

JUAN MANUEL MARTANS SANCHEZ

COMISIONADO PRESIDENTE

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE PANAMÁ

SANTIAGO, CHILE, OCTUBRE 2008

- MERCADOS DE VALORES CENTROAMERICANOS
- INTEGRACIÓN
- MODELO OMX / NOREX
- PROYECTO REGULATORIO CNV

Características de los Mercado de Valores Centroamericanos (MVC)

➤ Mercados muy poco desarrollados, incluso casi incipientes

- Sistemas extremadamente **bancarizados**, lo que implica una cultura de **adversidad al riesgo**
- En el caso panameño es más acentuado al ser centro bancario regional, además de que el sistema bancario cuenta con alta liquidez para otorgar préstamos “fácilmente”
- Empresas familiares – resistencia a hacerse públicas
- No se han llevado a cabo privatizaciones exitosas como se ha hecho por ejemplo en Suramérica (Perú o Colombia)

Características de los MVC

➤ **Mercados muy poco desarrollados, incluso casi incipientes**

- Percepción de que el Costo de Financiamiento de los MVC es mucho mayor que el de los sistemas bancarios, sobretodo para empresas pequeñas o medianas
- Poca masa de inversionistas personas naturales – *retail* – Las personas naturales inversionistas son de alto poder adquisitivo (muy pocas) e invierten en los mercados de EE.UU. o Europa

➤ **Mercados altamente concentrados en instrumentos de deuda o renta fija**

➤ **La función de fijación de precios es bastante cuestionable**

Características de los MVC

- Marcos regulatorios de estándares internacionales aceptables, pero se percibe rígidos para mercados pequeños, sobretodo todo en lo referente al otorgamiento de licencias y registro de emisores
- Al momento de ejercer supervisión y fiscalización (sanciones) hay una dicotomía entre disciplinar y promover el “arranque” del mercado – esto aplica tanto al regulador como al autoregulador
- Algunas jurisdicciones carecen de incentivos fiscales con respecto a inversionistas y/o emisores de valores para promover el MVC

Características de los MVC

- **Poca liquidez en muchas acciones listadas – no se venden ni se compran fácilmente**
- **Mercados organizados de reciente creación**
- **Desarrollo económico promedio muy pobre en la región – MVC no ha permeado la clase media**

PIB NOMINAL PER CAPITA 2007 (US\$)

• PANAMÁ	6,266
• COSTA RICA	6,153
• REPÚBLICA DOMINICANA	4,298
• EL SALVADOR	2,877
• GUATEMALA	2,493
• HONDURAS	1,597
• NICARAGUA	928

FUENTE: BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACIÓN ECONÓMICA



LAS BV DE PA, ESV, CRC EN CIFRAS

MERCADO ACCIONARIO VS. VOLUMEN TOTAL TRANSADO - 2008 - Miles de US\$

BOLSA DE	MERCADO ACCIONARIO	VOLUMEN TOTAL	%
PANAMA*	664,159.00	1,688,349.00	39,33
		19,254,606.00	
COSTA RICA**	51,293.00	38,425,706.00	0,13
EL SALVADOR***	16,559.00	3,741,596.00	0,44

fuentes:

* BVP a 15 oct / 08

** BNVCR a 30 sept / 08

*** BVES a 15 oct / 08

LAS BV DE PA, ESV, CRC EN CIFRAS

EMISIONES DE ACCIONES Y VALORES DE DEUDA REGISTRADAS

BOLSA DE	EMISORES	MONTO EN USD - MILLONES
PANAMÁ*	94	7,287.10
COSTA RICA*	13	1,620.89
EL SALVADOR*	50	3,719.00

Fuente

* Estudio del Mercado de Valores de Centroamérica, Panamá y República Dominicana
Superintendencia de Valores de República Dominicana, junio de 2008

ORIGEN:

➤ Como consecuencia del evidente poco desarrollo de los mercados de capitales de la región, las Bolsas de Valores de Panamá (PA), Costa Rica (CRC) y El Salvador (ESV) llegaron a la conclusión de que había que hacer algo urgentemente para que el MVC no cayera en la irrelevancia de los mercados internacionales y que incluso pudiera desaparecer eventualmente

METAS:

- Por ello estas tres BV han estado promoviendo un esquema de integración con el objeto de ampliar el número de participantes en cada uno de estos mercados y así imprimirles mayor liquidez, profundidad y dinamismo
- Con esto las BV de PA, ESV y CRC podrán proyectarse a escala mundial y participar de cualquier mercado internacional organizado

CONSOLIDACIÓN DEL PROYECTO DE INTEGRACIÓN:

- El proyecto de Integración comenzó hace cinco años: Primero que todo se llegó a la conclusión de que el método de listados múltiples o el que permite que un instrumento financiero se pueda transar simultáneamente en los tres mercados no era exitoso, sino aquel en el que se impulsara el acceso de los intermediarios de valores
- Se estudiaron varios modelos operativos internacionales para integrar sus operaciones y el enfoque de la estrategia que aplicarían, y se llegó al consenso de desarrollar una plataforma transaccional común que mantenga la autonomía de cada uno de los mercados – **Modelo Nórdico** - Firma de un ACUERDO suscrito entre las tres BV a mediados de 2008
- Se contó con la asesoría internacional de OMX/Norex y el ofrecimiento de financiamiento del Banco Interamericano de Desarrollo BID –

PREMISAS:

- La integración no implica una fusión de las tres bolsas de valores sino que éstas negocien los instrumentos listados en cada una de ellas en un mercado común – Un solo Sistema de Negociación – Tres Bolsas de Valores
- Cada BV debe mantener sus facultades autorreguladoras sobre sus miembros (los que operan en los otros dos mercados) y la responsabilidad sobre la liquidación y compensación de las operaciones que se realizan en su mercado (por los operadores de los otros dos mercados)
- La integración va orientada a desarrollar los mercados de acciones, no obstante son conscientes que debe permitirse el mercado de deuda que es el que predomina en la actualidad las BV de la región

RETOS:

- La integración depende de que los marcos regulatorios de PA, ESV y CRC sean jurídicamente viables – revisión del marco normativo de cada país, identificar posibles obstáculos y modificar o expedir normas que obstruyan la integración y más bien la permitan
- Debe expedirse en cada una de las tres jurisdicciones una normativa homogénea en cuanto a los objetivos y metas de la integración
- Un gran problema puede ser la limitante legal de la información a compartir por cada uno de los reguladores - Desigualdad de condiciones
- Las BV de cada uno de los tres países deben ponerse de acuerdo en cuanto al sistema único de negociación

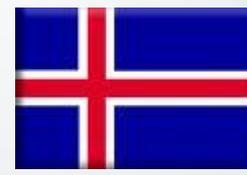
ANTECEDENTES

- ✓ En 1997 la BV de Copenhague y la BV de Estocolmo suscribieron un pacto de INTENCIÓN con el objeto de compartir un mercado único denominado NOREX - Nordic Exchanges.
- ✓ Antes de esto, en 1980 se fundó la bolsa de futuros de Suecia, denominada OM, que adquirió posteriormente en 1998 a la BV de Estocolmo. En 2003 la BV de Helsinki se fusionó con OM, denominándose la fusión OM HEX. En 2004 se registró como nuevo nombre el OMX. En 2005 OMX adquirió la BV de Copenhague. En 2006 OMX adquirió a la BV de Islandia y un porcentaje de la BV de Oslo.
- ✓ Entre los años 2007 a principios de 2008 NASDAQ adquirió en una puja con la BV de Dubai a OMX por 3.7 Billones de USD, formando el NASDAQ OMX GROUP

ACTUALIDAD

✓ En la actualidad OMX es subsidiaria de NASDAQ OMX GROUP, considerado el principal proveedor mundial de sistemas para bolsas de valores, y está a cargo de NOREX MARKETS ALLIANCE, un mercado que unifica a 9 bolsas Nórdicas Escandinavas y Bálticas

- [Copenhagen Stock Exchange](#)
- [Stockholm Stock Exchange](#)
- [Helsinki Stock Exchange](#)
- [Tallinn Stock Exchange](#)
- [Riga Stock Exchange](#)
- [Vilnius Stock Exchange](#)
- [Iceland Stock Exchange](#)
- [Armenian Stock Exchange](#)
- [Oslo Stock Exchange](#)



- Dentro del OMX / Norex Alliance existen varios mercados regionales como el Nordic Market, el Baltic Market, First North o el Fixed Income

- El sistema de “operación remota” que se percibe como referente para la Integración de las BV de PA, CRC y ESV es el Baltic Market

- Países Bálticos lo conforman:

- Lituania
- Estonia
- Letonia o Latvia



The Baltic Market

The NASDAQ OMX stock exchanges in Tallinn, Riga and Vilnius form in 2003 the **Baltic Market**, the core idea of which is to minimize to the extent **possible the differences** between the three Baltic markets in order to facilitate **cross-border trading and attract more investments to the region**. This includes **sharing the same trading system** and **harmonizing rules and market practices**, all with the aim of reducing the costs of cross-border trading in the Baltic region.

NASDAQ OMX ownership structure in Baltic Exchanges

NASDAQOMX ownership in %

Tallinn Stock Exchange

62%

Estonian CSD

100% owned by TSE

Riga Stock Exchange

93%

Latvian Central Depository

100% owned by RSE

Vilnius Stock Exchange

93%

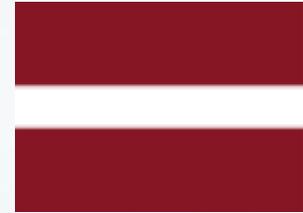
Central Securities Depository of Lithuania

32% owned by OMX, 8% owned by VSE



ESTONIA

PRIMER NIVEL



LETONIA /
LATVIA

BALTIC MARKET - SAXESS
OPERAN **22** MIEMBROS DE
ESTOS PAÍSES EN LOS TRES
MERCADOS

18 CASAS DE VALORES DE
LOS PAISES BÁLTICOS NO
HAN ENTRADO AL BALTIC
MARKET - SAXESS

LITUANIA





ESTONIA

SEGUNDO NIVEL

BALTIC MARKET - SAXESS
ADEMÁS DE LOS 22 MIEMBROS
DE LOS PAÍSES BÁLTICOS
OPERAN OTROS **8** MIEMBROS
DE PAÍSES NO BÁLTICOS COMO
OPERADORES REMOTOS EN LOS
TRES MERCADOS



LETONIA /
LATVIA

LITUANIA



Islandia: MP Investment Bank

Dinamarca: Danske Bank

Suecia: Glitnir, Nordnet Bank, Svenska Handelsbanken

Finlandia: Carnegie Investment Bank, Nordea Bank

Reino Unido: Credit Suisse Securities

Key advantages for remote members (1)



Efficient Securities Transactions

- OMX Baltic Membership
 - Single entry point to the Baltic market
 - Access to three exchanges with
 - ONE application, ONE set of paperwork and ONE annual fee
 - Right to trade on all three markets
 - Cost savings thanks to no additional technical setup
- Efficient cross-border trading and settlement
 - Common trading system SAXESS
 - Harmonized market practices and rules, in line with the NOREX rulebook
 - DVP links between the Baltic central depositories

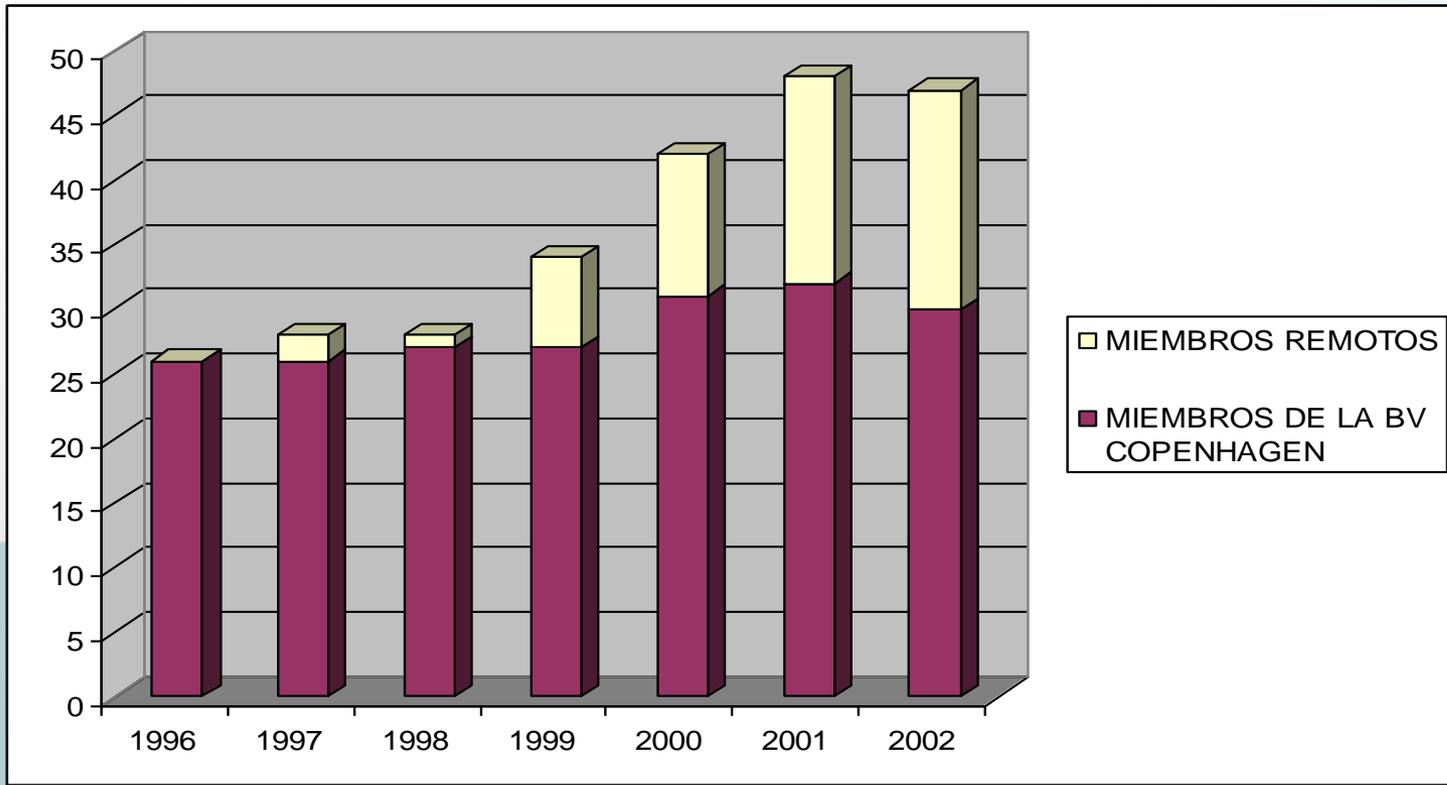
Key advantages for remote members (2)



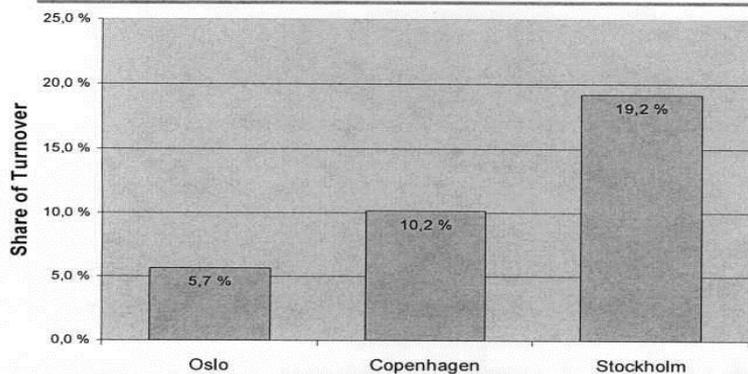
Efficient Securities Transactions

- Fastly developing and attractive Baltic market
 - 8 new IPOs in last 3 years after 7 year pause period
 - Market cap has increased 47% since October 2006
 - Indexes OMXBB up 31,3%, OMXT up 30,4%; OMXR up 25,9%; OMXV up 38,3% since October 2006
 - Possibility to trade on OMX derivatives market
- One market information source
 - Estonian, Latvian and Lithuanian securities presented in single Baltic list
 - Common index OMXBB and harmonized local indices
 - Common market data website:
www.omxgroup.com/nordicexchange/balticmarket
 - Baltic market data is available together with OMX market data information packages for both local and international vendors

Experiencia de la BV de Copenhague después de Norex



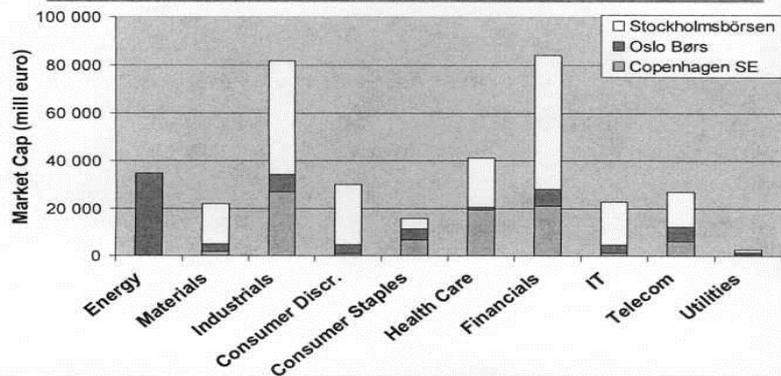
Remote members' market share



Benefits for Investors - *Improved Liquidity & Product Range*

- Improved liquidity
 - Reducing transaction costs
- Norex provides access to 80% of the Nordic equity market
 - Easy access to all markets through cross members
- Improved Transparency
 - Harmonisation of rules and common industry classification of listed companies
- Increased Product Range
 - 4 markets offering different strong sectors

NOREX – Offering a diversified Nordic portfolio



Benefits for Companies - *Reduced Capital Costs*

- Single Point of Liquidity
 - A company needs only to be listed on one of the exchanges, hereby improving the price formation
- Increased Exposure
 - Exposed to a large number of investors through NOREX' extensive member network
- Increased Liquidity
 - Reducing cost of capital

What have NOREX accomplished so far?

- Market Harmonisation
 - Common Trading system - Saxess
 - Common Surveillance system - SMARTS
 - Common Industry Classification - GICS
 - Common Principles for Index Calculation
- Legal Harmonisation
 - Norex Member Rules - A complete rulebook on membership conditions and trading rules
- Reducing Costs
 - Cost synergies
 - Creating cost-effective access to a larger market

NOREX - strategic position

- We believe in one European securities **market**
- We don't believe in one European **exchange** but **regional exchange networks** connected to each other
- Norex is such a regional network
- NOREX has the most modern trading system

NOREX is well positioned to serve its regional clients in the future

NOREX - way forward

- European consolidation will continue
- Global inter-linkage will take place
- Economy of scale is huge in our business
- NOREX has some size, but not enough

... therefore NOREX is dedicated to develop future European solutions in order to continuously serve its clients better

What else is on the agenda?

- Clearing & Settlement
 - Establishing a cost-effective solution that supports both local and international needs will have priority
- Legal Harmonisation
 - The NOREX Exchanges will consider common standards for rules relating to issuers
- Cost Reductions
 - Exploit further cost synergies through joint development and operating of systems

CNV de Panamá ya tiene elaborado un proyecto de normativa, de la cual hay que considerar lo siguiente:

1. No tiene necesariamente como fundamento el proyecto de Integración de las tres bolsas de valores de PA, CRC y ESV
2. Su fundamento son las figuras del “operador remoto” y del “acceso electrónico remoto”
3. Es una primera fase en la que se estaría permitiendo la entrada al mercado organizado local (BVP) de intermediarios de valores extranjeros sin presencia física bajo la figura del “operador remoto”
4. Todavía no contempla la segunda fase: intermediarios locales acudan a otros mercados bajo la figura del “operador remoto”
5. Es un primer paso para llegar a la Integración

BASE LEGAL: Artículo 30 Ley de Valores (Decreto Ley 1 de 1999)

Casas de valores extranjeras

Se reputarán casas de valores extranjeras aquellas que cumplan con cualquiera de las siguientes condiciones:

- (1) Que estén organizadas o constituidas de conformidad con las leyes de un Estado extranjero o que su domicilio principal esté localizado fuera de la República de Panamá; o
- (2) Que cuenten con una licencia otorgada por la autoridad competente en la jurisdicción donde se encuentre ubicado su domicilio principal, que le permita dedicarse al negocio de casa de valores en dicha jurisdicción.**

Ya sea en un caso específico, mediante resolución de Comisionados, o en forma general, mediante acuerdo, **la Comisión podrá eximir a una casa de valores extranjera** del exacto cumplimiento de algunas de las disposiciones del presente Decreto-Ley y sus reglamentos, si ésta le comprueba a la Comisión que cumple con otras disposiciones aplicables en la jurisdicción de su domicilio que, aunque sean diferentes a las nacionales, otorgan en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o superior al ofrecido por la legislación nacional, y si el otorgamiento de dicha exención no perjudica los intereses del público inversionista.

Concepto y ámbito de aplicación

El proyecto de normativa es aplicable a las casas de valores extranjeras debidamente autorizadas en “jurisdicciones reconocidas”, y que desean actuar desde dichas jurisdicciones a través del acceso electrónico remoto en sistemas de negociación bursátil de SRO de Panamá – hasta ahora es la BVP

No tendrán que cumplir con los mismos requisitos de entrada de una entidad que pretenda ejercer la actividad de intermediación de valores en o desde Panamá (licencia de casa de valores) – Es una especie de *Fast Track*

Requisitos que debe cumplir un intermediario de valores para actuar como “operador remoto” en la BVP

1. El operador remoto debe actuar en una jurisdicción reconocida y debe tener un regulador que pertenezca a una jurisdicción reconocida

¿Qué es jurisdicción reconocida?

Es toda jurisdicción que la CNV reconozca que cuenta reglamentos que, aunque no sean iguales a los nacionales, ofrecen en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional y que cuenta con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscalice adecuadamente el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos. **CRC, ESV, próx. COL**

Se ha establecido que son además jurisdicciones reconocidas aquellas que pertenezcan al Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), que está conformado por las entidades reguladoras de los mercados de valores que se distinguen por su grado de desarrollo, sofisticación y protección del público inversionista

Requisitos que debe cumplir un intermediario de valores para actuar como “operador remoto” en la BVP

2. El “operador remoto” debe acogerse a las reglas internas de negociación de la BVP o cualquiera otra entidad autoregulada (SRO) de Panamá
3. Suscribir un contrato privado con la BVP en el que se somete voluntariamente a los requerimientos de información de la BVP y de la CNV
4. A su vez el “operador remoto” debe autorizar expresamente a la BVP a compartir información con la CNV sobre las transacciones que efectúa y a su vez autorizar expresamente a la CNV a compartir esa información con su regulador de origen

Qué implicaciones tiene la figura del “operador remoto” en la BVP

1. El “operador remoto” sólo puede actuar por cuenta de clientes captados en su jurisdicción y tiene prohibido captar clientes en la la jurisdicción panameña
2. Al “operador remoto” no se le aplican normas de cumplimiento de capital, índice de liquidez, reportes financieros y otros requerimientos legales que deben cumplir los agentes puestos de bolsa con licencia de casa de valores expedida por la CNV
3. La CNV puede pedir información a su regulador de origen si lo considera necesaria para la protección del sistema

MUCHAS GRACIAS

jmartans@conaval.gob.pa