

**REPÚBLICA DE PANAMÁ**  
**SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES**

**INFORME:** TALLER REGIONAL CELEBRADO EN SAN SALVADOR, EN LA SEDE DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA, LOS DÍAS 7 Y 8 DE MARZO DE 2012.

**Participantes:** Juan Manuel Martans Sánchez - Comisionado  
Mario Riega Bernal - Asesor Legal

**Objetivo:** El taller persigue realizar un diagnóstico sobre la regulación, operación y supervisión de los Mercados Bursátiles de Costa Rica, El Salvador y Panamá, con la finalidad de la extracción de ciertos denominadores comunes entre los países participantes, la identificación de las Mejores Prácticas en los mercados de valores en los países participantes y de las brechas que existen entre los mismos.

Una vez realizado este ejercicio, como segunda etapa se busca la implementación en estos países de:

- 1- Un Esquema de supervisión basado en riesgo.
- 2- Un Programa de Bien Público Regional – Estrategia de Regulación y Supervisión Bursátil en la Región. Persigue la Integración de los Mercados Bursátiles.
- 3- La Supervisión Transfronteriza.

**Metodología:** para la ejecución del taller, se utilizó la relatoría entre los participantes con base en ejes temáticos. Se dividieron las delegaciones en dos grupos, con la finalidad de abarcar todos los temas, dividiendo los temas y asignándolos por grupo, para una posterior discusión plenaria y conseguir las conclusiones más completas sobre los temas tratados.

**Inducción:** Previo a las discusiones grupales y la discusión plenaria, se abordaron los siguientes temas y comentarios:

1- **MANIPULACIÓN DEL MERCADO:** hay que tomar en cuenta ciertas normas de operación de las plataformas, a nivel operativo.

## 2- Modelos de integración:

**2.1-Modelo de Interconexión o Interlink:** consolidación de plataformas con reglas mínimas básicas.

2.1.1 Ruteo o Canalización de Ordenes: el local se convierte en el representante del internacional (corresponsalía / operador remoto) / el operador internacional se le reconocerá con las normas locales o de origen?

2.1.2 Listado y Negociación de Valores: las bolsas administran su propio sistema de negociación y los intermediarios son reconocidos por las bolsas de todos los países que participan en la integración

2.1.3 Mercado Centralizado de Valores: Implica la creación de una plataforma única de negociación donde todas las bolsas integradas listan sus valores.

2.2. Modelo de Consolidación: además de lo anterior, los dueños de las bolsas buscan consolidarse – fusión de bolsas.

## 3. CASO AMERCA:

3.1 Modelo de negocio; es una alianza y no fusión de las bolsas de valores de CR, SAL y PTY. Se busca una plataforma común. Cada bolsa de valores mantiene su licencia para operar y está sujeta a supervisión de la autoridad reguladora local y al cumplimiento de un memorando de integración de las 3 bolsas suscrito en el 2006.

3.2 Modelo Tecnológico: consiste en la unificación de tecnologías solamente.

3.3 Modelo de mercado: operadores remotos

3.4 Modelo de compensación y liquidación: local

3.5 Modelo regulatorio: Stándares de IOSCO.

## 4- Preliminarmente, los participantes detectaron las siguientes NECESIDADES:

4.1 IMPLEMENTAR NORMAS DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS, para las Casas de Valores

- 4.2 IMPLEMENTAR NORMAS SOBRE CONFLICTOS DE INTERÉS
- 4.3. INCLUIR UNA DEFINICIÓN CLARA DE CONFLICTO DE INTERÉS EN LA LEY.

4.4 SUPERVISIÓN DE ORGANIZACIONES AUTORREGULADAS: ¿cual es la supervisión deseada? La auto supervisión más la supervisión del regulador. ¿Que sanciones se le ha impuesto alguna organización autorregulada?

### **MESAS DE TRABAJO:**

Luego de la inducción el taller se dividió en dos grupos, para la revisión de algunos principios de IOSCO (ver Anexo), y evaluar la realidad de los países. El ejercicio consiste en estudiar la posibilidad de la aplicación de los principios y la importancia de estos principios para la implementación de una plataforma única de negociación entre los países participantes..

Juan Manuel Martans participó en la parte regulatoria.

Mario Riega participó en la parte de supervisión.

### De la discusión, las mesas arrojaron los siguientes RESULTADOS:

Se verificaron y se discutió caso por caso el estado situacional de los países en cuanto a los principios revisados en el taller:

#### **1. Relacionados intermediarios:**

- a. Principio 29: es relevante y debe buscar superarse brechas<sup>1</sup>.
- b. Principio 30: es relevante y debe buscar superarse brechas. En El Salvador podría haber contingencia legal con norma que emita la Superintendencia.
- c. Principio 31 es relevante y debe buscar superarse brechas.
- d. Principio 32: es relevante y debe buscar superarse brechas. En El Salvador requiere de cambio legislativo.
- e. Sobre el tema de Conflictos de interés: es relevante y debe buscar superarse brechas entre los países.
- f. Sobre el tema de Tercerización: es relevantes y debe buscar superarse brechas

---

<sup>1</sup> Brechas: diferencias que existen en las prácticas y legislaciones nacionales de los países participantes, que restringen la homologación de las legislaciones, operativa y supervisión, convirtiéndose éstas en obstáculos para posible integración futura.

## **2. Relacionados a mercados secundarios.**

- a. Principio 33 implementado.
- b. Principio 34 implementado.
- c. Principio 35 es relevante y debe buscar superarse brechas. Requiere compromiso de las bolsas
- d. Principio 36: es relevante y debe buscarse superarse brechas.
  - a. Recomendación: compartir experiencia de herramientas de seguimiento y aspirar a un Standard superior.
- e. Principio 37: es relevante y debe buscarse superarse brechas.
- f. Principio para acceso electrónico directo: es relevante en la medida que se circunscriba al operador remoto. ceñirnos sobre el tema de los operadores remotos.
- g. Función cumplimiento: es relevante pero debe fusionarse o sincronizarse otras exigencias de funcionarios responsables de aspectos de cumplimiento.
- h. Principios para identificación de clientes: es relevante y debe buscar superarse brechas.
- i. Lineamiento relativo a requisito de entrada y supervisión basado en riesgo: es relevante y debe buscar superarse brechas.

3. **Relacionados a autorregulación:** prioritarios superar las brechas entre los países.

### **Luego de discutidos los Principios IOSCO, se discutieron los temas de:**

1- Autorización de la Plataforma: abordando el estado situacional actual de los países y sentando los avances y limitaciones, si la Plataforma fuese a ser implementada en estos momentos.

2- Requisitos del Operador Remoto: identificando dentro de los países la figura, resultando que Panamá es el único país participante que ya contempla la figura.

Posteriormente, comenzó una nueva discusión plenaria, la cual comenzó con una actividad de estudio sobre la figura del CONFLICTOS DE INTERÉS. Para esto, vimos un fragmento de la película "The Inside Job".

De la discusión, se puede resaltar lo siguiente:

1. Los conflictos de interés crean crisis, porque personas que crean las políticas son partes relacionadas con el negocio.

2. En Islandia, todo estaba bien PERO LA SUPERVISIÓN no era buena. Por eso, el sistema financiero COLAPSÓ.
3. Es necesario definir tipologías para identificar cuando hay conflicto de interés.

**Después se inició la discusión en materia de supervisión en los países participantes, de la cual se puede resaltar lo siguiente:**

1. En el caso EUA, la Bolsa supervisa y la SEC entra en los casos sensibles. La realidad de los recursos para la supervisión es que la brecha de los recursos no va a cambiar. Para lograr una mejor supervisión, debe haber confianza entre el regulador y la bolsa.
2. Se requiere un sistema de supervisión, donde cada participante de la industria juegue su rol.
3. Se requiere de la discusión del tema de Gobierno Corporativo, en el cual los directivos jueguen su papel, basado en la responsabilidad de éstos en la gestión de la sociedad.

**Más adelante, el facilitador abordó los siguientes temas:**

- 1- MONITOREO: a medida que el mercado crece, el monitoreo en tiempo real (pantallas) se hace necesario.
- 2- PUBLICIDAD de las Sanciones en nuestra página web.
- 3- PUBLICIDAD de la apertura de las investigaciones.
- 4- ¿HACIA DONDE VAMOS?
  - I. Estándares de Operadores Bursátiles.
  - II. Estándares negociación instrumentos.

En este tema, las mesas de trabajo y luego la plenaria discutieron ciertos lineamientos establecidos por el Parlamento Europeo y Consejo Directiva 2004/39/CE (ver Anexo II), relativo a los mercados de instrumentos financieros , arrojando los siguientes resultados:

- I. Lineamiento I: es relevante y debe ser considerado, buscando homologar requisitos entre países. Fortalecer regulador con especialistas para cumplir lineamiento.

- II. Lineamiento II: altamente relevante. Postergar temas como participantes que no sean intermediarios. Buscar homologar el perfil de los traders.
- III. Lineamiento III: es relevante inculcar a que los intermediarios establezcan sus propias políticas y mecanismos de administración de riesgos y controles internos. “cumple o explica”
- IV. Lineamiento IV: es relevante para la integración. Las tres Jurisdicciones deben tipificar y homologar conceptos sobre “abuso de mercado”.
- V. Lineamiento V: es relevante, intermediarios deben tener políticas y procedimientos de control interno.
- VI. Lineamiento VI: Tema postergable.

5- OPERADORES REMOTOS: ¿debería haber un requisito local para estos? En este punto se abordó y concluyó que la figura de la jurisdicción reconocida es básica.

Se inició una discusión plenaria sobre este tema, arrojando los siguientes resultados:

- I. En Panamá, el Acuerdo 3-2009 regula esta materia.
- II. En el caso de Costa Rica, los miembros de la bolsa son accionistas de ésta, por lo que los OR actuarían a través de los puestos de bolsas locales (corresponsalía) y su Ley no prevee esta figura
- III. En el caso de El Salvador, esto será introducido en un paquete de reformas a la Ley.
- IV. Hay que reforzar la autorregulación de las Bolsas para fiscalizar a los operadores remotos.

6- CONOCE TU CLIENTE: Se inició una discusión plenaria sobre este tema, en la cual se concluyó que hay que estandarizar los requerimientos mínimos para identificar completamente a los clientes antes de la apertura de una cuenta con un intermediario / identificar el perfil de inversionista.

**De igual forma, y brevemente, se abordaron los siguientes temas:**

- REGULAR LOS SERVICIOS DE TERCERIZACIÓN: en cuanto al manejo de información privilegiada.
- TIPOLOGÍAS DE CONFLICTOS DE INTERÉS: y reforzar el uso de las bitácoras.

- ESTANDARIZACIÓN EN MATERIA DE REGULACIÓN: deja sin espacio al arbitraje.
- COMPARTIR INFORMACIÓN: para poder fiscalizar a los operadores remotos.
- PROCEDIMIENTO EN CASOS DE QUIEBRA.
- IMPLEMENTAR UN REGIMEN REGULADOR GENERAL DE SISTEMAS DE EJECUCIÓN DE ÓRDENES.
- ¿QUE INFORMACIÓN SE DIVULGA (PARÁMETROS Y TIPOS) DENTRO DEL MERCADO SECUNDARIO?
- OPERACIONES TRANSFRONTERIZAS: Es relevante. Establecer tratado entre autoridades. Planteamiento: acreditación del regulador del país de origen.
- REGULACIÓN DE SISTEMA DE NEGOCIACIÓN: Es relevante.
- REGULACIÓN PARA AUTORIZAR “MERCADOS” (BOLSA): Es relevante. Se hace una diferencia ente autorizar a una bolsa a operar Y autorizar el mecanismo de negociación de los valores dentro de la Bolsa.
- ALCANCE Y AUTORIZACIÓN PARA GESTIONAR UN MERCADO REGULADO: Es relevante, al momento de la integración, por todo lo que implica la autorización de operar en los mercados, y la homologación de estas reglas.
- TRANSPARENCIA EN LA NEGOCIACIÓN: Es relevante. Es un elemento básico en los sistemas de negociación, y que cada uno de los reguladores tengamos acceso a esa información. Debería buscar homologarse el tratamiento entre los 3 países.

Preparado por:

**JUAN MANUEL MARTANS**  
Comisionado

**MARIO RIEGA BERNAL**  
Asesor Legal