utilidades

Valuación de activos está asociada con la capacidad de los valores comerciables a convertirse en equivalentes de efectivo

Análisis de la cobertura al riesgo se debe verificar como se financia la compañía y cuales son sus expectativa futuras de financiamiento

Determinar la eficiencia o rendimiento se define a través de la maximización de utilidades. Esto requiere de la asignación eficiente de recursos, la evaluación, manejo y cobertura adecuada de riesgos

Después de considerar estos parámetros, nuestro interés es utilizar nuevas funciones de evaluación y diagnóstico orientadas a identificar, mediante el uso de un conjunto de indicadores de alerta, la eficiencia financiera de nuestras inversiones

La evaluación de eficiencia financiera puede realizarse con base a los indicadores asociados con el análisis de **razones financieras**. Estas relaciona entre sí dos elementos de la información financiera al dividir una cantidad entre la otra.

### ***Importancia de las razones financieras***

1. ¿ Por qué utilizar una razón?
2. ¿ Por qué no simplemente mirar los números en si ?

Se deben utilizar para evaluar la condición y desempeño financiero de una empresa.

Las razones financieras nos proporcionan, en esencia, dos aspectos:

- a. La primera resume algún aspecto de la "condición financiera" de la empresa en un punto en el tiempo (el momento en el que ha sido preparado el balance general.)
- b. La segunda resume algún aspecto del desempeño de la empresa durante un período, normalmente un año.

Las razones también se calculan, porque de esta manera obtenemos una comparación que puede ser más útil que los propios números.

Ejemplo si vemos que una empresa refleja una utilidad neta de \$ 2 millones, esto parece ser rentable. Pero, si de esos \$ 2 millones se identifica que el 80% esta financiado a corto plazo o está invertido en activos totales, nuestra

inversión ya no tendría rendimiento, y además proporciona mayor riesgo que depositario en un banco

### ***Participación en el Proyecto de Ley –Decreto No. 1 de 8 de julio 1999***

A pesar de que la Comisión Nacional de Valores tiene como fundamento fomentar y proporcionar las condiciones para el desarrollo del mercado de valores, y además ha establecido normas para que se auditen los estados financieros en cuanto a la forma y contenido, no existe la obligatoriedad de adjuntar el listado de las razones financieras dentro de sus notas a los estados financieros

Esta información sería de gran utilidad para los inversionistas ya que se tendría la posibilidad de llegar a juicios razonables sin utilizar ningún tipo de intermediario. Incluso, la Comisión Nacional de Valores abre el compás hacia nuevos mercados permitiendo la adopción de principios de contabilidad dictadas por organizaciones nacionales e internacionales, pero no así la presentación de parámetros de evaluación y rendimiento

### ***Propuesta hacia el análisis de parámetros económicos y financieros para la emisión de títulos valores***

Como hemos expresado en párrafos anteriores hemos definido lo que son razones financieras y su importancia, también la importancia de la obligatoriedad de mostrar este tipo de parámetros de evaluación para los entes involucrados y el desarrollo de un mercado más informativo. Por eso presentamos una serie de ideas para adoptar estas herramientas para emitir un diagnóstico y calificar las compañías evaluadas. Este análisis consiste en los siguientes puntos

- 1 Con la adopción de estas variables de análisis, se espera identificar situaciones de irregularidad financiera, de liquidez y solvencia
- 2 Establecer el efecto del nivel de endeudamiento de las empresas, y el efecto del riesgo potencial para los inversionistas
- 3 Se desea generar recomendaciones específicas para rehabilitar instituciones con problemas potenciales, o para intervenir y eventualmente liquidar instituciones con problemas de estabilidad financiera
- 4 Otra expectativa como evitar grandes estafas
- 5 Establecer comparaciones internas es decir compara una razón financiera actual con razones anteriores y las que se esperan en el futuro para la misma empresa. Aquí se puede estudiar la composición del cambio y determinar si ha habido una alguna mejoría o deterioro en la situación financiera y el desempeño de la empresa con el transcurso del tiempo
- 6 Establecer comparaciones internas y fuentes de las razones de las industrias. Comparar las razones de la empresa con empresas similares o con promedios de la industria en el mismo momento en el tiempo. Nos ayudará a conocer la situación financiera relativa y el desempeño de la empresa además de identificar cualquier desviación significativa de algún promedio aplicable de la industria

#### ***Importancia de la propuesta***

- 1 Brindar al público una mejor visión del desempeño, eficiencia y rentabilidad de la empresa

2 Si todas las empresas presentan sus índices, por medio de las razones financieras, se podría obtener el Índice de la Industria en cada sector económico

### ***Quiénes se benefician***

Público inversionista

Para los inversionistas una alta rentabilidad en la empresa debería estar asociada con la capacidad de garantizar el pago de un rendimiento sobre los recursos captados, o de compensar al cliente con una mejor calidad y rapidez en el servicio. Pero los rendimientos y la calidad del servicio no son las únicas variables relevantes para la toma de decisiones de inversión. A éstas hay que añadir consideraciones sobre la confiabilidad de la empresa, medida como su capacidad de enfrentar los riesgos implícitos en sus operaciones.

## G. INDICE BURSATIL SOBRE LA EFICIENCIA FINANCIERA PARA LA EMISION DE TITULOS VALORES.

### *Comparación de compañías en el Sector Secundario*

Fue muy difícil encontrar un índice con un promedio de razones financieras, que evaluará la eficiencia de las compañías analizadas, ya que por medio de nuestra investigación de campo y de acuerdo a consultas emitidas a bancos privados y a la misma Bolsa de Valores de Panamá, se nos informó que no existía ningún tipo de documento oficial ni no oficial que mantuviera esa información. Todas las respuestas fueron que los análisis se emitían en forma empírica.

Para este efecto hemos confeccionado cuadros comparativos (CUADROS XXIX y XXX) que muestran el índice promedio del sector secundario y terciario, basados en el total de los promedios de cada compañía por sector económico.

Para medir el comportamiento de nuestras empresas, y el de empresas internacionales (información basada en la página Hoover's Online, Bolsa de Valores de Panamá) se emitieron los Cuadros XXXI hasta XXXIV. Aquí nos dice que la compañía Cemex, durante 1995 a 1997, refleja un promedio en su razón de Circulante de \$ 5.59, es decir, que por cada \$ 1.00 de pasivo circulante la compañía posee \$ 5.59 para cubrirlo con sus activos de mayor liquidez.

La compañía Concreto, S. A. indica un promedio en su razón de activo circulante, con los mismos años que se utilizaron para evaluar la compañía extranjera, de \$ 3.99. Ambas razones de circulante se encuentran por

encima del promedio de la industria de \$1 56. Aunque las comparaciones con el promedio de la industria no siempre revelan la solidez o debilidad financiera, tienen significado para identificar las empresas que se parten de esta media.

La razón de Deuda total a Activos totales sirve para un propósito similar al de la razón de capital contable. Exalta la importancia relativa del financiamiento por deuda para la empresa al mostrar el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan por medio del financiamiento con deuda. En **Cemex, S. A.** el 20% de los activos de la empresa están financiados con deuda, mientras que en **Concreto, S. A.** el 42%. Comparando con el índice de la industria observamos que las compañías panameñas tienen un alto grado de endeudamiento en sus activos, ya que nos indica que solo el 30% está financiado por los accionistas y por lo tanto, menor es el colchón de protección proporcionado a los acreedores de la empresa. Entre más alta sea la razón de deuda a activos totales, mayor riesgo financiero, entre más baja sea esta razón, de menor magnitud será el riesgo financiero. En este renglón, la compañía internacional **Cemex, S. A.** se encuentra en mejor posición para hacer frente a un imprevisto donde tenga la necesidad de vender sus activos, debido a que sus activos se encuentran menos comprometidos.

El margen de utilidad bruta promedio de **Cemex, S. A.** señala un 28% de utilidad de la empresa en relación con las ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas. Aquí se señala la eficiencia de deducir de las operaciones y también cómo han sido fijados los precios de los productos. El margen de utilidad bruta de **Cemex, S. A.** está por encima de la mediana de la industria de 23%, mientras que nuestra compañía

**Concreto, S. A.** tiene un índice muy por debajo, lo cual indica que **Cemex** es relativamente más eficiente para producir y vender productos por arriba del costo

#### *Comparación de compañías en el Sector Terciano*

Presentamos dos compañías, una extranjera y la otra nacional, de transporte aéreo, destacadas dentro del Sector Terciario. La información de la compañía extranjera se obtuvo de la página Hoover's Online, Bolsa de Valores de Panamá. Para esta presentación se emitieron los Cuadros XXXI y XXXII. La presentación de la compañía **American Airlines** sólo muestra el año 1999 y su detalle lo emite en forma de trimestre, con una razón de circulante de \$0.75. Por el contrario, la compañía **Pacific Airlines** presenta una razón de liquidez de 1994 a 1996 un promedio de \$ 1.28 durante los tres años. Se hace difícil comparar una compañía con otra ya que son años distintos, y se presenta un sesgo inminente en la relación comparativa. Por lo tanto, solo podemos mencionar ideas generales en comparación con el índice bursátil del sector terciario.

**Pacific Airlines** muestra una razón promedio de liquidez por debajo del promedio de la industria, a pesar de ello, cuenta con \$ 1.28, en caso de que los acreedores decidan exigir el pago de su compromiso, la empresa podría hacer frente con sus activos de mayor liquidez. Por regla general, esta razón debe ser mayor a 1, podemos decir que nuestra compañía se encuentra dentro de estos parámetros.

No podemos efectuar una comparación equitativa por la diferencia de años, pero si podemos notar que en el transcurso de los tres años **Pacific Airlines** muestra una razón de apalancamiento de 66% esto significa que sus

activos están siendo financiados por sus acreedores. Aunado a esto, su margen bruto de utilidad es negativo por lo que las ventas no cubren el costo o bien el costo de las ventas es superior a su margen de ventas.

Se nos hizo difícil obtener estados financieros de compañías extranjeras, pero gracias al asesoramiento de funcionario de la Bolsa de Valores, se pudo obtener, el Estado Financiero de **American Airlines**.

Este estado nos indica que durante 1999, American Airlines, mantiene una razón de liquidez de \$ 0.75, es decir la empresa en ese año se le dificulta hacer frente a sus pasivos líquidos. Más aún comparando con el nivel de la industria, éste se encuentra un 50% por debajo del índice de la industria, esto nos hace realizar estimaciones debido a que no tenemos otros años para comparar empresas a fines, y emitir hipótesis.

Podemos especular que el índice de la industria panameña tenga empresas con una liquidez excesiva y que la empresa que se está examinando sea sólida a pesar, de tener una razón inferior a la industria. Pero también se encuentra el Capital Neto de Trabajo con signo negativo, mostrando que los pasivos circulantes son mayores que los activos circulantes. En definitiva la empresa se sostiene mediante el financiamiento de sus acreedores, es decir que de no mejorar su estrategia de venta o política de cobros, la empresa podría ser apropiada por sus acreedores.

Esto es sólo el panorama para 1999, ya que no tenemos información anterior, y puede darse la situación de una tendencia de crecimiento en años anteriores y que en ese año específicamente se hubiese dado un cambio de política en la empresa u otros factores externos a la actividad de la empresa.

Por último podemos destacar que el índice bursátil de nuestras compañías panameñas en el sector terciario, es bastante alto, indicando que las compañías son bastante líquidas y con su administración pueden hacer frente a los pasivos circulantes. Además existe una participación activa en este tipo de instrumento financiero por parte de dichas empresas.

## **CONCLUSIONES**

1. Uno de los parámetros básicos de la Bolsa de Valores es canalizar el ahorro hacia la inversión. A través de las bolsas los empresarios pueden obtener liquidez para realizar futuras inversiones y de esta manera mejorar la calidad de los servicios o productos que ofrezcan al público, beneficios que pueden lograr sin la necesidad de recurrir al crédito bancario.
2. Dentro de los objetivos de la Comisión Nacional de Valores tenemos como objeto primordial el desarrollo de un mercado de valores sano, vigoroso y transparente, sin embargo, vale la pena establecer que la Comisión, en el cumplimiento de su fin, establezca un equilibrio para ser estricto y a la vez flexible en la aplicación de multas, que desincentivan a inscribirse a las empresas tanto en la Comisión como en la Bolsa de Valores.
3. Como parte de las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo a la nueva ley, la Comisión puede 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 GAAP (principios de contabilidad generalmente aceptados por los Estados Unidos) que se deban usar en la preparación de éstos.

4. Podemos señalar que la Comisión Nacional de Valores esta facultada para establecer un capital mínimo necesario para las casas de valores en función de las obligaciones que contraigan las mismas, lo cual brinda mayor seguridad a los inversores
5. El Mercado de Valores permite la emisión, colocación, distribución e intermediación de los títulos valores. Dicho mercado es el más importante del Sistema Financiero ya que provee fondos de corto, mediano y largo plazo
6. Queremos enfatizar que la ventaja más notoria de invertir en un Mercado de Valores es la posibilidad de diversificarse, es decir, poder invertir en distintas empresas y en distintos instrumentos de inversión, que nos da la facilidad de equilibrar factores importantes como riesgo y retorno de inversiones
7. La persona que puede asesorar para la compra y venta de títulos valores y está autorizada para darle al público el servicio de asesoría y además de trámite de transacciones en la Bolsa de Valores de Panamá, es el Corredor de Valores
8. Podemos denominar a la eficiencia interna de los títulos como la que permite que las transacciones con valores puedan ser llevadas a cabo con rapidez y a costos razonables y permite que los valores puedan ser

mercadeados inmediatamente o que exista un mercado continuo de los valores

9. Para tomar decisiones racionales que concuerden con los objetivos de la empresa, el administrador financiero debe tener herramientas de análisis como información del balance general y del estado de resultados
10. Consideramos que para determinar las necesidades de financiamiento de la empresa es necesario ciertos analizar los siguientes aspectos las necesidades de fondos de la empresa, situación financiera y la rentabilidad de la empresa, y por último riesgo de negocios de la empresa
11. Para evaluar la condición y el desempeño financiero de una empresa, el analista financiero necesita verificar diversos aspectos de la salud financiera de una empresa. Una de las herramientas para realizar estas verificaciones es la razón financiera
12. La razón financiera es un índice que relaciona dos números contables y se obtiene al dividir un número entre el otro
13. Concluimos que la adopción de las razones financieras permiten establecer parámetros de evaluación y diagnóstico. Mediante este diagnóstico se pretende supervisar la solidez y seguridad de los inversionistas. Como complemento se persigue que estas funciones de evaluación sean indicadores de alerta, para instituciones en problemas,

las cuales pueden ser rehabilitadas utilizando métodos preventivos y poder lograr márgenes de rentabilidad

## **RECOMENDACIONES**

- 1 Que la Comisión Nacional de Valores como ente que fortalece y fomenta el desarrollo del mercado de Valores de Panamá, solicite la presentación de estados financieros auditados con firmas competentes e **independientes**
- 2 Confeccionar cuadros estadísticos que reflejen la incidencia de títulos valores en los sectores económicos y su incidencia en la economía nacional
- 3 Establecer empresas calificadoras de riesgo independientes que puedan reflejar la situación financiera y el desempeño de las empresas. Por tener más de 25 años de vida nuestra actividad bursátil, se hace imperante la implementación de un sistema de evaluación de riesgo como método de garantía para el inversionista
- 4 Elaborar índices bursátiles en cada sector económico que nos ayude a identificar cualquier desviación significativa de algún promedio con respecto a la industria

- 5 Que la Comisión Nacional de Valores coordine un departamento financiero que realice un análisis de alto nivel y así determinar si las empresas clasifican como ente sujeto de crédito
- 6 Como complemento de las razones financieras desarrollar una técnica de Bench Marking , en las áreas de evaluación, rentabilidad, riesgo, comparando empresas de igual tamaño, para valorar el status dentro de la competencia, la industria y no bajo antecedentes empíricos
- 7 Sanear y actualizar anualmente la existencia de compañías, por medio de una base de datos, y clasificar el estándar de vida comercial de las empresas por actividad económica, monto, y que han fenecido o clausurado
- 8 Crear mecanismos educativos y de divulgación a través de los medios de comunicación que expresen los aspectos relevantes de la nueva ley en todo su contenido
- 9 Mejorar la organización de archivos de los Estados Financieros para que sean de dominio público y además publicarlo como medio informativo

como los que utilizan los bancos, ejemplo Estado de Situación, Estado de Resultados y Estado de Flujo de Efectivo

- 10 La Bolsa de Valores junto con los corredores deben organizarse para que el inversionista potencial lea completo el prospecto antes de invertir
- 11 Emitir suficientes prospectos para que el inversionista este anente tanto del mercado primario como del secundario
- 12 La Bolsa de Valores no debe enfocarse hacia un tipo determinado de valores, ya que el broker debe ser independiente y aislado, y no inducir a invertir a un tipo determinado de empresas
- 13 De acuerdo con la nueva Ley, la Bolsa de Valores debe recomendar en el sistema bancario la inversión en títulos –valores con garantía prendaria estableciendo las reglamentaciones debidas en la venta de títulos
- 14 La Bolsa debe crear un sistema en la cual los pequeños inversionistas tengan acceso a comprar títulos de determinada empresa y no ser afectado por la compra en bloque de instituciones grandes especialmente

en los casos de títulos como bonos con garantía hipotecaria y con alto rendimiento

- 15 La Bolsa debe reforzar el sistema bursátil junto con Latinclear, con el sistema bancario, con los medios computarizados, para poder efectuar pagos, transferencias, y todas las transacciones, y así cumplir con la Bolsa de Valores
- 16 La Comisión Nacional de Valores debe a) restringir empresas con problemas b) debe promover un Código de Ética para promotores y agentes de ventas en una presentación objetiva de los títulos valores
- 17 De acuerdo con la Ley, la Comisión Nacional de Valores debe penalizar fuertemente a empresas ó personas que hacen uso de información confidencial para provecho personal
- 18 En la solicitud de bonos, asumiendo que los emisores sean sujeto de crédito a mediano plazo, la Comisión Nacional de Valores puede recomendar la inclusión de cláusulas positivas y negativas que se incorporen dentro de las condiciones del bono

- 19 Coordinación institucional con la Super Intendencia Bancaria
- 20 La Comisión Nacional debe uniformar, supervisar, la integración de la Bolsa de Valores con Bolcen y Latin Clear
- 21 La Comisión Nacional de Valores como medida futurista debe tomar la medida de seguridad en materia de informática de la perspectivas futura de las inversiones on line
- 22 La Comisión Nacional de Valores debe reinstalar la emisión de bonos nuevos con proyecciones, asunciones y su respectivo plan estratégico
- 23 La Nueva Ley de valores establece la perspectiva futura de que los inversionistas panameños inviertan en títulos que se llaman derivados que incluye opciones de compra, opciones futuras y otros títulos. La función de la CNV, indistintamente si las transacciones se hacen en la Bolsa de Valores de Panamá o las empresas que tienen conecciones internacionales captan los fondos en Panamá y lo invierten en el exterior, la CNV debe supervisar detalladamente la información que se le ofrece al inversionista en cuanto al riesgo potencial y no solamente la supuesta ganancia

- 24 La Comisión Nacional de Valores debe conseguir mayor información e intercambiar con los otros entes regulatorios de valores cuando se trata de tema común
- 25 La Comisión Nacional de Valores debe cumplir con la norma 34 del Sistema Bancario de conoce a tu cliente
- 26 El gobierno panameño conjuntamente con la BVP y la CNV y cualquier otro ente debe reglamentar el uso de la publicidad masiva ya sea via prensa o internet en la cual los anuncios no se presenten en forma amañada. En Panamá casos sonados como Providence, Estrella Mar, Mark Harris y Asociados donde se ha estafado a miles de inversionistas panameños y extranjeros, nuestra legislación se ha encontrado en un limbo jurídico donde no se reglamenta el uso de la publicidad masiva que induce a inversionistas grandes y pequeños que pueden estar estafándolos

## **BIBLIOGRAFIA**

## Libros

GUAJARDO, Gerardo Contabilidad Financiera 1997 Mc Graw-Hill Interamericana de México, S A de C V México

GUALTIERI, Giuseppe Titulos Circulatorios

GUTIÉRREZ MARULANDA, Luis Fernando, Finanzas Prácticas para Países en Desarrollo. 1997, Grupo Editorial Norma, Colombia

INFANTE VILLAREAL, Arturo, Evaluación Financiera de Proyectos de Inversión, 1998, Grupo Editorial Norma, Colombia

MARTÍNEZ NEIRA, Néstor H Intervención del Estado en el mercado de valores ( De la Comisión Nacional de Valores) 1996 Editorial Temis, S A Bogotá, Colombia

ROSSETTI, José Pascual, 1996, Introducción a la Economía, Enfoque Latinoamericano, Harla, México

VAN HORNE, James, 1994, Fundamentos de Administración Financiera, Mc Graw-Hill Interamericana, México

## Trabajos de Graduación

ALEMÁN, Ileana La Bolsa de Valores de Panamá y el Control Interno de las Inversiones Bursátiles 1997 Universidad de Panamá Trabajo de Graduación para optar por el título de Lic. En Contabilidad

BROWN VILLALOBOS, Irlena La Bolsa de Valores en Panamá 1993  
Universidad de Panamá Trabajo de graduación para optar por el título de Lic  
En Derecho y Ciencias Políticas

FEOLI GONZÁLES, Romano Francisco La Actividad de las Sociedades  
Anónimas en el Mercado de Valores de Panamá 1997 Universidad de Panamá  
Trabajo de graduación para optar por el título de Lic. En Derecho y Ciencias  
Políticas

NUÑEZ G , Zamira y WYNTER K , Lilibeth Impacto Económico del Mercado de  
Valores e Incidencia de la Bolsa de Valores de Panamá, S A en la Economía  
Nacional, Periodo 1981-1990 1997 Universidad de Panamá Trabajo de  
Graduación para optar por el título de Licenciadas en Economía

## Diccionarios

DE GARMENDIA Y MIANGOLARRA, Ignacio Diccionario de Bolsa Segunda  
Edición 1970 Madrid, España

DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO BÁSICO 1973 Barcelona, España Plaza &  
Janes, S A Editores

## Documentos Oficiales

CONTRALORIA GENERAL DE LA REPÚBLICA, Dirección de Estadística y Censo, Cuadro 342-04 Producto Interno Bruto a Precios de Mercado, según Categoría de Actividad Económica, a precios corrientes Años 1987-97

CONTRALORIA GENERAL DE LA REPÚBLICA, Dirección de Estadística y Censo, Cuadro 344-04 Monto de las Ofertas Autorizadas y Venta de Valores realizadas en Panamá por empresas de Ofertas Públicas, registradas en la Comisión Nacional de Valores, por tipo de Instrumento, según sector Años 1987-97

## Folletos y Publicaciones

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ S. A. Publicación ¿Qué es la Bolsa de Valores de Panamá? 1997

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES XXV Aniversario de la Comisión Nacional de Valores República de Panamá 1996

## **Leyes, Decretos, y Decretos-Leyes**

Código de Comercio- Panamá

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" G O No 16,652 de 22 de julio de 1970

Decreto Ley No 1 de 8 de julio de 1999, "por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores en la República de Panamá"

## **Internet**

### **Bolsa de Valores de Panamá**

*[www.bolcen.org.sv/html/home\\_page\\_bvp.html](http://www.bolcen.org.sv/html/home_page_bvp.html)*

### **Asociación Bancaria de Panamá**

*[www.asociacionbancaria.com/espanol/centro](http://www.asociacionbancaria.com/espanol/centro)*

### **Lainworld: Panamá- Economía**

*[www.latinworld.com/centro/panama/economy/index.html](http://www.latinworld.com/centro/panama/economy/index.html)*

### **Bolcen**

*[http://www.bolcen.org.sv/html/home\\_page\\_acerca\\_bolcen.html](http://www.bolcen.org.sv/html/home_page_acerca_bolcen.html)*

### **La Prensa**

*<http://www.prensa.com/biblioteca/contenido/1999/07/2/140059.html>*

**Stock Market - PANAMA / INTERTRADE PANAMA**

[www.intertrade.com.pa/stockmarket.htm](http://www.intertrade.com.pa/stockmarket.htm)

**El gran engaño del mercado de valores de Panamá**

[www.atha.com/eivc9990.htm](http://www.atha.com/eivc9990.htm)

**ANEXO NO. 1**  
**CUADROS DE RAZONES FINANCIERAS**

## CUADRO VI: Agropecuaria de Tucumen, S. A. Y Compañías Afiliadas

Razones Financieras		AÑOS				PROMEDIO
		1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>						
Razon de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	2.39	1.74	2.56	0 \$	2.23
Razon de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	2.39	1.74	2.54	0.00 \$	2.22
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	1,249,268	1,552,142	1,538,068	0 \$	1,446,492.67
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	2.73	3.91	2.82	0.00 \$	3.15
Razon de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	75%	77%	70%	0%	74%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto / Gasto por interés	2.56	2.45	1.19	0	2.07
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	1.50	.67	.65	0	.94
Rotación de Inventario en días	360/Rotacion de Inventario	2.4	5.4	5.5	0.0	4.43
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360		0.2	0.03	0.00	0.08
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.32	0.23	0.30	0.00 \$	0.28
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	0.94	0.77	0.78	0.00	0.89
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	32%	40%	28%	0	33%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	21%	22%	3%	0	15%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	7%	5%	1%	0	4%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	25%	26%	4%	0	18%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO VII: Azucarera Nacional

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	5.72	6.75	8.20	\$ 6.89
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	3.75	4.83	5.71	\$ 4.70
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	45,550,927	49,010,845	57,236,274	\$ 50,932,682.00
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	0.44	0.39	0.38	\$ 0.40
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	19%	18%	15%	17%
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	404.49	360.00	418.60	394 Días
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	17.94	45.68	34.60	33
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	0.34	0.35	0.31	\$ 0.33
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.57	0.61	0.51	0.56
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo				
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	35%	39%	41%	38%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	33%	36%	37%	35%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	11%	13%	12%	12%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	26%	31%	31%	29%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO VIII: Ganadera de Coclé

Razones Financieras		AÑOS				PROMEDIO
		1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidéz</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.53	0.53	1.04	0.00	\$ 0.70
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.04	0.12	0.26	0.00	\$ 0.14
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(1,267,401)	(1,419,266)	(72,469)	0	-\$ 919,712
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	0.92	1.02	1.23	0.00	\$ 1.06
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	58%	61%	66%	0%	62%
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	1.33	1.43	1.39	0.00	1.38
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	271	252	269	0	260.67
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	8.87	49.73	76.42	0.00	45.27
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.36	0.37	0.37	0.00	\$ 0.37
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	1.35	1.33	28.24	0.00	10.31
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	(2.9%)	4.60%	(0.09%)	0	0.54%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(0.5%)	0.80%	(3.8%)	0	-1.17%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(0.2%)	0.30%	(1.4%)	0	-0.43%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(0.3%)	0.50%	(2.6%)	0	-0.80%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO IX :Minamerica Corporation y Subsidiarias

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.36	0.04	0.00	0.14
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante				
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(864,221)	(3,077,760)	(3,847,515)	\$(2,596,501.67)
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	0.26	0.27	0.47	0.34
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	21%	12%	19%	17%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés			(977.21)	(325.74)
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario				
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario				
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	123.4			41
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.11	0.08	0.09	0.09
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	(1.44)	(0.72)	(0.74)	(0.97)
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	56%	51%	42%	50%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	47%	138%	42%	76%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	5%	11%	4%	7%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	7%	25%	10%	14%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO X :Forestal Llano Grande, S. A.

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante		0 07	0 06	\$ 0 04
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante		(23,298)	(22,215)	(\$15171)
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	0 08	0 22	0 22	\$ 0 17
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	6%	19%	19%	15%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	(\$ 42)	(\$ 61)	(0 09)	(4 04)
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario				
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario				
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360				
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0 01	0 02	0 02	\$ 0 01
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo		(0 41)	(0 56)	(0 32)
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	(1 99)	(1 79)	79	-99 87%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(2 36)	(3 64)	(1 22)	-240 87%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(0 02)	(0 05)	(0 02)	-3 00%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(0 02)	(0 07)	(0 03)	-4 00%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XI :Forestal Monte Bello

Razones Financieras		ANOS				PROMEDIO
		1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.86	1.04	0.35	0.00	\$ 0.75
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.38	0.92	0.03	0.00	\$ 0.44
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	257039	148621	-2008697	0	-\$ 533.679
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	9.24	47.04	8.33	0.00	\$ 21.54
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	83%	86%	86%	0%	88%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gaplo por interés			1.31	0.00	0.44
<b>Actividad</b>						
Rotación de inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	0.9	0.05	0.02	0	0.32
Rotación de inventario en días	360/Rotación de Inventario	400	7200.00	18000.00	0.00	8533.33
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	25	181			88.67
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.31	0.009	0.002		\$ 0.11
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	1.06	0.25	-0.005	0.00	0.44
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	-7%	38%	-84%	0%	-18%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	-35%	-6%	664%	0%	208%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	-11%	-0.06%	1.64%	0.00%	-3.14%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	-123%	-3%	16%	0%	-38.67%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XII: Cia. Azucarera La Estrella

Razones Financieras		AÑOS					PROMEDIO
		1993	1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>							
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0	2.63	3.24	2.02	0.00	\$ 2.60
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	0	0.64	0.90	0.50	0.00	\$ 0.68
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	0	17,783,889	20,803,282	14,784,355	0	\$ 17,783,835.33
<b>Apalancamiento</b>							
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	0	1.33	1.42	1.66	0.00	\$ 1.47
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	0	40%	40%	44%	0	41%
<b>Actividad</b>							
Rotación de inventario	Costo de lo Vendido/inventario	0	1.13	0.42	0.99	0.00	0.85
Rotación de inventario en días	360/Rotación de inventario	0	318.58	857	363	0.00	513
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	0	46	241.00	88.00	0.00	129.00
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0	0.82	0.18	0.37	0.00	\$ 0.45
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	0	1.53	0.53	1.79	0.00	1.28
<b>Rentabilidad</b>							
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	0%	18%	18%	18%	0%	17%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	0%	13%	11%	14%	0%	13%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	0%	6%	2%	5%	0%	4%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital acciones	0%	19%	6%	20%	0%	15%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

### CUADRO XIII: Aserradero El Tecal

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1995	1998	1997	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.44	0.48	2.77	\$ 1.22
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.19	0.007	0.35	\$ 0.18
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(\$ 71,764)	(\$ 100,302)	(\$ 75,359)	(\$ 31,902.3)
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	1.27	1.58	0.14	\$ 0.99
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	0.58	0.85	0.13	45%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	(3.45)	(3.68)	(10.01)	(5.71)
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	0.02	0.18	0.17	0.12
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	18000	2000	2118	7373
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	9.00	16.14	83	36
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.008	0.08	0.06	0.04
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	0.03	0.18	0.25	0.02
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	(86%)	(11%)	(9%)	(21%)
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(407%)	(57%)	(58%)	(174%)
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(3%)	(3%)	(3%)	(3%)
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(7%)	(8%)	(3%)	(6%)

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores.

### CUADRO XIV: Agrofut

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.74	1.08	1.11	\$ 0.98
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.65	0.970	1.02	\$ 0.98
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(\$ 904,676)	(\$ 265,810)	(\$ 329,064.72)	(\$ 103,267.09)
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	58.00	76.00	14.00	\$ 49.00
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	64%	98%	110%	101%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	3.28	0.61	(0.74)	1.05
<b>Actividad</b>					
Rotación de inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	10.00	10.64	4.08	8.23
Rotación de inventario en días	360/Rotación de inventario	36	34	89	53
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	158.00	208.00	768	385
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.880	0.75	0.21	0.61
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	(3.72)	14.20	2.92	4.47
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	(5%)	(3%)	(9%)	(2.3%)
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(18%)	(3%)	(90%)	(25%)
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(16%)	(3%)	(19%)	(2%)
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(9.72%)	(2%)	(2.39%)	(17.6%)

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

### CUADRO XV: Envases del Istmo

Razones Financieras		AÑOS				PROMEDIO
		1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.48	1.09	1.06	1.18	\$ 1.20
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante					
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	1,942,735	552,894	586,657	1,118,766	\$ 1,050,263.00
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	1.47	1.75	2.36	1.94	\$ 1.88
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	56%	61%	70%	64%	63%
<b>Actividad</b>						
Rotación de inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	2.79	2.68	3.19	4.13	3.19
Rotación de inventario en días	360/Rotación de inventario	129.03	135.33	112.85	87.16	116.09
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	62.78	64.43	162.50	111.33	\$ 100.25
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.79	0.69	0.66	0.75	0.72
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	6.04	20.02	21.48	11.39	14.73
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	23%	2%	10%	11%	11%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	8%	3%	3%	2%	1%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid. despues impuestos/activos totales	7%	2%	2%	1%	1%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	18%	7%	6%	4%	2%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XVI :Sociedad de Alimentos de Primera

Razones Financieras		AÑOS				PROMEDIO
		1994	1995	1996	1997	
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	4 01	2 68	1 52	2 81	\$ 2 78
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	3 41	2 10	1 05	2 33	\$ 2 22
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	2,922,296	2,435,360	1,512,198	5,887,262	\$ 3,189,279 00
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	2 27	4 49	5 91	5 62	\$ 4 57
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	62%	74%	81%	79%	74%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	6 24	4 36	0 79	1 40	3 20
<b>Actividad</b>						
Rotación de inventario	Costo de lo Vendido/inventario	7 38	6 60	4 52	5 03	\$ 88
Rotación de inventario en días	360/Rotación de inventario	48 78	54 54	79 65	71 57	63 63
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	42 47	36 79	29 51	35 75	\$ 36 13
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	1 11	0 80	0 76	0 70	0 84
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	2 37	3 44	6 28	2 15	3 56
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	36%	34%	35%	36%	36%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	10%	4%	1%	3%	4%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	12%	3%	1%	2%	4%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	42%	22%	8%	12%	17%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XVII :Empaques de Colón

Razones Financieras		1994	1995	1996	1997	PROMEDIO
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.91	1.26	1.25	1.45	\$ 1.22
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.45	0.51	0.73	1.01	\$ 0.68
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	\$ 409,448	\$ 920,970	\$ 1,280,134	\$ 1,985,979	\$ 1,149,132.75
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	4.91	4.17	5.18	4.74	\$ 4.75
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	64%	58%	60%	55%	59%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	4.28	3.73	4.63	4.88	4.33
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	4.44	4.59	4.02	4.04	4.27
Rotación de inventario en días	360/Rotación de Inventario	81	78	89	89.00	84.25
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	32.09	10.12	13.74	15.22	17.79
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	1.01	1.25	0.85	0.82	0.98
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	30.34	15.52	9.07	5.63	10.03
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	25%	15%	20%	30%	23%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	12%	3%	8%	6%	7%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	12%	3%	5%	5%	6%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	92%	23%	42%	45%	51%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XVIII :Grupo Agroindustrial, S.A. y Subsidiarias

Razones Financieras		1994	1995	1996	1997	PROMEDIO
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.31	0.88	0.98	1.10	\$ 1.07
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0.68	0.53	0.50	0.59	\$ 0.58
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	\$ 2,170,268	\$ 1,258,375	\$ 131,590	\$ 568,080	\$ 1,032,229.19
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionistas	3.72	4.39	3.83	3.85	\$ 3.97
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	81%	88%	86%	85%	85%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	(2.89)	(0.90)	(0.19)	(0.44)	(1.11)
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	4.32	5.49	5.23	4.94	5.00
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	83	66	69	73.00	72.8
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	44	57.00	11.00	39.00	\$ 37.75
Rotación de Activo Total	Ventas Tptal/Activo	1.46	1.31	1.27	1.34	1.35
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	12.53	(21.02)	(175.11)	(41.84)	(56.38)
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	30%	19%	18%	23%	23%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	4%	4%	5%	2%	4%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	5%	6%	8%	28%	11%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	25%	28%	29%	12%	24%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XIX: Alfareria S.A.

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1 07	5 57	6 11	B/ 4 25
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0 86	2 24	2 79	B/ 1 98
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	B/ 403,687	B/ 1,211,795	B/ 762,226	B/ 792,613
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	41 41	44 51	48 37	B/ 44 76
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	91%	96%	106%	96%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	(3 25)	(12 48)	(138 17)	(51 3)
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	4 01	3 90	4 86	4 26
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	90	92 00	74 00	85 Días
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	0 84	0 64	0 40	0 63
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	29 42	39 50	47 14	B/ 0 39
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	0 08	0 31	0 32	0 24
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	10%	12%	(0 3%)	7%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(6%)	(7%)	(27%)	(13%)
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(55)	(4%)	(11%)	(7%)
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(228%)	(197%)	(503%)	(309%)

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XX: Arrendadora Latino America

Razones Financieras		1994	1995	1996	PROMEDIO
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.1	1.08	1.13	B/ 1.10
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	1,448,119	1,450,067	2,489,586	B/ 1,795,924.00
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	18.68	19.18	18.31	3/ 18.06
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	91%	91%	89%	90%
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	-	-	-	-
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	-	-	-	-
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	-	-	-	-
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.13	0.13	0.14	B/ 0.13
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	1.42	1.78	1.28	1.49
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	86%	86%	86%	86%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	16%	14%	16%	15%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	2%	1%	2%	2%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	42%	40%	43%	42%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XXI: ACE Holdings, Inc.

Razones Financieras		ANOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.28	0.15	0.33	B/ 0.25
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	-	-	-	-
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(1,195,438)	(844,221)	(1,042,764)	(10,274.74)
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	8.35	4.99	7.80	B/ 7.05
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	89%	83%	92%	88%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	0.98	1.04	0.35	0.79
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	-	-	-	-
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	-	-	-	-
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	934	92	508	511
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.09	0.41	0.22	B/ 0.24
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	(0.15)	(0.59)	(0.35)	(0.36)
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	-	-	-	-
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(0.05%)	0.8%	(19%)	(6.08%)
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(0.05%)	0.3%	(4%)	(1.25%)
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(0.5%)	2%	(35%)	(11.17%)

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XXII: Corporación La Prensa

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.35	1.58	2.28	B/ 1.73
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	1.05	1.13	1.83	B/ 1.34
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	1,270,703	2,486,389	3,235,238	B/ 2,330,776.67
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	4.84	6.55	5.34	B/ 5.58
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	60%	1%	1%	20%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	4.05	3.98	3.45	3.83
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	6.61	10.84	13.41	10.22
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	54.38	33.83	26.87	38.36
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	66.73	63.88	64.38	65.66
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	1.14	0.97	1.11	B/ 1.07
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	10.9	6.19	5.34	7.48
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	16%	17%	15%	16%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	8%	10%	8%	9%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	10%	11%	9%	10%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	65%	90%	67%	74%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

### CUADRO XXIII: Editora Panamá América

Razones Financieras		AÑOS		PROMEDIO
		1996	1997	
<b>Liquidez</b>				
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1.24	1.46	B/ 1.35
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	-	-	-
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	614,195	1,236,688	B/ 925,441.50
<b>Apalancamiento</b>				
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	5.00	6.54	B/ 5.77
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	64%	66%	65%
<b>Cobertura</b>				
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	2.80	2.28	2.59
<b>Actividad</b>				
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	6.78	5.68	8.23
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de inventario	53	63	56 Días
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	94	90	92
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.81	0.71	B/ 0.76
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	15.48	8.59	12.03
<b>Rentabilidad</b>				
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	57%	59%	58%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	10%	9%	9%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	8%	6%	7%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	63%	62%	62%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XXIV: Alquileres Adaptables

Razones Financieras		AÑOS		PROMEDIO
		1996	1997	
<b>Liquidez</b>				
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	0.14	1.39	B/ 0.76
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	-	-	-
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	(17,628,322)	(666,304)	(8,481,009)
<b>Apalancamiento</b>				
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	108.00	112.00	B/ 109.00
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	99%	98%	98%
<b>Cobertura</b>				
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	1.00	1.58	1.29
<b>Actividad</b>				
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	-	-	-
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	-	-	-
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	34.37	46.14	40
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0.48	0.48	B/ 0.48
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	(0.58)	16.57	8
<b>Rentabilidad</b>				
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	-	-	-
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	(0.01%)	(2.79%)	(1.40%)
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	(0.006%)	(1.34%)	(0.67%)
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	(0.67%)	(15.1%)	(7.3%)

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XXV: Maga S.A.

Razones Financieras		AÑOS			PROMEDIO
		1994	1995	1996	
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	1 18	1 16	1 18	B/ 1 17
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	0 51	0 42	0 40	B/ 0 44
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	2,626,734	2,859,541	2,664,670	B/ 2,718,981 67
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	7 91	9 40	6 86	B/ 8 06
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	82%	84%	82%	83%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	0 64	0 10	0 04	0 28
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	2 11	1 95	2 12	2 08
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	171	185	170	175
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	77	75	64	72
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	1 37	1 37	1 52	B/ 1 42
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	10	11	11	11
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	21%	18%	19%	19%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	2%	1%	0%	1%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	3%	1%	0%	1%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	27%	6%	3%	12%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

## CUADRO XXVI :Autofinanzas

Razones Financieras		AÑOS		PROMEDIO
		1996	1997	
<b>Liquidez</b>				
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	3 28	268	B/ 298 00
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /Pasivo Circulante	-	-	-
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	718,734	4,408,291	B/ 2,563,513 00
<b>Apalancamiento</b>				
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	3 00	8 35	B/ 7 11
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	85%	89%	87%
<b>Cobertura</b>				
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés	1 23	1 34	1 28
<b>Actividad</b>				
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	-	-	-
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario	-	-	-
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360	2204	2270	2237
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	0 12	0 07	B/ 0 10
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo	0 17	0 12	0 14
<b>Rentabilidad</b>				
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	-	-	-
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	3%	11%	7%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	0 3%	1%	0 5%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	2%	7%	4 5%

Fuente: Estados Financieros presentados por las Compañías en la Comisión Nacional de Valores

**CUADRO XXVII: Índice Bursátil sobre la eficiencia financiera para la Emisión de Títulos Valores**

**Sector Secundario**

**Años: 1994 - 1997**

Razones Financieras		Índice Promedio
<b>Liquidez</b>		
Razón de Circulante	Activo Circulante/Pasivo Circulante	\$ 1.56
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent / Pasivo Circulante	\$ 1.16
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-Pasivo Circulante	\$ 1,605,224.50
<b>Apalancamiento</b>		
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	\$ 3.79
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	70%
<b>Cobertura</b>		
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto / Gasto por Interés	2.14
<b>Actividad</b>		
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario	4.59
Rotación de Inventario en días	360 / Rotación de Inventario (Días)	84
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar X Ventas x 360	48.00
Rotación de Activo Total	Ventas Total / Activo	\$ 0.97
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas / Capital Neto de Trabajo	-9.53
<b>Rentabilidad</b>		
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	23%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas	4%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales	6%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas	24%

Fuente: Cuadro realizado por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros de la Comisión Nacional de Valores.

CUADRO XXVIII :Indice Bursátil sobre la Eficiencia Financiera para la Emisión de Títulos Valores

Sector Terciario

Años: 1994 - 1996

Razones Financieras		Promedio	
<b>Liquidez</b>			
Razón de Circulante	Activo Circulante/pasivo Circulante	B/	1 70
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /pasivo Circulante	B/	1 25
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-pasivo Circulante	B/	1.525.204 40
<b>Apalancamiento</b>			
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista	B/	16 70
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo		76%
<b>Cobertura</b>			
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de Interés e impuesto Gasto por interés		-9 03
<b>Actividad</b>			
Rotación de Inventano	Costo de lo Vendido/Inventano		5 51
Rotación de Inventano en días	360/Rotación de Inventano		99 Dias
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360		162 41
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo	B/	8 37
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo		3 97
<b>Rentabilidad</b>			
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas		32%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas		1%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales		1%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas		-38%

Fuente: Cuadro realizado por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros de la Comisión Nacional de Valores

CUADRO XXIX ANALISIS COMPARATIVO PARA EVALUAR LA EFICIENCIA EN LA EMISION DE TITULOS VALORES

Sector Secundario  
CEMEX MEXICO, S. A. de C.V.

Indice de  
Cemex

Indice Industrias  
Panameñas

Razones Financieras		1995	1996	1997	Promedio	Promedio
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/pasivo Circulante	6.61	4.50	5.67	B/ 5.59	B/ 1.56
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /pasivo Circulante					B/ 1.16
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-pasivo Circulante	854.5	897.3	1044.7	B/ 932.17	B/ 1,605,224.50
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista					3.79
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	24%	20%	17%	20%	70%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interes e impuesto Gasto por interés					2.14
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario					4.59
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario					84
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360					48.00
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo					B/ 0.97
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo					-9.53
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	3%	55.10%	25.50%	28%	23%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas					4%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales					6%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas					24%

Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros Analizados  
Información financiera de compañía extranjera obtenida de la página Hoover s Onlin/Bolsa de Valores  
de Panamá

CUADRO XXX ANALISIS COMPARATIVO PARA EVALUAR LA EFICIENCIA EN LA EMISION DE TITULOS VALORES

CONCRETO, S. A.

Indice  
Concreto

Indice Industrias  
Panameñas

Razones Financieras		1995	1996	1997	Promedio	Promedio
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/pasivo Circulante	1.75	5.72	4.50	B/ 3.99	B/ 1.56
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /pasivo Circulante					B/ 1.16
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-pasivo Circulante	4275090	4809878	3663647	B/ 4,249,538.33	B/ 1,605,224.50
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista					3.79
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	56%	33%	37%	42%	70%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de interés e impuesto Gasto por interés					2.14
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario					4.59
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario					84
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360					48.00
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo					B/ 0.97
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo					-9.53
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	7.14%	3.99%	4.75%	5.29%	23%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas					4%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid despues impuestos/activos totales					6%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas					24%

Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros Analizados

CUADRO XXXII: ANALISIS COMPARATIVO PARA EVALUAR LA EFICIENCIA EN LA EMISION DE TITULOS VALORES

Sector Terciario

**American Airlines**

Indice Industrias

Panameñas

Razones Financieras				1999	Promedio
<b>Liquidez</b>					
Razón de Circulante	Activo Circulante/pasivo Circulante			0.75	B/ 1.70
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /pasivo Circulante				1.25
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-pasivo Circulante			-6261.00	B/ 1,525,204.40
<b>Apalancamiento</b>					
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista				B/ 18.70
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo			72%	76%
<b>Cobertura</b>					
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de Interés e impuesto Gasto por interés				-9.03
<b>Actividad</b>					
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario				5.51
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario				99 Días
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360				162.41
Rotación de Activo Total	Ventas Total/Activo				B/ 8.37
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo				3.97
<b>Rentabilidad</b>					
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas			23.30%	32%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues Impuestos / Ventas				1%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid. despues impuestos/activos totales				1%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas				-38%

Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros Analizados. Información financiera de compañía extranjera obtenida de la página Hoover's Onlin/Boisa de Valores.

CUADRO XXXI. ANALISIS COMPARATIVO PARA EVALUAR LA EFICIENCIA EN LA EMISION DE TITULOS VALORES

Sector Terciano  
**Pacific Airlines**

Indice Industrias  
Panameñas

Razones Financieras		1994	1995	1996	Promedio	Promedio
<b>Liquidez</b>						
Razón de Circulante	Activo Circulante/pasivo Circulante	1.48	1.61	0.77	B/ 1.28	B/ 1.70
Razón de Prueba de ácido	Activo Circulante-Invent /pasivo Circulante					1.25
Capital Neto de Trabajo	Activo Circulante-pasivo Circulante	380772	485962	-514369	B/ 117,455.00	B/ 1,525,204.40
<b>Apalancamiento</b>						
Razón de Deuda a Capital Contable	Total Pasivo/Capital Accionista					B/ 16.70
Razón de Deuda total a Activos Totales	Total Pasivo/Total Activo	44%	73%	81%	69%	76%
<b>Cobertura</b>						
Razón de Cobertura de Interés	Utilidad antes de Interés e impuesto / Gasto por interés					-9.03
<b>Actividad</b>						
Rotación de Inventario	Costo de lo Vendido/Inventario					5.51
Rotación de Inventario en días	360/Rotación de Inventario					99 Días
Periodo de Cuentas por cobrar	Cuentas por Cobrar/Ventas x 360					182.41
Rotación de Activo Total	Ventas Totales/Activo					B/ 8.37
Rotación Capital Neto de Trabajo	Ventas/Capital Neto de Trabajo					3.97
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Bruto de Utilidad	Vtas -Costo de lo Vendido / Ventas	0.7%	1%	-3.00%	-0.43%	32%
Margen Neto de Utilidad	Utilidad despues impuestos / Ventas					1%
Rendimiento Sobre la Inversión	Utilid. despues impuestos/activos totales					1%
Rendimiento Sobre el Capital	Utilid despues impuestos/capital accionistas					-38%

Fuente: Cálculos realizados por el autor de la investigación en base a los Estados Financieros Analizados  
Información financiera de compañía extranjera obtenida de la página Hoover's Online/Boisa de Valores de Panamá