

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID  
FACULTAD C.C. ECONOMICAS Y EMPRESARIALES  
MASTER FINANZAS DE EMPRESAS

RENTA FIJA

PROFESOR: JUAN MASCAREÑAS

*“OBLIGACIONES DE LA REPÚBLICA DE PANAMÁ”*

REALIZADO POR: NEIRA ALEJANDRA OSPINO PASCO



MADRID - 2007



## Índice

<i>Evolución de la Deuda Publica de la Republica de Panamá.....</i>	<i>1 - 3</i>
<i>Composición de la Deuda Publica de la Republica de Panamá.....</i>	<i>4 – 6</i>
<i>Características de la Deuda Interna de la Republica de Panamá.....</i>	<i>7 – 10</i>
<i>Características de la Deuda Externa de la Republica de Panamá.....</i>	<i>11 - 13</i>
<i>Bibliografía.....</i>	<i>14</i>
<b>Anexos:</b>	
<i>Resolución No. 02-2002 de la Dirección de Crédito Publico.....</i>	<i>15 – 27</i>



## **Evolución del Saldo de la Deuda Pública Externa Panameña Años: 1986 - 1996**

Durante los primeros años de la década de los 80, Panamá, al igual que casi todos los países en vías de desarrollo, experimentó severos problemas para poder cumplir con sus obligaciones, sobre todo con la banca comercial. A pesar de que las instituciones de crédito y el Gobierno Panameño deseaban lograr una solución rápida y adecuada, hubo muchos obstáculos.

Luego del proceso de reestructuración de 1985, Panamá cumplió temporalmente con el servicio de la deuda de la banca comercial, pero en 1987 cesaron todos los pagos del servicio de la deuda pública externa. Como consecuencia de ello, los intereses por mora sobre los vencimientos no pagados, fueron incrementando el saldo total de la deuda. Panamá fue declarado no apto para utilizar los recursos del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, y el Banco Interamericano de Desarrollo declaró a Panamá en situación de no acumulación.

Después de la operación militar de los Estados Unidos en 1989, Panamá inició los trámites necesarios para honrar sus obligaciones financieras. En 1990 se reiniciaron los pagos a las IFI's y se firmó un acuerdo con los acreedores organizados bajo el Club de París para reestructurar la deuda de capital e intereses. La normalización de las relaciones con los acreedores del Club de París se dio en 1992 con el pago de USD 40 millones por concepto de atrasos y el reescalonamiento de USD 182 millones del capital adeudado.

Como consecuencia de la normalización de las relaciones con sus acreedores externos, Panamá pudo nuevamente acceder al crédito de las IFI's. En 1992, luego del pago de USD 645.6 millones por concepto de atrasos, se suscribieron acuerdos de préstamo con el Banco Mundial por USD 120 millones, con el Banco Interamericano de Desarrollo por USD 120 millones y un acuerdo stand by con el FMI por DEG 120.7 millones (USD 186.7 millones) para financiar los ajustes estructurales requeridos por el Plan de Recuperación Económica puesto en marcha por el Gobierno Nacional.



El saldo de la deuda con la banca comercial continuaba aumentando, aun después de llegarse a estos arreglos, el saldo de la deuda pública externa con la banca comercial continuó acrecentándose debido a la acumulación de intereses por mora sobre el capital e intereses vencidos no pagados. En 1995 se inicia el proceso de reestructuración de la banca comercial cuyo saldo era de USD 3,888 millones e incluía USD 1,946 millones de intereses vencidos. El 17 de julio de 1996 se dio el cierre del proceso de reestructuración de la banca comercial con la emisión de USD 3,228 millones en bonos Par, bonos de Descuento, bonos IRB y bonos PDI. Igualmente, en 1996 se cancelaron los adeudos que se mantenían con México y Venezuela bajo el Acuerdo de San José. Bajo este acuerdo se debía a México USD 145.7 millones y a Venezuela USD 161.3 millones.



Luego de cerrar con éxito la reestructuración de la deuda de capital con la banca comercial, Panamá continuó con la tarea de aumentar su presencia en los mercados internacionales de capital y de reducir la carga del servicio de la deuda a futuro. La emisión de los bonos Brady, constituyó el regreso de Panamá a los mercados internacionales de capital. Como el país había entrado en un proceso de reformas estructurales orientadas al libre mercado, la percepción del riesgo crediticio panameño también mejoró ostensiblemente. Las agencias de calificación de riesgo Standard & Poor y Moody's otorgaron al país una calificación al riesgo de BB+/Ba1.



El 13 de febrero de 1997, se lanzó la emisión de USD 500 millones en Eurobonos con vencimiento a 5 años. Esta emisión es considerada una de las emisiones inaugurales más exitosas desde la crisis del año 1982. Con esta emisión se reiteró la presencia de Panamá, como una economía rentable, en los mercados internacionales de capital.

El 17 de julio de 2006, Panamá cancelo anticipadamente el saldo de los Bonos Brady por US\$351.6 millones, generando beneficios para la República, pues reduce el saldo de la deuda pública por el orden de los US\$30 millones, produce ahorros anuales en servicios de deuda por US\$19 millones por los próximos 10 años, así como, libera los colaterales depositados en la Reserva Federal.

***Calificación de la Deuda Panameña a Largo Plazo.***

La deuda soberana panameña de largo plazo tiene una calificación de Ba1 en Moody's y BB+ en Fitch, un nivel por debajo del grado 'apta para inversión'. Standard & Poor's, por su parte, la ha mantenido en BB estable, dos niveles por debajo de ese grado.



## Composición de la Deuda Panameña

La Deuda Panameña esta conformada por la Deuda Interna y la Deuda Externa. Cada una esta conformada por diferentes valores, con vencimientos a largo y corto plazo, siendo esta su principal diferencia.

- **Deuda Interna:** son obligaciones de deuda Interna, aquellas cuya amortización y su servicio se satisfacen mediante pagos en Panamá y que están sujetas de manera exclusiva a las leyes de la República de Panamá y la jurisdicción de los tribunales.

La Deuda Interna Panameña esta conformada por:

*Fuentes del Sector Público:*

- Caja de Seguro Social
- Financiamiento de Bancos Oficiales

*Fuentes Privadas:*

- Financiamiento Privado
  - Notas del Tesoro
  - Letras del Tesoro
  - Bonos Internos
  - Títulos Prestacionales (*emitidos con el fin de cancelar lo que el Estado adeude a los Servidores públicos – hasta el 31 de diciembre de 1992 - en concepto de sobresueldo y vacaciones.*)
  - Bonos de Reconocimiento
- **Deuda Externa:** Son obligaciones de Deuda Externa, aquellas que por convenio específico con los acreedores, su amortización y su servicio se satisfacen mediante pagos fuera de Panamá y que están sujetas primariamente a las leyes de uno o más países extranjeros y a la jurisdicción de tribunales extranjeros. Por lo general, las leyes panameñas y la jurisdicción de los tribunales panameños son también aplicables, de manera complementaria.



La deuda externa Panameña se negocia en el mercado internacional de capitales de países emergentes.

Las fuentes de financiamiento que tienen relación con el gobierno se dividen en dos grandes rubros, acreedores oficiales y acreedores privados. Dentro de los acreedores oficiales están los Multilaterales y los Bilaterales y dentro de los acreedores privados está la Banca Comercial y los Bonos Externos. A continuación se detallan:

- **Acreedores Multilaterales:** Organismos multilaterales o Instituciones Financieras Internacionales (IFI's.) Esta categoría está integrada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF), también llamado Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Fondo Internacional de Desarrollo Agrícola (FIDA) y la Corporación Andina de Fomento (CAF.)
- **Acreedores Bilaterales:** Gobiernos extranjeros o sus dependencias oficiales, que han extendido créditos o garantizado obligaciones clasificables como deuda externa del Gobierno Panameño. Este grupo de acreedores abarca las operaciones de crédito, de carácter directo, con garantías y los financiamientos del grupo de apoyo, que incluye China y Japón. La característica de este grupo es que son préstamos con términos y condiciones concesionales para el Gobierno (Ejemplo: tasas de interés fijas menores de 6% y vencimientos de 20 a 30 años).
- **Banca Comercial:** Entidades privadas o personas físicas residentes en el extranjero o, que residiendo en Panamá, han extendido créditos clasificables como deuda externa del Gobierno Panameño. Los términos y condiciones negociados con estos acreedores son de mercado (Ejemplo: tasa de interés con referencia LIBOR y con vencimientos de 5 a 8 años en promedio).
- **Bonos externos:** Emisiones de títulos valores negociables a largo plazo colocados entre el público inversionista en uno o más mercados de capitales internacionales.



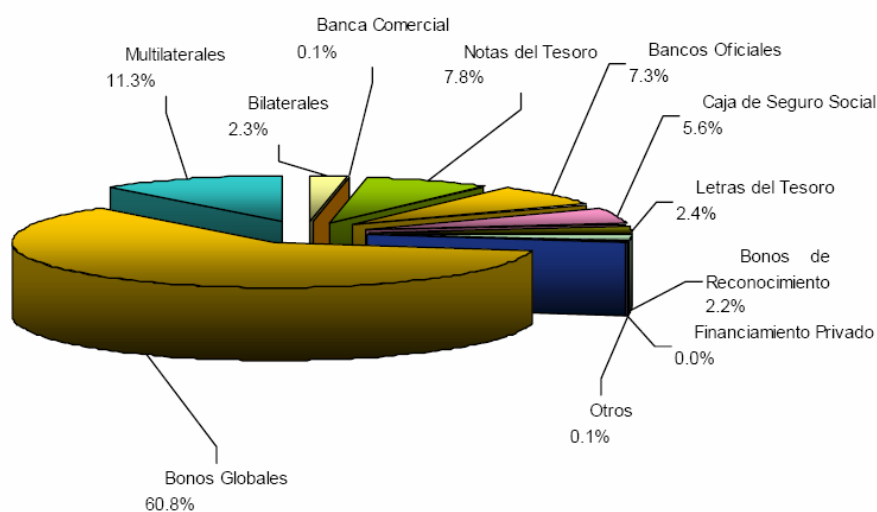
## Deuda Pública, US\$MM (Diciembre 2006)

Acreedor	Diciembre-06	Diciembre-05	Variación Diciembre 06 - Dic 05	
			Absoluta	%
<b>Deuda Externa</b>	<b>7,788.3</b>	<b>7,579.7</b>	<b>208.6</b>	<b>2.8%</b>
Multilaterales	1,183.0	1,136.1	46.9	4.1%
Bilaterales	237.2	259.2	-22.0	-8.5%
Banca Comercial	8.3	79.6	-71.3	-89.5%
Bonos Bradys	0.0	359.1	-359.1	-100.0%
Bonos Globales	6,359.8	5,745.7	614.1	10.7%
<b>Deuda Interna</b>	<b>2,664.3</b>	<b>2,651.6</b>	<b>12.7</b>	<b>-0.5%</b>
Caja de Seguro Social	583.9	604.2	-20.3	-3.4%
Bancos Oficiales	768.0	783.9	-15.9	-2.0%
Letras del Tesoro	249.8	192.1	57.8	30.1%
Notas del Tesoro	815.1	775.1	40.0	5.2%
Bonos de Reconocimiento	231.9	269.6	-37.7	-14.0%
Financiamiento Privado	2.1	2.7	-0.6	-21.6%
Otros	13.5	24.1	-10.6	-44.0%
<b>Sub Total de Deuda Pública</b>	<b>10,452.7</b>	<b>10,231.3</b>	<b>221.3</b>	<b>2.2%</b>
Pasivos por Laudos y Demandas	28.7	58.6	29.9	104.2%
<b>Total de la Deuda Pública</b>	<b>10,481.4</b>	<b>10,289.9</b>	<b>191.4</b>	<b>1.9%</b>

Nota: Excluye fuentes gubernamentales y financiamiento interinstitucional

Fuente: MEF/ Dirección de Crédito Público

## Deuda pública, por acreedor, US\$MM (Diciembre 2006)



Fuente: MEF/ Dirección de Crédito Público





## Características de la Deuda Interna

### ➤ *Letras del Tesoro:*



<b>Emisor:</b>	República de Panamá.
<b>Tipo de instrumento:</b>	Letras del Tesoro.
<b>Mecanismo de colocación:</b>	Subasta competitiva.
<b>Tipo de subasta:</b>	Subasta americana o precio múltiple.
<b>Plazos:</b>	3, 6, 9 y 12 meses.
<b>Tipo de instrumento:</b>	Emitido a descuento sobre el valor nominal (cupón cero)
<b>Base de cálculo:</b>	Actual/360
<b>Denominaciones:</b>	USD1000
<b>Repago:</b>	Un solo pago al vencimiento.
<b>Regularidad de colocación:</b>	Mensual.
<b>Día de la subasta:</b>	Martes.
<b>Moneda:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.
<b>Participantes:</b>	Personas naturales y jurídicas nacionales y extranjeras.
<b>Agentes autorizados:</b>	Entidades financieras y casa de valores que hayan sido convocadas y autorizadas por la Dirección de Crédito Público, para presentar propuestas en las subastas de Letra del Tesoro a nombre propio o de terceros.
<b>Base de propuesta:</b>	Precio en términos porcentuales a dos decimales.
<b>Proceso de adjudicación:</b>	Ofertas competitivas a precio múltiple. Ofertas no competitiva a precio promedio ponderado.
<b>Plazo de liquidación:</b>	T + 3.



<b>Monto autorizado:</b>	USD 250 millones.
<b>Agente de pago:</b>	Banco Nacional de Panamá.
<b>Agente de registro:</b>	Central Latinoamericana de Valores (LATINCLEAR).
<b>Entorno de negociación:</b>	Bolsa de Valores de Panamá
<b>Forma de liquidación:</b>	Entrega contra pago (DVP).
<b>Forma de registro:</b>	Anotaciones en cuenta.
<b>Tratamiento fiscal:</b>	Exonerado del pago de ISR, dividendos y complementario.

➤ **Notas del Tesoro:**



<b>Emisor:</b>	República de Panamá.
<b>Tipo de instrumento:</b>	Notas del Tesoro.
<b>Mecanismo de colocación:</b>	Subasta competitiva emitidos por reaperturas o tramos.
<b>Tipo de subasta:</b>	Subasta americana o precio múltiple.
<b>Plazos:</b>	Desde 2 hasta 10 años.

<b>Cupón:</b>	Tasa fija anual, la cual será determinada con antelación a la Subasta de acuerdo a las condiciones del mercado.
<b>Pago de intereses:</b>	Semestral a partir de la fecha emisión, o a partir del último pago.
<b>Base de cálculo:</b>	30/360
<b>Denominaciones:</b>	USD1000
<b>Repago:</b>	Un solo pago al vencimiento.
<b>Regularidad de colocación:</b>	Mensual.
<b>Día de la subasta:</b>	Martes.
<b>Moneda:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.



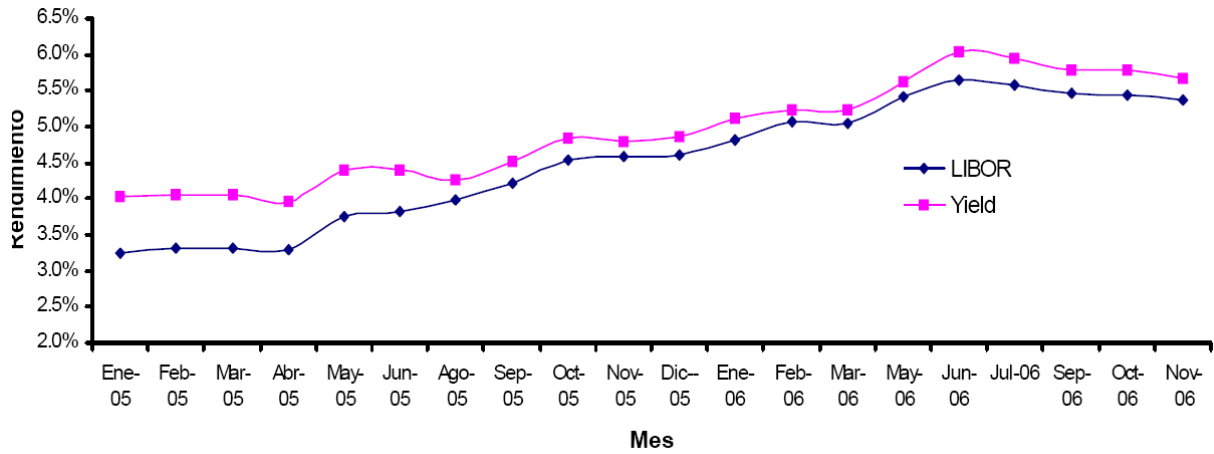
<b><i>Participantes:</i></b>	Personas naturales y jurídicas nacionales y extranjeras.
<b><i>Agentes Autorizados:</i></b>	Son entidades financieras y casas de valores que hayan sido convocadas y autorizadas por la Dirección de Crédito Público.
<b><i>Base de propuesta:</i></b>	Precio en términos porcentuales a dos decimales.
<b><i>Proceso de adjudicación:</i></b>	Ofertas competitivas a precio múltiple. Ofertas no competitiva a precio promedio ponderado.
<b><i>Plazo de liquidación:</i></b>	T + 3.
<b><i>Monto autorizado:</i></b>	USD 250 millones.
<b><i>Agente de pago:</i></b>	Banco Nacional de Panamá.
<b><i>Agente de registro:</i></b>	Central Latinoamericana de Valores (LATINCLEAR).
<b><i>Entorno de negociación:</i></b>	Bolsa de Valores de Panamá
<b><i>Forma de liquidación:</i></b>	Entrega contra Pago (DVP).
<b><i>Forma de registro:</i></b>	Anotaciones en Cuenta.
<b><i>Tratamiento fiscal:</i></b>	Para los efectos del impuestos sobre la renta sobre dividendos y del impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de los valores emitidos o garantizados por el Estado.

<<Al presente trabajo se adjunta la Resolución No. 02-2002-DCP De 27 de Junio de 2002, la cual contiene detalladamente el Proceso de Colocación de las Notas y Letras del Tesoro, además de los procedimientos utilizados para el cálculo de los precios.>>



*Curva de Rendimiento de las Letras del Tesoro*

**Letras del Tesoro, Curva de Rendimiento VS LIBOR ( 2005- 2006)**





### *Característica de la Deuda Externa (Bonos)*

➤ *Bono Global 2036:*

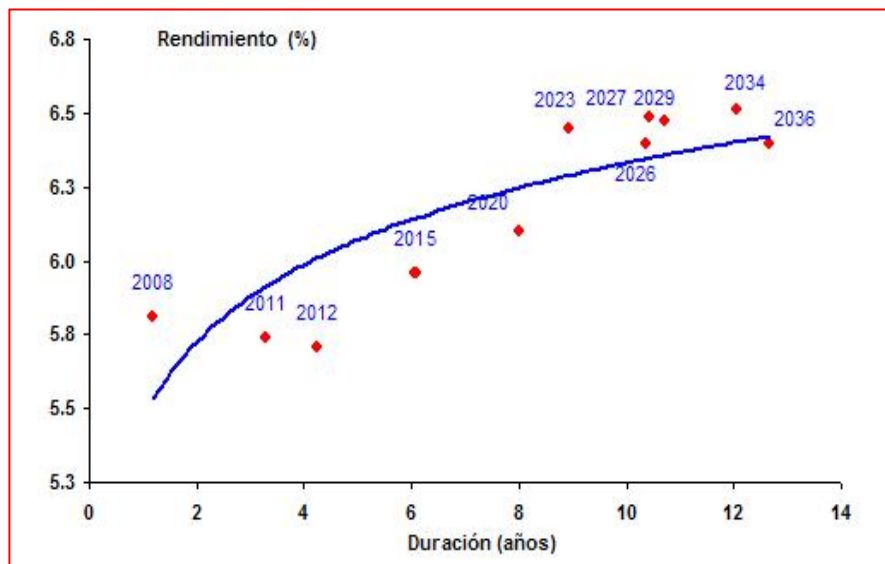
<i>Emisor:</i>	República de Panamá.
<i>Tipo de instrumento:</i>	Bono Externo.
<i>Fecha de Emisión:</i>	26 de Enero de 2006.
<i>Vencimiento:</i>	26 de Enero de 2036
<i>Tasa de Interés:</i>	6,70% anual,
<i>Pago de intereses:</i>	Semestral a partir de la fecha emisión, 26 de Enero y 26 de Julio de cada año, iniciando el 26 de Julio de 2006.
<i>Base de cálculo:</i>	30/360
<i>Denominaciones:</i>	USD1000
<i>Repago:</i>	A partir del año 2034, 3 pagos anuales iguales, el 26 de Enero
<i>Moneda:</i>	Dólares de los Estados Unidos de América.
<i>Agentes Autorizados:</i>	HSBC Securities (USA) Inc. y J.P. Morgan Securities Inc.,
<i>Monto autorizado:</i>	USD 1.363.397.000
<i>Agente de pago:</i>	JP Morgan Chase Bank, N.A
<i>Agente Fiscal:</i>	JP Morgan Chase Bank, N.A
<i>Agente de registro:</i>	JP Morgan Chase Bank, N.A
<i>Entorno de negociación:</i>	Mercado Euro MTF de la Bolsa de Valores de Luxemburgo
<i>Forma de liquidación:</i>	A través del Agente Fiscal a la DTC
<i>Forma de registro:</i>	Anotaciones en Cuenta, a través de la DTC (Depositary Trust Company-New York) o Euroclear y Clearstream, Luxemburgo.



Panamá cuenta con otros 9 bonos externos, los cuales tienen las mismas características que el Bono Global 2034, pero difiere en alguna en las fechas de emisión, tasa de interesa, etc. A continuación se detallan estas diferencias:

Bono	F. de Emisión	Pago de Intereses	F. de Vencimiento	Emisión con Descuento	Tasa de Interés
Yankee 08	22 Abril 2001	Abril 22 - Octubre 22	22 Abril 2008	98,5001%	8,25%
Global 2011	8 Febrero 2001	Febrero 8 - Agosto 8	8 Febrero 2011	99,344%	9,625%
Global 2012	23 Enero 2002	Enero 23 - Julio 23	23 Julio 2012	97,751%	9,375%
Global 2015	15 Marzo 2005	Marzo 15 - Septiembre 15	15 Marzo 2015	99,301%	7,25%
Global 2020	15 Mayo 2000	Mayo 15 - Noviembre 15	15 Mayo 2020	99,021%	10,75%
Global 2023	16 Enero 2002	Enero 16 - Julio 16	16 Julio 2023	98,857%	9,375%
Global 2026	29 Enero 2006	Enero 29 - Julio 29	29 Enero 2026	98,192%	7,125%
Global 2027	30 Septiembre 2002	Septiembre 30 - Marzo 30	30 Septiembre 2027	100%	8,875%
Global 2029	1 Abril 2006	Abril 1 - Octubre 1	1 Abril 2029	99,129%	9,375%
Global 2034	28 Abril 2004	Abril 28 - Octubre 28	28 Abril 2034	98,636%	8,125%

Curva Actual de Rendimiento de los Bonos Panameños





# Anexos



**Ministerio de Economía y Finanzas  
República de Panamá  
Resolución No. 02-2002-DCP  
De 27 de Junio de 2002**

**“Por El Cual Reglamenta La Colocación De Instrumentos De Deuda Pública Interna  
Mediante Subasta Pública”**

***Artículo 1: DEFINICIONES***

Para todos los efectos legales, en la aplicación e interpretación de este Reglamento, se definen los siguientes términos así:

**1. Agentes Autorizados:** Son entidades financieras y casas de valores que hayan sido convocados y autorizados expresamente por la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Economía y Finanzas para enviar propuestas a las subastas de instrumentos de deuda pública a nombre propio o de terceros.

Los Agentes Autorizados que no sean titulares de cuentas de custodia en la Central Latinoamericana de Valores tendrán que expresar por escrito directamente a la Dirección de Crédito Público cual será su banco liquidador y bajo que cuenta de custodia efectuará la liquidación de valores a favor del Tesoro Nacional. Dicha expresión escrita deberá venir acompañada por una aceptación explícita por parte de la entidad liquidadora.

**2. Bonos del Tesoro:** Es un instrumento de deuda del Gobierno a largo plazo, a plazos iguales o superiores a los 10 años. El gobierno paga interés sobre los bonos en fechas específicas y los redime a su fecha de vencimiento.

**3. Cupón:** Interés de una obligación de renta fija.

**4. Cupón Corrido:** Interés devengado y no pagado de un instrumento de deuda interna. La base de cálculo será 30/360 (ver artículo 9 fórmula 3).

**5. Cuenta de Custodia:** Es toda cuenta llevada por cada uno de los participantes registrados en la Central de Valores.

**6. Central de Valores:** Es toda persona jurídica que realice una o más de las siguientes actividades: (1) que mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones (2) 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; (3) 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





casas 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.

**7. Día Hábil:** Todo día que no sea sábado, domingo, día de fiesta nacional o duelo y en que los Bancos de Licencia General estén autorizados por la Superintendencia de Bancos para abrir al público en la ciudad de Panamá. Si la fecha de vencimiento del pago de capital e intereses de los instrumentos de deuda pública interna, cae un día que no sea hábil, el pago de capital e intereses se extenderá hasta el primer día hábil inmediatamente siguiente.

**8. Fecha de Liquidación:** Tres (3) días hábiles después de la fecha de subasta (T+3M).

**9. Instrumentos de Deuda Pública Interna:** Se refiere a Letras del Tesoro, Notas y Bonos del Tesoro o cualquier otro instrumento de deuda pública emitido la República de Panamá en el mercado interno.

**10. Letras del Tesoro:** Es un instrumento de Gobierno que representa una deuda a corto plazo (1 año o inferior) vendida por medio de subastas a descuento y pagadera a su vencimiento por su valor facial.

**11. Monto Adjudicado:** Es el monto nominal que se coloca en la subasta.

**12. Monto Indicativo:** Es el monto nominal a subastar anunciado por la Dirección de Crédito Público y que no es vinculante ni en mínimos ni máximos.

**13. Monto de liquidación:** Es el monto en efectivo que recibirá el Tesoro Nacional por parte de los participantes y se calcula multiplicando el precio ex cupón o de cotización por el monto nominal de cada oferta adjudicada más el cupón corrido.

**14. Monto Ofertado:** Suma de los montos recibidos en tiempo y forma.

**15. Notas del Tesoro:** Es un instrumento de deuda del Gobierno a mediano plazo con vencimiento entre 2 y 10 años.

**16. Ofertas Competitivas:** El proponente establece el monto del instrumento de deuda pública interna que desea adquirir y precio que ofrece.

**17. Ofertas No Competitivas:** El proponente establece el monto del instrumento de Deuda Pública Interna que desea adquirir y acepta el precio promedio ponderado resultante de las ofertas competitivas aceptadas por el emisor.



18. **Precio ex cupón:** Es el precio de cotización o precio limpio que presentan los participantes en sus propuestas.

19. **Precio Promedio Ponderado:** Es aquél que se obtiene al promediar los precios propuestos en las ofertas competitivas por los correspondientes montos adjudicados.

20. **Reapertura (Tramos):** Sistema de colocación de valores que consiste en mantener abierta una emisión autorizada de una serie única en subastas sucesivas, siendo completamente fungibles y conformando una sola emisión con características homogéneas (cupón nominal, fechas de pago de intereses y amortización). El objetivo fundamental es alcanzar el monto total autorizado de ese instrumento que facilite su negociación en el mercado secundario. El período de apertura de una determinada emisión será determinado en cada caso por la Dirección de Crédito Público.

21. **Series de las Letras:**

Serie A corresponde a Letras con plazos de 3 meses

Serie B corresponde a Letras con plazos de 6 meses.

Serie C corresponde a Letras con plazos de 9 meses.

Serie D corresponde a Letras con plazos de 12 meses.

22. **Sistema Organizado de Negociación Autorizado (SONA):** Es un conjunto de reglas de cotización y negociación regido por un conjunto de reglas de comunicación de operaciones y restringido a un grupo de entidades (participantes) que tienen acceso directo a la negociación a través de una infraestructura técnica que lo soporta (sistema de negociación) y es autorizado por la Dirección de Crédito Público.

23. **Subasta a precio múltiple:** La subasta a precio múltiple se define como aquella en la cual cada oferente propone un precio, en caso de ser aceptado, paga el precio propuesto en su oferta.

24. **Subasta a precio único:** Es una subasta en la cual todas las ofertas aceptables son adjudicadas al precio de descuento mínimo aceptado por el emisor, de acuerdo a los precios que se hayan propuesto.

25. **Tasa de Descuento:** Se refiere a la “tasa de rendimiento descontada” y significa una tasa anualizada de retorno al vencimiento de las Letras del Tesoro, expresadas en términos de porcentaje y sobre la base de un año Actual/ 360 días.



**26. Tasa Interna de Retorno (TIR):** es la tasa de interés que iguala el valor presente de los flujos al precio de la inversión.

***Artículo 2: CONVOCATORIA DE LA SUBASTA***

La Dirección de Crédito Público convocará cada subasta con cinco días hábiles de antelación. Para cada subasta se anunciará el Instrumento a subastar, el monto indicativo y cualquier modificación del procedimiento habitual de la subasta.

La convocatoria se hará de tal manera que las desviaciones del calendario anual preanunciado sean mínimas y solo en situaciones extraordinarias.

***Artículo 3: PRESENTACIÓN DE PROPUESTAS***

La(s) propuesta(s) de subasta deberá ser presentada en el formato definido por la Dirección de Crédito Público.

Los Agentes Autorizados que presenten ofertas competitivas deberán especificar lo siguiente:

- i.** Monto nominal que desean adquirir, expresado en denominaciones de US\$ 1,000 o múltiplos de dicha cantidad (en números y letras);
- ii.** Precio ex cupón expresados en tanto por ciento sobre el nominal con dos (2) decimales, sólo en el caso de Instrumentos de Deuda Pública de más de un año.
- ii.** Precio expresado en tanto por ciento sobre el nominal con dos (2) decimales.
- iii.** Para todos los instrumentos, las ofertas para el tramo no competitivo de la subasta sólo expresaran el monto solicitado Si un Agente autorizado realiza varias ofertas, cada propuesta debe presentarse por separado e indicar el monto y el precio ofrecido. Toda persona natural o jurídica, nacional o extranjera podrá realizar peticiones de compra de instrumentos de deuda pública a través de los Agentes Autorizados. Las entidades gubernamentales que participen en la subasta, sólo podrán presentar ofertas no competitivas y acogerse al precio promedio ponderado. Todas las propuestas tendrán carácter obligatorio para el Agente Autorizado que las



presenta y serán irrevocables, aunque el cliente del Agente Autorizado desista de las mismas, ya que la responsabilidad del cumplimiento recae totalmente en el Agente Autorizado.

**Artículo 4: PROCESO DE ADJUDICACION:**

Las propuestas que se reciban hasta la hora señalada serán registradas, analizadas y aceptadas o rechazadas en caso de que concurren defectos de tiempo o forma.

La Subasta Pública será presidida por el Ministro de Economía y Finanzas o en su defecto por los Viceministros de Economía y de Finanzas, o en defecto de éstos por la Directora de Crédito Público, quién tomará la decisión sobre el precio mínimo aceptado para la resolución de la subasta.

El proceso de resolución transcurrirá del siguiente modo:

1. Las propuestas aceptadas se clasificarán en ofertas competitivas y ofertas no competitivas.
2. Se adjudicará en primer lugar las ofertas competitivas, en segundo lugar las ofertas no competitivas de entidades privadas y en tercer lugar las ofertas no competitivas gubernamentales.
3. Las ofertas competitivas serán ordenadas de mayor a menor precio; seguidamente, la autoridad que preside la subasta anunciará el precio mínimo que se aceptan las ofertas.
4. En caso de subasta a precio múltiple, las ofertas competitivas a precio múltiple serán adjudicadas sobre la base de precio ofrecido por cada proponente, hasta el precio mínimo fijado por el emisor.
5. En la subasta de precio único, todas las ofertas aceptadas serán adjudicadas al precio mínimo fijado por el emisor.
6. Las ofertas no competitivas serán adjudicadas al precio promedio ponderado resultante de las ofertas competitivas aceptadas por el emisor. La fórmula de cálculo de precio promedio ponderado está definida en el artículo 12, fórmula 2.



7. En el evento de que se reciban solamente ofertas no competitivas o que el tramo competitivo de la subasta se declare desierto, el emisor podrá declarar también el tramo no competitivo de la subasta desierto o adjudicar al precio mínimo que éste fije.

8. Luego de hechas las asignaciones correspondientes, en caso de que haya paridad en los precios propuestos, se prorrateará la cantidad por asignar entre los postores empatados. La fórmula de prorrateo a utilizar se describe en el artículo 12, fórmula 3. Cuando las aproximaciones aritméticas del prorrateo son iguales se considerará hacia arriba, al mil más cercano, la oferta que entró primero, y hacia abajo, la oferta que entró de segundo.

#### **Artículo 5: SEGUNDA VUELTA**

La segunda vuelta de la subasta tendrá lugar en aquellos casos en donde:

i. no se hubiera adjudicado el total del monto deseado por la Dirección de Crédito Público en los tramos competitivo y no competitivo de la subasta.

ii. la Dirección de Crédito Público, dadas las condiciones favorables del mercado, decidiera aumentar el monto de su colocación.

iii. Las segundas vueltas se regirán bajo los siguientes criterios que serán revisados de tiempo en tiempo:

a) Si el monto ofertado menos el monto indicativo es mayor o igual a 2 veces el monto indicativo anunciado por el emisor, la segunda vuelta se hará hasta por un 50% del monto indicativo de la primera vuelta. *Ejemplo: monto ofertado 150 millones monto indicativo 50 millones diferencia 100 millones (2 veces el monto indicativo) la segunda vuelta será por el 50% que equivale a 25 millones.*

b) Si el monto ofertado menos el monto indicativo es mayor o igual a uno punto dos (1.2) veces y menor que dos (2) veces del monto indicativo anunciado por el emisor, la segunda vuelta se hará hasta por un 25% del monto indicativo de la primera vuelta. *Ejemplo: monto ofertado = 110 millones monto indicativo = 50 millones diferencia = 60 millones 1.2 veces el monto indicativo) la segunda vuelta será por 25% lo equivale a 12.5 millones.*



iv. Todas las ofertas de la segunda vuelta deben presentarse a un precio que iguale o mejore el precio promedio ponderado resultante de la adjudicación competitiva de la primera vuelta de la subasta.

v. La participación en las segundas vueltas está restringida exclusivamente a aquellas entidades que figuren en el Registro Oficial de Creadores de Mercado que mantiene y publicará la Dirección de Crédito Público.

vi. La convocatoria de las segundas vueltas se realizará inmediatamente después de haber comunicado el resultado y las adjudicaciones correspondientes a la primera vuelta de la subasta.

vii. El procedimiento de comunicación de ofertas y adjudicación de las mismas seguirá los mismos procedimientos que los utilizados para la primera vuelta.

viii. La participación en las segundas vueltas de la subasta será totalmente opcional para los Creadores de Mercado.

ix. Los Creadores de Mercado que participen en la segunda vuelta lo podrán hacer exclusivamente por cuenta propia, sin llevar órdenes de clientes

x. Los criterios de prorrateo que, en su caso, se apliquen serán los mismos que se aplican para la parte competitiva de la primera vuelta de la subasta.

xi. La liquidación de las operaciones derivadas de la segunda vuelta se hará conjuntamente, en base neta, con la liquidación de las operaciones derivadas de las adjudicaciones de la primera vuelta de la subasta.

*Parágrafo Transitorio: La segunda vuelta sobre las emisiones de Letras del Tesoro será totalmente opcional por parte de la Dirección de Crédito Público y sujeto a los límites autorizados de emisión.*

#### **Artículo 6: ANUNCIO DEL RESULTADO DE LA SUBASTA**

Después de concluida la subasta, el Ministerio de Economía y Finanzas hará un Anuncio Oficial a través de los medios de comunicación sobre los resultados de la subasta . El anuncio incluirá información sobre:

1. Fecha de la subasta y fecha de vencimiento
2. Nombre del Instrumento
3. Tramo ofertado
4. Monto indicativo



5. Cantidad de propuestas recibidas competitivas y no competitivas.
6. Procedimiento de subasta aplicado.
7. Precio mínimo y máximo recibidos en las propuestas.
8. Precio fijado por el emisor y rendimiento. Precio Promedio Ponderado resultante.
9. Monto solicitado y monto adjudicado tanto en ofertas competitivas como no competitivas,
10. Monto de valores en circulación de igual referencia
11. Así como cualquier otra información relevante que el Ministerio de Economía y Finanzas considere necesaria.

#### ***Artículo 7: PROCESO DE LIQUIDACIÓN DE LA SUBASTA***

Todas las ofertas presentadas por un Agente Autorizado son en firme. El desistimiento de una oferta por parte de un Agente, ya sea en nombre propio como de terceros, implicará la pérdida automática de su condición de Agente Autorizado, por un periodo mínimo de un año, sin perjuicio de otras medidas legales que la Dirección de Crédito Público u otros organismos puedan emprender contra el Agente Autorizado.

El Agente Autorizado que somete propuestas por cuenta propia o de sus clientes se obliga ante el emisor a hacer efectivo el pago correspondiente en la fecha de liquidación de aquellas ofertas que le hayan sido adjudicadas, ya sea en nombre propio o para clientes. La falta de pago por parte de uno de sus clientes no exime al Agente Autorizado de su responsabilidad en la liquidación.

La liquidación se realizará de acuerdo a los procedimientos establecidos por el Emisor en concordancia con los reglamentos vigentes de la Central de Valores y el Agente de Pago. La entrega de los valores deberá efectuarse una vez se haya producido el pago de los mismos. En este sentido, la Central de Valores no efectuará el traspaso de la propiedad de los valores hasta el momento en que el postor haya efectuado el pago al precio correspondiente y el mismo sea confirmado por el Agente de pago.



El Agente de pago recibirá y registrará la suma total que le corresponde al Emisor producto de cada subasta y enviará todos los comprobantes y notas necesarias que respalden el débito y crédito a favor del Tesoro Nacional. Esta transacción deberá verificarse el día establecido como fecha de liquidación.

***Artículo 8: NEGOCIACIÓN EN MERCADO SECUNDARIO DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA INTERNA POSTERIOR A SU ADJUDICACIÓN EN LA SUBASTA:***

Las titularidades de los valores adjudicados en cada subasta sólo podrán ser modificadas mediante transacciones de mercado secundario, debidamente informadas al sistema de registro y distribución de precios que, en cada momento establezca la Dirección de Crédito Público

***Artículo 9: FORMULAS UTILIZADAS PARA EL PRESENTE REGLAMENTO.***

**1. Conversión de tasa de descuento a precio de adquisición de Letras del Tesoro para todos los vencimientos:**

$$P=100* [1- (dt/360) ]$$

P = precio por US\$100

d = tasa de descuento, en decimales

t = número de días restantes entre el día de liquidación y la fecha de vencimiento

*Ejemplo:* Una Letra de 91 días emitida el 19 de junio de 1999, a una tasa de descuento de 6.25% vence el 18 de septiembre de 1999 el precio se calcula de la siguiente manera:

$$d = 0.0625$$

$$t = 91 \text{ días (del 19 de junio al 18 de septiembre de 1999)}$$

$$P = 100(1-dt/360)$$

$$P = 100(1-(0.0625)(91)/360)$$

$$P = 100(1-0.0157986)$$

$$P = 100(0.9842014)$$

$$P = 98.4201$$

$$P = 98.420$$





El precio de adquisición o compra se redondeará hasta tres (3) decimales, usando el procedimiento normal de redondeo, es decir: 1 – 4, redondear hacia abajo; 5 – 9, redondear hacia arriba.

## 2. Precio Promedio Ponderado (PPP):

$$\text{Precio Promedio Ponderado} = \frac{\sum(X_i)(P_i)}{\sum X_i}$$

$X_i$  : monto adjudicado por cada una de las propuestas competitivas.

$P_i$ : precio propuesto por cada uno de los agentes con ofertas competitivas adjudicadas.

$\sum X_i$ : suma de los montos adjudicados por cada una de las propuestas competitivas.

El precio de adquisición o compra se redondeará hasta dos (2) decimales, usando el procedimiento normal de redondeo, es decir: 1 – 4, redondear hacia abajo; 5 – 9, redondear hacia arriba.

## 3. Fórmula de prorrateo (distribución proporcional):

$$X = \frac{M}{\sum Z}$$

$$\sum Z$$

$X$  = monto solicitado por cada oferente.

$\sum Z$  = sumatoria de los montos solicitados.

$M$  = monto adjudicado por distribuir.

Al utilizar la fórmula de prorrateo, todo excedente de US\$550.00 se redondeará a la unidad de mil, debido a que los instrumentos de deuda pública interna sólo se venderán en múltiplos de US\$1,000 mil. Ejemplo: Si resulta un monto de US\$ 10,834,550.76 se otorgará US\$10,835,000.00.

## 3. Cupón Corrido

$$CC = \frac{CP}{2 \times Dc}$$

$Dt$

$CP$  = Importe bruto del cupón

$Dc$  = Días desde el último cupón



Dt= Número de días del período del cupón.

2= Período semestral

*Artículo 10: De los términos y condiciones de las Letras del Tesoro*

**Títulos:** Letras del Tesoro

**Monto de la Emisión:** Doscientos cincuenta millones de los Estados Unidos de América (**US\$250,000,000.00**). La cantidad de Letras a emitir se definirá en función de la demanda del mercado en cada subasta.

**Moneda:** Dólares de los Estados Unidos de América.

**Plazo:** Serie A corresponde a Letras con plazos de 3 meses

Serie B corresponde a Letras con plazos de 6 meses.

Serie C corresponde a Letras con plazos de 9 meses.

Serie D corresponde a Letras con plazos de 12 meses

**Denominaciones:** Mil (US\$1,000.00) o múltiplos de dicha cantidad.

**Tasa de interés:** Las Letras se emiten a descuento, con cupón cero. La base de cálculo es actual/360.

**Pago de capital e intereses:** Un solo pago de capital al vencimiento.

**Redimibilidad:** Las Letras no serán redimibles con antelación a su vencimiento. Sin embargo, el Gobierno de la República puede realizar operaciones de compra y venta en el mercado secundario, directamente o por medio de agentes.

**Agente de Pago:** Banco Nacional de Panamá o cualquier otra entidad bancaria que el Gobierno Nacional designe.

**Agente de Registro:** El emisor podrá registrar en una central de valores o en cualquier bolsa o entidad depositaria que juzgue conveniente para aumentar la negociabilidad y cotización de las Letras del Tesoro en el mercado primario y secundario.

**Transferencia:** La transferencia de la propiedad de las Letras del Tesoro representadas en los títulos globales, se hará única y exclusivamente mediante el sistema de anotaciones en cuenta. No se emitirán Letras individuales

**Anuncio de Oferta:** El Ministerio de Economía y Finanzas dará a conocer con antelación, través de los medios de comunicación, la fecha de emisión – liquidación y



vencimiento, el procedimiento de subasta a aplicarse y el monto indicativo de la oferta el cual no será vinculante ni en máximos, ni en mínimos.

**Clasificación de Las Letras:** Obligación del emisor, directa, general e incondicional que correrá pari passu con todas las otras obligaciones presentes y futuras no garantizadas.

**Legislación aplicable:** Leyes de la República de Panamá.

**Impuestos:** Los intereses devengados y las ganancias de capital provenientes de la enajenación de las Letras del Tesoro autorizadas por el Decreto de Gabinete, están exentas del pago de Impuesto sobre la Renta.

**Parágrafo:** Estos términos y condiciones serán definidas en cada emisión que se apruebe, los cuales podrán ser variados de tiempo en tiempo, salvaguardando los mejores intereses del Estado.

*Artículo 11:* De los términos y condiciones de las Notas del Tesoro

**Títulos:** Notas del Tesoro

**Monto de la Emisión:** Doscientos Cincuenta Millones de los Estados Unidos de América (**US\$250,000,000.00**). La cantidad de Notas a emitir se definirá en función de la demanda del mercado en cada subasta.

**Tramos:** Notas podrán ser emitidas en tramos.

**Moneda:** Dólares de los Estados Unidos de América.

**Plazo:** 3 años

5 años

7 años

**Denominaciones:** Mil (US\$ 1,000.00) o múltiplos de dicha cantidad.

**Tasa de interés fija:** El cupón fijo se determinará y anunciará a las entidades participantes en la subasta, de acuerdo a las condiciones del mercado, un día antes de la subasta.

**Pago de capital:** Un solo pago de capital al vencimiento.

**Intereses:** Pagaderos semestralmente los días fijados por la Dirección de Crédito Público. La base de cálculo es 30/360.

**Redimibilidad:** Las Notas no serán redimibles con antelación a su vencimiento.



Sin embargo, el Gobierno de la República puede realizar operaciones de compra y venta en el mercado secundario.

**Agente de Pago:** Banco Nacional de Panamá o cualquier otra entidad bancaria que el Gobierno Nacional designe.

**Agente de Registro:** El emisor podrá registrar o listar la emisión en una Central de Valores o en cualquier bolsa o entidad depositaria que juzgue conveniente para aumentar la negociabilidad y cotización de las Notas del Tesoro en el mercado primario y secundario.

**Transferencia:** La transferencia de la propiedad de los instrumentos de deuda pública interna representados en los títulos globales, se hará única y exclusivamente mediante el sistema de anotaciones en cuenta. No se emitirán instrumentos individuales

**Anuncio de Oferta:** El Ministerio de Economía y Finanzas dará a conocer con antelación, través de los medios de comunicación, la fecha de emisión –liquidación y vencimiento, el procedimiento de subasta a aplicarse y el monto indicativo de la oferta el cual no será inculante ni en máximos, ni en mínimos.

**Clasificación de las Notas:** Obligación del emisor, directa, general e incondicional que correrá pari passu con todas las otras obligaciones presentes y futuras no garantizadas.

**Legislación aplicable:** Leyes de la República de Panamá.

**Impuestos:** Los intereses devengados y las ganancias de capital provenientes de la enajenación de los instrumentos de deuda pública autorizados, están exentos del pago de impuesto sobre la renta.

**Parágrafo:** Estos términos y condiciones serán definidas en cada emisión que se apruebe, los cuales podrán ser variados de tiempo en tiempo, salvaguardando los mejores intereses del Estado.



---

---

## Bibliografía

➤ *Páginas de Internet:*

- ✓ [www.mef.gob.pa](http://www.mef.gob.pa)
- ✓ [www.bourse.lu/Accueil.jsp](http://www.bourse.lu/Accueil.jsp)