SMV

Superintendencia del Mercado de Valores
República de Panamá

Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá

Tomo IV

Mayo 2017

Superintendencia del Mercado de Valores

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ

Tomo IV

Mayo 2017

Superintendencia del Mercado de Valores
Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del de Valores en Panamá. - Panamá: Superintendencia del Mercado de Valores, 21 p. ; 27 cm.

SBN 978-9962-8908-3-6
1. ECONOMÍA - PANAMÁ
2. MERCADO DE VALORES
3. FINANZAS 1. Título.

Superintendencia del Mercado de Valores
Panamá, Ciudad de Panamá, Calle 50, Edificio Global Plaza, Piso 8
Teléfono (507)501-1700. Fax (507) 501-1709
Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá.
E-mail: info@supervalores.gob.pa

Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá.
Tomo IV. Primera Edición.

Impreso en ciudad de Panamá, República de Panamá, 2017.

Publicación Oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá.

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ - TOMO IV

© Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá

Diseño, diagramación y corrección:
© Editorial Universitaria Carlos Manuel Gasteazoro, 2017.
Estafeta Universitaria.
Panamá, República de Panamá
Tels.: 523-5172 / 523-5174 / 523-5173
Correo electrónico: eupan@up.ac.pa

EUPAN

Dirección de la profesora Delia Cortés Márquez
Corrección: Efigenia Cedeño
Diseño y diagramación: Dafne Ramírez A.

Primera Edición, Panamá 2017.

Todos los Derechos Reservados de esta edición. Prohibida la reproducción parcial o total de esta obra, por cualquier medio, sin el previo consentimiento y expresa autorización por escrito del autor.

COMPILACIÓN DE ARTÍCULOS SOBRE LA REGULACIÓN Y EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ

Tomo IV

NOTA: *La presente obra es una recopilación de artículos académicos y/o de opinión. Por ende, las opiniones expresadas en estos artículos son personales y la responsabilidad por el contenido de cada uno de estos será de su autor.*

En adición a lo anterior, en los casos de artículos de funcionarios de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá ("Superintendencia"), las opiniones vertidas en aquellos no representan la posición oficial de la Superintendencia ni del personal que en ella labora.

La publicación y distribución de esta obra tanto en forma física como digital ha sido autorizada por sus autores. Cualquier otra publicación y/o distribución total o parcial de esta obra, por cualquier medio, deberá contar con la autorización del autor o autores, según aplique.

ÍNDICE

Autoridades de la Superintendencia del Mercado de Valores..... 11
Listado de Autores..... 13
Prólogo..... 19

CAPÍTULO I
REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

1. Las Sociedades de Inversión Inmobiliarias..... 23
Pablo Epifanio y Ricardo Arias

2. El rol del liquidador y la Superintendencia del mercado de valores en la liquidación forzosa de instituciones registradas…..... 31
Alexander A. Atencio Cano

3. Los menores de edad no emancipados como "titulares" / tenedores indirectos de cuentas de inversión en casas de valores……..... 46
Alexander A. Atencio Cano

4. Sociedades de inversión para el emprendimiento y el desarrollo inmobiliario…..... 73
Allan Binns

5. ¿Cuál es el rol del regulador de valores frente a las empresas que emiten valores públicamente?..... 78
Allan Binns

6. Asesoría de inversión en materia de opciones binarias: ¿existe suficiente regulación?..... 80
Darío Sandoval Shaik

7. Micro financiación Colectiva…….....…… 86
Yolanda G. Real S.

8. Responsabilidad del auditor…….....… 88
Roberto Barsallo

9. Fusiones, adquisiciones y escisiones en el mercado de valores de Panamá……..... 91
Allan Binns

10. La supervisión basada en riesgos en los países de la región…….. 124
Angela Viviana Garcia Rios

11. Aspectos relevantes de un plan de negocio…….…… 130
Zaida Llerena

12. De las cuentas de Custodias en las Casas de Valores…….. 137
Gustavo Gordón Guerrero

13. Alcance de la potestad sancionadora a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores……..... 140
Alexander A. Atencio Cano

CAPÍTULO II

COOPERACIÓN INTERNACIONAL, INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN Y PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES EN EL MERCADO DE VALORES

14. Una mirada a las medidas de cumplimiento aplicables al mercado de valores…….…… 169
Pablo Epifanio y Ricardo Arias

15. El nuevo proceso de Congelamiento Preventivo…..... 181
Oscar J. Rawlins Rodríguez

16. Del Levantamiento del Secreto Profesional y Obligación de Reporte de Actividades Ilícitas……..... 184
Gustavo Gordón Guerrero

17. Fraude, Corrupción y Lavado de Dinero en Valores…….…. 189
Juan Ivan Rogers Harper

18. Panamá en listas de todos los colores……..... 191
Carlos Barsallo

19. Impacto de la ley 23 de 2015 en bancos, fiduciarias y financieras… 201
Carlos Barsallo

20. Logros Alcanzados por la Superintendencia del Mercado de Valores para la Prevención del Blanqueo de Capitales, el Financiamiento del Terrorismo y la lucha contra el financiamiento de Armas de Destrucción Masiva…….....…. 214
Oscar J. Rawlins Rodríguez

21. Después de 16 años estamos viendo la Luz …….…. 219
Marelissa Quintero de Stanziola

22. Cierre de corresponsalías, cómo afecta al mercado de valores panameño……..... 226
Marelissa Quintero de Stanziola

CAPÍTULO III
ÉTICA, TRANSPARENCIA Y GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES

23. La transparencia en el mercado de valores……..…… 231
Yolanda G. Real S.

24. “Ética se escribe con “E” de Éxito”…….....…. 234
Oscar J. Rawlins Rodríguez

25. Gobierno Corporativo en Fusiones y Adquisiciones…….…….. 237
Allan Binns

26. Buen gobierno de los reguladores……..... 240
Carlos Barsallo

27. Diez eventos importantes en materia de gobierno corporativo en Panamá..……..…… 251
Carlos Barsallo

28. El rol de las organizaciones privadas en el gobierno corporativo en América Latina……..... 262
Carlos Barsallo

29. Gobierno corporativo: Propuesta para un enfoque diferente…..... 274
Carlos Barsallo

30. Palabras dadas en acto de presentación de Estudio sobre evaluación de prácticas de gobierno corporativo de 5 empresas de propiedad estatal panameñas…….....…….. 285
Carlos Barsallo

31. Importancia de cumplir con estándares de ética y transparencia para evitar fraudes en el sector privado……..... 292
Carlos Barsallo

32. Buen gobierno corporativo y ética empresarial dentro de la agenda RSE de los últimos 5 años en Panamá……..... 316
Carlos Barsallo

33. El futuro del gobierno corporativo en Panamá……..... 327
Carlos Barsallo

34. La gestión de un "Buen Gobierno Corporativo" para emisores e intermediarios del mercado de valores: pilar fundamental de sostenibilidad y desarrollo……..... 336
Rosaura González Marcos

35. Importancia de la Equidad de Género en las Juntas Directivas..... 342
Oscar J. Rawlins Rodríguez

MONOGRAFÍA GANADORA DEL VII CONCURSO DE MONOGRAFÍA SOBRE "SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGO, FORTALECIENDO LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD DEL MERCADO", REALIZADO EN 2016.

36. Análisis del marco conceptual nacional e internacional de la gestión de riesgos y la conveniencia de la aplicación en el mercado de valores de panamá……..... 345
Ángela Viviana García Ríos y Roberto Rubier Valdés Jiménez

AUTORIDADES DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

JUNTA DIRECTIVA

Lamberto Mantovani
Presidente

José Ramón García De Paredes
Secretario

Ana Lucrecia Tovar de Zarak

Luis Ángel Jiménez Hernández

Rodrigo Lindo

Antonio Pereira

Nicolás Ardito Barletta

SUPERINTENDENTE

Marelissa Quintero de Stanziola

SECRETARIA GENERAL

Loraine Chavarría de Sinclair

DIRECTORES

Celia Ana Bravo
Directora de Administración y Finanzas

Yolanda G. Real S.
Directora de Emisores

Ramón Diez Becciu
Director de Jurídico

Javier A. Miranda G.
Director de Investigaciones Administrativas y Régimen Sancionador

Elena M. Martín B.
Directora de Supervisión de Intermediarios

Oscar J. Rawlins Rodríguez
Director de Normativa y Asuntos Internacionales

Dalys R. Terán
Directora de Prevención y Control de Operaciones Ilícitas

AUTORES

(En orden alfabético)

ARIAS, Ricardo

Desarrollo y Financiamiento de Proyectos / Regulación de Mercado de Valores. Ricardo Arias es Asociado de Morgan & Morgan desde el año 2007.

El Lic. Arias representa con frecuencia, a prestamistas locales y extranjeros así como a promotores o prestatarios nacionales y extranjeros, en financiamientos y proyectos de financiamiento garantizados y no garantizados. El Lic. Arias igualmente ha asesorado a clientes locales y extranjeros con respecto a la colocación de valores en Panamá y transacciones transfronterizas.

Obtuvo su Licenciatura de la Facultad de Derecho de la Universidad Latina de Panamá. Admisiones República de Panamá.

ATENCIO CANO, Alexander A.

Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas egresado de la Universidad de Panamá, con Maestría en Derecho Mercantil de la Universidad Santa María la Antigua de Panamá. Cuenta con dos años de experiencia en el sector privado, como abogado independiente, y siete años de experiencia en el sector público, tres de estos ejerciendo distintos cargos en el Órgano Judicial y los cuatro últimos años como parte del equipo de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, en la Dirección de Investigaciones Administrativas y Régimen Sancionador y, recientemente, en la Dirección Jurídica. Ha recibido diversas capacitaciones en materia judicial, administrativa, bancaria, del mercado de valores, entre otras, al igual que impartido conferencias en temas de procedimiento administrativo.

BARSALLO, Carlos

Socio Riesgo, ética e independencia, Deloitte Panamá. Ex Comisionado Comisión de Valores de Panamá 1999-2008. Presidente hasta marzo 2008. Abogado visitante oficina Nueva York ALLEN & OVERY. Ex Magistrado Suplente Especial. Tercer Tribunal Superior de Justicia, Panamá. Ex Profesor Maestría de Derecho. Nombrado por Semanario Capital Financiero Figura Pública, año 2006.Ex Presidente Consejo de autoridades del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores. Evaluador formado por Fondo Monetario Internacional y BancoMundial en prevención de blanqueo de capitales.Asociado Toronto Centre para el liderazgo en supervisión financiera.Facilitador y asesor Junta Directiva.

Miembro fundador y ex director Instituto Gobierno Corporativo-Panamá. Miembro Fundación Panameña de Ética y Civismo. Ex miembro de la Junta Directiva.Ex Presidente del Tribunal de Honor del Colegio Nacional de Abogados de Panama. Miembro de la Junta Directiva de la Fundación para el desarrollo de la libertad ciudadana, Capítulo panameño Transparencia Internacional. Miembro del Private Sector Advisory Group (PSAG), Global Corporate Governance Forum (GCGF).Doctor en Derecho, Cum Laude Universidad Complutense, Madrid, España. Master Derecho Comercial, Universidad París II, Francia. Programa de Instrucción para Abogados,

Harvard University. Master of LawsUniversidad de Pennsylvania. Licenciado en Derecho yCiencias Políticas, summa cum laude, Universidad de Panamá.

BARSALLO, Roberto.
Estudiante de dos carreras simultáneas, Derecho y Ciencias Políticas, y Contabilidad, en la Universidad Católica Santa María La Antigua. Presidente de la Asociación de Estudiantes de Derecho y Ciencias Políticas de la USMA 2015-2016. Tesorero de la Federación de Estudiantes de la USMA 2015-2016. Secretario de la organización Jóvenes Unidos por el Diálogo 2014-2015.
Diplomado en Medidas para la Prevención y Lucha contra la Corrupción por la Oficina de las Naciones Unidas contra la Droga y el Delito (UNODC) y la Academia Regional Anticorrupción para Centroamérica y el Caribe (ARAC) 2014.
Primer representante de la USMA y Panamá en el Center fortheStudy of thePresidency and Congress: PresidentialFellowsProgram en Washington, D.C.
Representación de la USMA y Panamá por primera vez en el Campeonato Mundial de Debate en Español 2014 (CMUDE) realizado en México.
Representación de la USMA y Panamá en el Campeonato Mundial de Debate en Español 2015 (CMUDE) realizado en Colombia.
Representación de la USMA y Panamá en el UNIV 2014 realizado en Italia.
Publicaciones en el periódico La Estrella de Panamá, Revista Jurídica El Digesto, y Martes Financiero.

BINNS, Allan
Abogadoy docente especializado en temas de fusiones y adquisiciones,mercados de valores, y derecho corporativo. Ha ejercido estas áreas para importantes despachos de abogados en Panamá. Actualmente es Asesordel Despacho Superior de la Superintendencia del Mercado de Valores, y previamente laboró en Unidad de Normativa y Asuntos Internacionales de esta institución.
Es autor de libro *"La oferta pública de adquisición en Panamá: Estudio para abogados e inversionistas"* (2011); ha publicado diversos artículos; y fue asistente de investigación en el Centro para el estudio de las Fusiones y Adquisiciones de la Universidad Estatal de Pennsylvania.
Cuenta con una licenciatura en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá (2008); un Certificado en Derecho Americano e Inglés Legal de la Universidad de Delaware (2008); una Maestría en Leyes de la Universidad Estatal de Pennsylvania (2012); un Postgrado en Docencia Superior (2015); y es traductor público autorizado español-inglés-español (2013).

EPIFANIO, Pablo
Derecho Mercantil y Corporativo | Bienes Raíces | Regulación de Mercado de Valores
Abogado asociado del Departamento de Derecho Corporativo de la firma. Se incorporó a la firma en noviembre de 2007, formando parte del Departamento de Bienes Raíces, en donde participó en toda clase de transacciones relacionadas al Derecho Inmobiliario. Adicionalmente, estuvo encargado de brindar consultoría legal al área de banca

comercial del HSBC, manejando todo tipo de contratos de crédito y garantías corporativas. Antes de integrarse a Morgan & Morgan, el Licdo. Epifanio laboró para varias firmas locales, en donde obtuvo experiencia en asuntos administrativos.
Obtuvo su Licenciatura en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Santa Maria La Antigua (2007), además de una Maestría en Derecho Bancario (Magna Cum Laude, 2010) y una segunda Maestría en Derecho Mercantil (Magna Cum Laude, 2011) en la Universidad Santa María La Antigua en Panamá. Posteriormente obtuvo una Maestría con énfasis en Derecho Bursátil y Corporativo en la Escuela de Derecho de Vanderbilt University, Nashville TN, Estados Unidos.
Admisiones República de Panamá

GARCÍA, Ángela
Licenciada en Contabilidad de la Universidad de Panamá, con estudios superiores en Auditoría y Riesgos Financieros, Magíster en Administración Financiera. Ha laborado en el sector financiero, bancario y asegurador.
Expositora en eventos internacionales, de temas relacionados con la administración de riesgos, con experiencia en docencia universitaria.

GONZÁLEZ MARCOS, Rosaura
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas, Post Grado en Alta Gerencia y Maestría en Administración de Empresas (MBA).
Presidenta y Directora del Instituto de Gobierno Corporativo Panamá (2016-2017). Ha fungido como Directora de Asesoría Legal del MICI, Directora de Asesoría Legal del SIACAP,Directora de Asesoría Legal,de Fiscalización y Auditoría, y Comisionada a.i de la Comisión Nacional de Valores hoy Superintendencia del mercado de Valores (periodos entre 2001-2009),Directora Nacional de Asesoría Legal Caja de Seguro Social (2009-2011), Abogada Asociada en ICAZA GONZÁLEZ -RUIZ & ALEMÁN (2011-2015).
Cursos especializados en materia de Mercado de Valores: Securities and Exchange Commission (SEC-USA), Comisión de Valores Mobiliarios (Brasil); Federal Bureau of Investigation (FBI); Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision; Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores (Madrid España).
Experiencia Docente: Ha ejercido la docencia por 25 años en la Universidad de Panamá, Universidad Latina y Universidad Interamericana como Profesora Titular de las materias Títulos Valores, Derecho Bancario, Hacienda Pública y Derecho Fiscal. Es fundadora de la empresa de consultoría RGMARCOS Consultores.

GORDÓN GUERRERO, Gustavo
Curso estudios en la Universidad Católica Santa María la Antigua en la ciudad de Panamá, República de Panamá en donde obtuvo título de abogado en el año 2004. También en esa Universidad culminó la carrera de Contador Público en el año 2010. Cursó y obtuvo el título de Maestría en Derecho Comparado en la Universidad Estatal de Louisiana en Baton Rouge, Louisiana, Estados Unidos, en 2006.

En su vida profesional laboró como asistente de abogado en la firma Arias, Fábrega y Fábrega, y en la firma de auditores familiar Chen Gordón y Asociados.
Por los últimos 6 años ha laborado en la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá como Oficial de Inspección y Análisis y actualmente como Asesor Legal en la Dirección Jurídica de dicha Superintendencia.

LLERENA, Zaida
Doctora en Derecho y Magister en Derecho Procesal por la Universidad Nacional de Rosario, Argentina, también es Magister en Dirección y Gestión en Sistemas de Seguridad Social por la Universidad de Alcalá de Henares y la Organización Iberoamericana de Seguridad Social y Máster en Administración de Empresas por el INCAE. Además, realizó estudios de posgrado en docencia superior y ostenta la certificación AMLCA de FIBA.
Con nueve años de experiencia docente a nivel de licenciatura y maestría, Zaida Haydee laboró en la Comisión Nacional (actual Superintendencia del Mercado de Valores) ocupando los cargos de Oficial de Inspección y Análisis del Mercado de Valores, Asesora Legal, Subdirectora de Supervisión Extra Situ y Directora Encargada de Asesoría Legal. Posteriormente trabajó en Citi Panamá como Gerente de Control en las áreas de políticas, regulaciones y prevención de lavado de dinero. Ahora ejerce como Subdirectora de Autorizaciones en la Superintendencia del Mercado de Valores. Ha sido expositora invitada en más de 15 conferencias en Panamá, asesora de la mesa de servicios financieros en las negociaciones de los Tratados de Libre Comercio, colaboró en el Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica coordinado por el IIMV.

QUINTERO DE STANZIOLA, Marelissa
La Licda. Marelissa Quintero de Stanziola tiene más de 15 años de experiencia en la industria financiera. Desde julio de 2015, fue designada por el Presidente Juan Carlos Varela como Superintendente del Mercado de Valores de Panamá, hasta el año 2019. Previamente, ocupó diversos cargos en el regulador de valores: Directora Legal, Directora de Mercados e Intermediarios, y Asesora Legal. También ha sido consultora del Banco Interamericano de Desarrollo y Asesora Legal del Grupo Morgan & Morgan. Cuenta con una licenciatura en Leyes de la Universidad Santa María La Antigua (1998); una Maestría en Leyes y Negocios Internacionales de Stetson University (2000); y un diplomado en Políticas Públicas en un Estado de Derecho de la Universidad de Panamá (2011).

RAWLINS RODRÍGUEZ, Oscar J.
Director de Normativa y Asuntos Internacionales. (SMV-Panamá)
Cursó estudios en la Universidad de Panamá, obteniendo el título de Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas, año 2001, (Capítulo de Honor Sigma Lambda). Tesis de Grado: "Responsabilidad Jurídica del Banquero", cuenta con un postgrado en Derecho Comercial y una Maestría en Derecho Mercantil de la Universidad Interamericana de Panamá (UIP), un Postgrado en Finanzas de la Universidad

Especializada del Contador Público Autorizado, Maestría en Finanzas con énfasis en Finanzas Corporativas de la misma institución académica; Postgrado en Servicios Bancarios para el Comercio Internacional, y Especialización en Finanzas ambos de la Universidad Latina de Panamá.
Ha participado en cursos especializados en materia de supervisión y regulación de mercados financieros y mercado de capitales de distintos organismos internacionales, Fondo Monetario Internacional (FMI), BID, CAF, U.S. SEC, Toronto International Leadership Center for Financial Sector Supervision; Conferencista y autor de varios artículos relacionados a: Derecho de las Telecomunicaciones, Protección al Consumidor, Habeas Data, Banca y Finanzas, Fondos de Pensiones y Cesantías, Títulos Valores e Inversiones, entre otros; generador de artículos de opinión, y columnista permanente de suplementos financieros locales e internacionales.

REAL S., Yolanda G.
Es Licenciada en Administración de Empresas y Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas. Ha participado en diversos seminarios y cursos relacionados con valores, seguros, gestión administrativa y financiera.
Desde el 1 de febrero de 1996 hasta la promulgación del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 se desempeñó como Directora Ejecutiva de la Comisión Nacional de Valores, adscrita al Ministerio de Comercio e Industrias. Promulgado el Decreto Ley, le correspondió la organización administrativa y financiera de la Comisión Nacional de Valores.
En el regulador del mercado de valores, ha ocupado los cargos de Directora de Intermediarios de Valores; Directora de Registro de Valores e Informes de Emisores; Directora de Registro y Autorizaciones, y como resultado de reestructuración organizativa de la Superintendencia del Mercado de Valores, desde 16 de junio del 2016 a la fecha es la Directora de Emisores, teniendo a su cargo la Subdirección de Registro de Valores y la Subdirección de Análisis de Emisores.
Cuenta con una vasta experiencia en el campo de regulación y supervisión de las sociedades relacionadas con los seguros, reaseguros, financieras y valores por los cargos desempeñados en su trayectoria profesional.

ROGERS HARPER, Juan Iván
Ph.D., CACM, MBA, CICA, CPE, AFA, CAMS, FCPA, CFE, CPA
Socio Director de ROGERS FORENSIC AUDITORS, miembro de Rogers Forensic Auditors Group con oficinas en Costa Rica, Guatemala, Perú y República Dominicana, con una práctica profesional dedicada exclusivamente a realizar Auditorias Forenses Antifraude desde hace 17 años. Posee un Doctorado (Ph.D.) con Especialización en Estudios Forenses de Contabilidad en Estados Unidos; es Administrador Anti-Corrupción Certificado (CACM), tiene Maestría en Administración de Negocios (MBA en Finanzas), es Auditor Certificado en Controles Internos (CICA), Psicofisiólogo Forense y Examinador del Polígrafo Certificado (CPE), Auditor Forense Antifraude (AFA), Especialista Certificado en Antilavado de Dinero (CAMS), Contador Público Autorizado Forense Certificado (FCPA), Examinador de Fraude Certificado (CFE) y

Contador Público Autorizado (CPA). Estas certificaciones lo ubican como el primer Contador Público Autorizado (CPA) y Auditor Forense a nivel mundial en obtener dichas designaciones antifraude, anticorrupción y antilavado. Es Presidente del Instituto Internacional de Auditores Forenses Antifraude (IIAFA) y ha realizado estudios en Auditoria Forense, Derecho Probatorio y Nuevo Sistema Acusatorio. Ha participado en conferencias y/o prestado sus servicios en más de 30 países en América, Asia, Europa y Medio Oriente, entrenando a más de 14,000 profesionales, que incluye participación como orador en su tema en el Congreso Mundial de Contadores de 2010 en Malasia.

SANDOVAL SHAIK, Darío
Abogado Asociado en ADAMES|DURÁN|ALFARO|LÓPEZ (ADURAL). Ex Asesor Legal de la Comisión Nacional de Valores. Profesor de Legislación del Mercado de Valores en la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Católica Santa María La Antigua. Presidente de la Comisión de Banca, Fideicomiso y Bolsa de Valores del Colegio Nacional de Abogados (2009-2011). Elegido por el Semanario Capital Financiero como miembro de la prestigiosa lista de 40 personas menores de 40 años, por su destacada trayectoria profesional. Ganador del premio Enrique Linares a la mejor investigación en el campo de Economía y Finanzas de la Revista Cultural Lotería (2015).
Obtuvo el grado académico de Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Su Tesis Doctoral, intitulada Las Condiciones Generales del Contrato de Seguro y su Control Interno e Internacional, alcanzó la máxima calificación de sobresaliente cum laude por unanimidad. http://eprints.ucm.es/23731/1/T34977.pdf

VALDÉS, Roberto
Profesional en Finanzas y Banca, Magister en Finanzas con énfasis en Banca e Intermediarios Financieros,de la Universidad Especializada del Contador Público Autorizado UNESCPA. Con más de 15 años de experiencia en el sector financiero y de mercado de valores, donde ha desempeñado diferentes cargos relacionados con la administración de portafolios y gestión de riesgos financieros.

PRÓLOGO

Esta obra denominada “Compilación de Artículos Sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá” consiste en el Tomo IV de una labor homónima, que inició la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá, hoy en día Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá; con el Tomo I en el año 2006, el Tomo II en el año 2007 y el Tomo III en el año 2008. Nueve años más tarde publicamos este Tomo IV, con el afán de retomar esa buena práctica que va ligada con uno de nuestros objetivos, la protección de los inversionistas; tarea que intrínsecamente conlleva la educación de estos.

Como lo indica el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, el objetivo de la Superintendencia, regulador del mercado de valores en Panamá, es la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas.

A fin de cumplir con este objetivo, especialmente la última parte relativa a la protección de los derechos de los inversionistas, es crucial contar con inversionistas debidamente informados de sus derechos y obligaciones. Una de las formas de mantenerlos informados es a través de la publicación de artículos académicos o de opinión en que se explique cómo funciona el mercado de valores y su regulación.

No obstante, de esta obra no sólo se ven beneficiados los inversionistas: los abogados y contadores que atienden clientes que realizan actividades del mercado de valores, pueden conocer mejor la regulación sectorial; los ejecutivos y personal de entidades con registro o licencia de la Superintendencia, pueden contar con información actualizada que les permita cumplir más eficaz y eficientemente con la normativa aplicable; los docentes y estudiantes pueden contar con bibliografía, la cual es escaza en esta materia en nuestras latitudes; cualquier ciudadano que desee conocer sobre el mercado de valores, puede encontrar artículos que le permitan adentrarse en esta materia; y el propio regulador, que ciertamente puede recibir retroalimentación de su actuar o de la regulación emitida, por medio de los análisis y las opiniones vertidas en los artículos.

Es menester indicar que esta obra, más que un logro de la Superintendencia, que es un mero canal para la compilación y publicación de artículos, es un

mérito de los autores. Estos son colaboradores y ex colaboradores del regulador, abogados, contadores y estudiantes, que dedican su tiempo, sin retribución, a la labor de escribir sobre el mercado de valores; y quienes sin duda reconocen la importancia de la educación al inversionista. Sin embargo, también es para ellos una oportunidad para expresar, en un ambiente académico y de libertad de expresión, su análisis u opinión respecto a la labor del regulador o a la regulación del mercado de valores.

En esta ocasión aprovechamos para publicar la monografía *"Análisis del marco conceptual nacional e internacional de la gestión de riesgos y la conveniencia de la aplicación en el mercado de valores de Panamá",* elaborada por los licenciados Angela Viviana García Ríos y Roberto Rubier Valdés Jiménez, la cual fue ganadora del VII concurso de monografía sobre *"Supervisión Basada en Riesgo, fortaleciendo la transparencia y seguridad del mercado"*, realizado en 2016; y felicitamos a sus autores por este gran trabajo.

La Superintendencia agradece a estos 16 autores que con 35 artículos y 1 monografía contribuyen a la labor de educación al inversionista en el mercado de valores; y los invita a seguir participando en ésta y todas las iniciativas que realiza la Superintendencia.

Ciertamente esta obra es una coyuntura ganar-ganar. Confiamos en que este tipo de iniciativas continúen, con miras a contribuir al desarrollo del mercado de valores y del país.

Panamá, mayo de 2017

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente
(2015-2019)

CAPÍTULO I

REGULACIÓN, SUPERVISIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIAS

Por: Ricardo Arias A. y Pablo Epifanio

I. Introducción

Las sociedades de inversión inmobiliarias (conocidas en inglés como real estate investment trusts y REIT en forma abreviada) nacieron en los Estados Unidos de América el 14 de septiembre de 1960 cuando el Presidente Dwight D. Eisenhower firmó el REIT Act, un título contenido en el Cigar Excise Tax Extension Act de 1960 que modificó ciertas disposiciones del Título 26 del U.S. Code.

La definición de REIT para efectos de ley estadounidense está contenida en la Sección 856 del Título 26 del U.S. Code.En términos genéricos, un REIT se puede definir como un fondo que obtiene capital de inversionistas a través de la venta de sus acciones, cuotas de participación u otros valores transferibles que representen un interés en su patrimonio e invierte dichos recursos en la adquisición, construcción, desarrollo, financiamiento y operación de bienes inmuebles.

Aunque los REITs están disponibles para todo tipo de inversores, un objetivo importante que motivó su creación fue la posibilidad de permitir a inversionistas con poder adquisitivo limitado participar, mediante la compra de valores emitidos por REITs, en proyectos y negocios inmobiliarios a los que de otra forma no hubieran podido tener acceso.

II. Fundamento Legal

El ordenamiento jurídico panameño también contempla una figura similar al REIT estadounidense que se denomina sociedad de inversión inmobiliaria o SII. El fundamento legal de las SII se encuentra en el parágrafo 2 del artículo 706 del Código Fiscal (el "Artículo 706(2)"), en el Decreto Ejecutivo N° 199 de 23 de junio de 2014 (el "Decreto 199-2014") que regula el Artículo 706(2) y en el Acuerdo No. 2 de 2014 (el "Acuerdo 2-2014") expedido por la Superintendencia del Mercado de Valores (la "SMV").

Si bien es cierto que las disposiciones del Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004, el cual regula las sociedades de inversión en general, aplicarán a las SII para regular cualquier aspecto de su funcionamiento que no esté reglamentado por una norma del Acuerdo 2-2014, no será aplicables a las

SII los artículos 27 (Normas generales sobre las inversiones) y 35 (Endeudamiento y Garantías) del Acuerdo 5-2004.

III. Concepto y Actividad

El Decreto 199-2014 define el concepto de sociedad de inversión inmobiliaria como: "toda persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual constituidos bajo las leyes de la República de Panamá, que mediante la expedición y venta de sus cuotas de participación, se dedique al negocio de obtener dinero de inversionistas, a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, ya sea directamente o a través de subsidiarias, en bienes inmuebles, títulos representativos de derechos sobre inmuebles o en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, en la República de Panamá".

Según el Decreto 199-2014, el objeto de una SII es: "invertir y negociar, ya sea directamente o a través de subsidiarias, en bienes inmuebles, títulos representativos de derechos sobre inmuebles o en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, en la República de Panamá". Dado lo anterior, quedan claramente enmarcadas las operaciones que puede y debe llevar a cabo una SII de forma tal que no se permita el abuso del régimen tributario especial por compañías que, alegando ser SII, gocen del régimen en comento mientras se dedican a actividades distintas a las arriba identificadas o a un negocio ajeno al del desarrollo y administración inmobiliaria.

Con el fin de delimitar el alcance de las operaciones que le corresponden a una SII, el Decreto 199-2014 también contempla una definición del negocio al cual se puede y debe dedicar una SII, a saber, el "negocio de desarrollo y administración inmobiliaria". Dicho negocio es definido como: "la actividad de dedicarse habitualmente, ya sea directamente o a través de subsidiarias, al desarrollo, financiamiento y/o administración de bienes inmuebles para propósitos residenciales, comerciales o industriales, en la República de Panamá".

Al menos el ochenta por ciento (80%) de los activos de una SII deben consistir de inmuebles o inversiones relacionadas con el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria(las "Inversiones Permitidas"). Los activos que constituyen Inversiones Permitidas para efectos de cumplir con el porcentaje antedicho se describen en el numeral 1 del artículo 9 del Acuerdo 2-2014 e incluyen, pero no se limitan, a los siguientes: (i) bienes inmuebles de todo

tipo, tanto aquellos que estén en etapa de construcción como aquellos que ya estén construidos e incluyendo inmuebles derivados de concesiones, (ii) opciones de compraventa y promesas de compraventa que sean libremente transferibles y cuyo vencimiento no supere un plazo de tres (3) años, (iii) valores, ya sean públicos o privados, que gocen de garantías reales y sean emitidos por empresas que se dediquen al negocio de desarrollo y administración inmobiliaria, (iv) inversiones que le otorguen derechos reales sobre bienes inmuebles y (v) acciones, cuotas de participación y demás valores emitidos por otras SIIs.

Dada la definición del negocio de desarrollo y administración inmobiliaria y la diversidad de los activos que pueden constituir Inversiones Permitidas de una SII, estos vehículos de inversión no tienen que limitarse a fondos que solo construyan o adquieran inmuebles que les generen flujos o ganancias producto de su arrendamiento o venta sino que también se vislumbra la posibilidad de que las SII se dediquen a la operación de inmuebles o a su financiamiento, siendo esta última actividad aquella que llevan a cabo los denominados “Mortgage REITs” en inglés que otorgan financiamiento para la construcción de proyectos inmobiliarios y para la adquisición de viviendas e inmuebles en general.

IV. Tratamiento Fiscal

En la mayoría de las jurisdicciones que han promulgado normas que regulan REITs también se han establecido reglas especiales sobre la manera en que los mismos tributan, otorgándoles un status fiscal favorable si observan ciertos requisitos. Panamá ha seguido esta política adoptada por otros países ya que el Artículo 706(2) establece un régimen especial de tributación para las SII que cumplan con las condiciones identificadas en dicha norma.

En el caso de Panamá, el Impuesto Sobre la Renta (“ISR”) de toda SII que satisfaga y mantenga los calificativos requeridos por el Artículo 706(2) y el Decreto 199-2014 no es pagado por la SII sino que recaerá sobre los tenedores de sus acciones o cuotas de participación, a las tarifas establecidas en los artículos 699 y 700 del Código Fiscal, según corresponda.La SII queda obligada a retener el 10% del monto distribuido al momento de realizar cada distribución, en concepto de adelanto del ISR, retención esta que deberá remitir al Fisco y que el contribuyente (es decir, el tenedor de acciones o cuotas de participación de la SII) podrá optar por considerar como el ISR definitivo a pagar sobre el monto distribuido.

Adicionalmente, no se le aplicarán a las SII las reglas establecidas en el literal a) del artículo 701 del Código Fiscal, en cuanto al impuesto sobre las ganancias por enajenación de bienes inmuebles, ni las reglas establecidas en el literal c) del artículo 701 del Código Fiscal, en cuanto al impuesto sobre las ganancias por enajenación de valores. El tratamiento fiscal identificado en este párrafo y en el que antecede es extensivo a las subsidiarias de SIIs que cumplan con los requisitos establecidos por las normas mencionadas. El Decreto 199-2014 define el concepto de "subsidiaria" como una "persona jurídica cuyas acciones emitidas y en circulación con derecho a voto, son de propiedad total o mayoritariamente de otra persona jurídica".

V. Características

Para efectos de que se le pueda aplicar el régimen tributario especial contemplado en el Artículo 706(2), una SII tiene que cumplir con ciertas condiciones de registro ante entidades públicas y privadas,plazos de inversiones, activo mínimo, cantidad de inversionistas y distribución de utilidades. A continuación identificaremos dichos requisitos y las razones que motivaron su imposición:

(A) Registro ante Entidades. Toda SII debe registrarse ante la SMV, listar sus cuotas de participación en bolsas de valores o mercados organizados autorizados para operar por la SMV y registrarse ante la Dirección General de Ingresos (la "DGI"). Toda vez que las SII ofrecerán sus acciones o cuotas de participación al público inversionista, dichos inversionistas deben estar debidamente informados sobre la naturaleza y riesgos de los valores que ofrecen las SII a fin de que los mismos puedan tomar una decisión educada al momento de invertir. El registro de las SII ante la SMV y una bolsa autorizada logra el objetivo de que se le transmita la información necesaria al público inversionista ya que las SII deben suministrar información a la SMV, a la bolsa y a sus inversionistas tanto antes de su registro (en la forma de un prospecto informativo y estados financieros) como después del mismo (mediante el suministro de estados financieros anuales e interinos, la entrega de estados de cuenta, la publicación de una memoria anual y la comunicación de hechos de importancia). El registro ante la DGI le permitirá a dicha autoridad verificar que las SII estén cumpliendo con los requisitos para poder gozar del régimen fiscal especial y revocar dicho beneficio en caso de que una SII deje de satisfacer las condiciones necesarias.

(B) Inversiones Permitidas. Al menos el ochenta por ciento (80%) de los activos de una SII deben consistir de Inversiones Permitidas. El valor de las Inversiones Permitidas deberá calcularse al menos una vez al año en base a avalúos realizados por compañías evaluadoras autorizadas. Una SII podrá no contar con el porcentaje mínimo de Inversiones Permitidas en los siguientes casos: (i) durante su primer año de operación contado desde la fecha de su registro ante la SMV, (ii) como resultado de la venta, cesión o enajenación de un activo que constituya una Inversión Permitida y/o (iii) por una disminución en el valor de mercado de sus Inversiones Permitidas o un aumento en el valor de mercado de sus Inversiones Incidentales (según dicho término se define a continuación).

(C) Inversiones Incidentales. No más del veinte por ciento (20%) de los activos de una SII pueden estar compuestos de inversiones distintas a las Inversiones Permitidas (las "Inversiones Incidentales"). Según el numeral 2 del artículo 9 del Acuerdo 2-2014, los activos que se consideran Inversiones Incidentales son fondos invertidos en cuentas de ahorro o depósitos a plazo fijo en bancos con grado de inversión y valores con grado de inversión que sean negociados en una bolsa de valores u otro mercado organizado. Antes de invertir en un activo que se considere una Inversión Incidental, la SII debe verificar que la composición de su cartera cumpla con el mínimo requerido de Inversiones Permitidas y que la inversión no resulte en el incumplimiento de que al menos el ochenta por ciento (80%) de sus activos consistan en Inversiones Permitidas.

(D) Administración Idónea. El artículo 4 del Acuerdo 2-2014 establece que toda SII debe ser administrada por un administrador de inversiones que cuente con licencia de la SMV o ser auto-administrada. Para poder ser auto-administrada, una SII debe cumplir con los requisitos establecidos en el artículo 14 del Acuerdo 5-2004 expedido por la SMV. Entre los requisitos que debe cumplir una SII para ser auto-administrada se encuentra los siguientes: (i) contar con al menos un (1) funcionario o empleado que haya obtenido la licencia de ejecutivo principal de administrador de inversiones,(ii) designar a un oficial de cumplimiento, y (iii) contar con una Junta Directiva o su equivalente formada por no menos de tres (3) miembros,quienes deben ser todos personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional y de los cuales al menos una tercera parte deberá tener conocimientos y experiencia en

materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general. Este requisito busca asegurar que los negocios de una SII se lleven a cabo en cumplimiento de altos estándares de calidad y competencia ya que las inversiones de una SII deberán ser realizadas por personas calificadas que serán supervisadas para que actúen con estricto apego a lo establecido por las normas aplicables.

(E) Plazo de Inversiones. Las SII tienen que captar fondos a largo plazo en los mercados organizados de capitales con el objeto de realizar inversiones con horizontes superiores a cinco (5) años en el negocio de desarrollo y administración inmobiliaria y en otras actividades permitidas a las SII. El plazo mínimo de cinco (5) años establecido para las inversiones de las SII garantizan que las mismas adquieran compromisos en términos de tiempo a largo plazo en el sector inmobiliario, descartando así del gozo del estado de tributación favorable a empresas o iniciativas de naturaleza meramente especulativa u oportunista.

(F) Distribución de Utilidades. Otra condición que deben observar las SII es tener una política de distribuir (y en efecto distribuir) no menos del 90% de su utilidad neta del período fiscal a los tenedores de sus acciones o cuotas de participación. Este requisito impide que la SII capitalice la mayoría de sus ganancias y le garantiza a los inversionistas la recepción de flujos de dinero producto de su inversión, siempre y cuando la SII genere utilidades en el periodo fiscal correspondiente. Las SII pueden dejar de cumplir con este requisito de distribución de utilidad neta en los siguientes casos: (i) durante los primeros dos (2) años de su registro y (ii) durante cualquier periodo fiscal en que, a juicio de la administración de la SII, no se considere conveniente distribuir el mínimo por situaciones extraordinarias macroeconómicas o del desempeño o perspectivas de su negocio, siempre y cuando dicha situación no perdure por más de un (1) año. La falta de distribuir al menos el 90% de su utilidad neta en casos distintos a los contemplados en las excepciones antedichas constituirá causal para que la SII pierda el tratamiento fiscal especial.

(G) Activo Mínimo. Las SII también deben contar en todo momento con un activo mínimo de cinco millones de balboas (B./5,000,000.00). Este requisito obliga a aquellas empresas que deseen beneficiarse del régimen especial a realizar un compromiso en el sector inmobiliario en términos económicos considerables, además de otorgarle cierto grado de seguridad a la inversión de los tenedores de las acciones de las SII

toda vez que el valor de sus activos nunca puede ser inferior que el antes indicado.

(H) Cantidad de Inversionistas. Por último, las SII deben cumplir con un requisito de que la cantidad de los propietarios efectivos de sus acciones o cuotas de participación vaya aumentando en el tiempo. Específicamente, las SII deben contar con un mínimo de cinco (5) inversionistas durante el primer año de su constitución, un mínimo de veinticinco (25) inversionistas durante el segundo año, y un mínimo de cincuenta (50) inversionistas a partir del tercer año. Los inversionistas podrán ser personas naturales o jurídicas pero quedando entendido que la propiedad para efectos de verificar esta condición se basa en la propiedad efectiva de las acciones o cuotas de participación. El propósito de este requisito es lograr que en efecto exista participación del público inversionista en éstos vehículos y que la propiedad de la SII no quede en manos de pocos.

VI. Conclusión

Los REITs constituyen un segmento relevante del mercado de valores estadounidense. La National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) es una asociación creada el 15 de septiembre de 1960 que representa a REITs con intereses en el mercado inmobiliario de Estados Unidos de Norteamerica y promueve políticas para el desarrollo de estos fondos. Según información publicada por NAREIT, alrededor de 190 REITs están listados en la Bolsa de Valores de Nueva York a mayo de 2016, su capitalización a precios de mercado era por la suma de aproximadamente US$950 mil millones de dólares y el valor estimado de los activos que componen sus carteras es de US$2 trillones de dólares.

Según NAREIT, más de treinta (30) jurisdicciones ya cuentan con normativa que contempla figuras similares al REIT. Panamá se une a dichas jurisdicciones con la promulgación de las normas que regulan a las SII. La creación de esta figura ofrece al mercado panameño una nueva modalidad para invertir en el sector inmobiliario que promete beneficios para múltiples participantes.

Para el público inversionista, las acciones o cuotas de participación ofrecidas por una SII constituyen un instrumento alternativo que les permite invertir en el negocio inmobiliario a través de un vehículo regulado que sólo puede

invertir en activos específicos en porcentajes y plazos preestablecidos, debe ser administrado por personal idóneo, está obligado a divulgar información de forma periódica y debe distribuir casi la totalidad de su utilidad neta, en base a un régimen fiscal favorable.

Si las acciones o cuotas de participación de una SII resultan atractivas para inversionistas por las ventajas antedichas, los promotores de negocios inmobiliarios contarán con una nueva fuente de capital para desarrollar sus proyectos de bienes raíces, otorgándoles mayor independencia de las entidades de crédito. En caso de que las SII logren un desempeño financiero positivo y generen utilidades distribuibles, el fisco se debe beneficiar de una fuente de impuestos relevante, previsible y relativamente fácil de fiscalizar.

Las economías de muchas otras jurisdicciones que han adoptado normativas conducentes para la constitución de REITs han tenido experiencias positivas en cuanto al crecimiento del sector de la construcción, la creación de empleos y la expansión del crédito destinado tanto al desarrollo de proyectos inmobiliarios como para la adquisición de unidades residenciales y comerciales. Esperemos que el régimen especial creado por el Artículo 706(2) motive el desarrollo de las SII en nuestro país y se materialicen los potenciales beneficios asociados con la adopción de este tipo de fondos de inversión.

Fecha: 30 de septiembre de 2016

EL ROL DEL LIQUIDADOR Y LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES EN LA LIQUIDACIÓN FORZOSA DE INSTITUCIONES REGISTRADAS

Alexander A. Atencio Cano (abogado)
Asesor legal de la Dirección Jurídica,
Superintendencia del Mercado de Valores

Sumario: *I. Planteamiento. II. Liquidación forzosa versus quiebra. III. Inicio y efectos de la liquidación forzosa. IV. Rol de la Superintendencia del Mercado de Valores. V. Rol del liquidador y reflexiones en torno a su designación. A. Consideraciones sobre la naturaleza de las actuaciones y decisiones del liquidador. VI. Otros aspectos a tener en cuenta en la naturaleza de la liquidación forzosa. VII. Consideraciones finales. VIII. Bibliografía.*

I. Planteamiento

La liquidación forzosa, o bien: liquidación administrativa, intervención *"liquidatoria"* o liquidación forzosa administrativa como han preferido identificarla, en diversas latitudes, legisladores, jueces y autores, es un tema sumamente interesante y amplio, eje de una serie de aspectos y criterios a analizar, con los cuales podríamos extendernos y ensayar una obra, como han asumido el riesgo respetados escritores;aunque, en esta ocasión, preferimos enfocarnos en un aspecto en particular: el rol del liquidador y la Superintendencia del Mercado de Valores.

En la legislación panameña, específicamente en la concerniente al mercado de valores, el artículo 279 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 (y sus modificaciones) encierra dentro del ámbito de aplicación de la liquidación forzosa a: *(i)* las casas de valores que no sean bancos, *(ii)* las bolsas de valores, *(iii)* las bolsas, *(iv)* las centrales de valores, *(v)* las sociedades de inversión y *(vi)* los administradores de sociedades de inversión, a quienes identifica como "instituciones registradas", estableciendo, respecto a estas, normas puntuales para el origen del proceso, su desarrollo y su finalización.

II. Liquidación forzosa versus quiebra

En efecto, la liquidación forzosa de instituciones registradas es un proceso, un mecanismo distinto de la quiebra, pese a que ambos constituyen procesos de ejecución universal o concursales, el cual fue dado en régimen

de prerrogativa o de impero a la Superintendencia del Mercado de Valores, como: supervisor, fiscalizador y regulador de la actividad del mercado de valores, para que sea esta quien ordene su inicio, encamine y fiscalice su desarrollo y resuelva su finalización.

Con este proceso de naturaleza administrativa se persigue la enajenación y realización de todos los activos y el cumplimiento de pasivos de la institución registrada, no solo en las condiciones más ventajosas posibles, sino en el menor tiempo y sin perjuicio de privilegios de exclusión y preferencia en el pago de determinada clase de créditos contemplados en la Ley, a fin de cumplir con los derechos e intereses de los acreedores y, primordialmente, de los inversionistas, cuya protección es uno de los objetivos principales de la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como se desprende del citado Decreto Ley. Se trata, entonces, de un mecanismo de control y resolución fluida de circunstancias críticas de índole económico y de especial atención para el derecho público, que se escapa del manejo de particulares para darle paso a la Autoridad administrativa competente y a la aplicación, en rigor, de un régimen legal especialmente establecido.

A diferencia de la liquidación forzosa, la quiebra y concurso de acreedores tiene otro origen y fines, así como formalidades propias de los procesos judiciales, por lo que cada uno está sujeto a diligencias, términos y mecanismos de ejecución que los alejan notoriamente, al punto que el artículo 322 del referido Decreto Ley establece la improcedencia de la declaratoria de quiebra en las instituciones registradas.

Secunda a lo antes expuesto, por analogía, el que la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá haya enmarcado en Fallos tal distinción, expresando el *"carácter de interés social"* [1] que reviste al proceso de liquidación forzosa bancaria y señalando que este último fue introducido como un*"mecanismo distinto a la quiebra"*,[2] el cual *"constituye un conjunto*

[1] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 7 de octubre de 2009: demanda contenciosa administrativa de nulidad interpuesta por la licenciada Ana González Belfon, actuando en representación de la empresa Logística Educativa, S.A., para que se declare nulo, por ilegal, el Acto de Subasta Pública de 8 de junio de 2009 emitido por el Banco de Desarrollo Industrial, S.A. (Banco DISA, S.A.) en liquidación forzosa.

[2] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Segunda de lo Civil, Fallo de 22 de diciembre de 2000: recurso casación interpuesto por el licenciado Darío Eugenio Carrillo Gomila, apoderado judicial de Fiesta Venture, S.A., en el proceso universal de quiebra que le sigue al Banco Agroindustrial y Comercial de Panamá (BANAICO), S. A., contra la resolución de 16 de mayo de 2000, dictada por el Primer Tribunal Superior de Justicia.

de fases o etapas ordenadas sistemáticamente por la Ley".[3] y está *"dirigido a liquidar con la mayor prontitud posible los bienes del banco en liquidación a fin de satisfacer las acreencias que hubiere"*.[4]

Apuntamos hacia estos Fallos por la similitud en los preceptos contemplados en la Ley bancaria panameña para este proceso y debido a que, lastimosamente, es poco y reducido el juicio vertido por la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá sobre la liquidación forzosa de instituciones registradas ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

José Roberto Dromi, destacado abogado especialista en derecho administrativo y egresado de la Universidad de Mendoza de Argentina, agrega a este tema lo sucesivo:

> *"Esto último importa, automáticamente, la liquidación de los bancos autorizados, la cual se realiza por un procedimiento de liquidación administrativa, o de liquidación sin quiebra. No se aplican, en esta materia, las normas del derecho privado concursal, porque los bancos no son empresas privadas de interés simple, sino empresas privadas afectadas al interés público"*.[5]

III. Inicio y efectos de la liquidación forzosa

La liquidación forzosa es ordenada por la Superintendencia del Mercado de Valores a través de un acto administrativo, específicamente: una resolución motivada, en la cual designa a uno o más liquidadores que deberán reunir los mismos requisitos que un interventor, siendo estos: contar con un mínimo de cinco (5) años de experiencia administrativa en la rama bancaria o bursátil o contable. Lo anterior se extrae de los artículos 288 y 302 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

A partir de este acto administrativo se coloca a la institución registrada en una situación sumamente especial, donde cesa el desarrollo de actividades

[3] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 13 de diciembre de 2004: Incidente interpuesto por la firma forense Morgan & Morgan, en representación de Osten Business, Inc., contra la Resolución No. 007-2002 de 4 de abril de 2002, por medio de la cual los liquidadores de Banco Disa, S.A. resolvieron rechazar cualquier pretensión de crédito de esta sociedad.

[4] Ibídem.

[5] DROMI, José Roberto: "Derecho Administrativo"; Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1998.

inherentes a la autorización dada por la Superintendencia del Mercado de Valores, asumiendo esta última su control para el reconocimiento y cumplimiento de derechos y compromisos adquiridos, al igual que para la protección del resto de participantes del sector bursátil con la salida y extinción de esta empresa,trascendiendo de esta forma, porque así lo establece la Ley,el régimen de supervisión y fiscalización que le ha sido atribuido sobre quienes, a la sazón y luego de cumplir una serie de requisitos, obtuvieron la autorización para ejercer alguna de las actividades del mercado de valores y ampliaron, coincidentemente,mediante un acto administrativo (llámese: licencia o registro), su esfera jurídica.Podemos decir, ni más ni menos, que: aquél que obtuvo el permiso para salir al mercado, mas no condujo dentro de los parámetros legales o de aquellos dictados por la Autoridad, mal podría continuar pilotando el respectivo vehículo legal y, contingentemente, afectar al resto de los participantes del mercado de valores; por lo tanto, quedará reducido a lo ordenado por quien le concedió el permiso originalmente, en este caso: la Superintendencia del Mercado de Valores. De todo lo antes expresado deberá estar consciente, desde el día uno, aquel particular que proyecte obtener una licencia o permiso ante la Superintendencia del Mercado de Valores y constituirse en institución registrada.

Las palabras de los ilustres abogados egresados de la Universidad Católica Andrés Bello de Venezuela, Gustavo MuciFacchin y Rafael Martín Ponte, teniendo el enfoque bursátil presente, son atinadas en este aspecto:

> *"El acto administrativo de liquidación, dictado por la Superintendencia de Bancos en su carácter de titular de la policía bancaria, representa un acto de gravamen o limitativo para el ente jurídico destinatario del mismo. En efecto, la liquidación administrativa se dirige fundamentalmente a la extinción del negocio social de la institución financiera y de los derechos y potestades que se derivaron de la autorización original. Una vez más, la actividad bancaria se encuentra sometida a todo un régimen especial entre la administración y los entes autorizados, que requiere la sumisión de éstos a un régimen jurídico sectorial propio: el bancario. De la inmersión de las instituciones financieras a ese ordenamiento sectorial, se consolidan ciertas potestades en cabeza de la administración, potestades éstas que incluyen la supervisión, control, fiscalización y regulación de entres así*

> *autorizados. Son estas las llamadas potestades de «policía bancaria»".*[6]

Néstor Humberto Martínez Neira, economista, abogado, político y exsuperintendente bancario de Colombia, también nos ilustra con lo sucesivo:

> *"Una vez se decreta la intervención liquidatoria la entidad correspondiente subsiste para los únicos efectos de llevar adelante el proceso de liquidación de su patrimonio, de acuerdo con las normas de orden público que se fundan en la necesidad de preservar los derechos de los distintos titulares de créditos, según la naturaleza de los mismos, en lo que constituye un verdadero concurso de acreedores. Por lo tanto, la empresa financiera deja de operar; se habla entonces de la intervención con cierre de puertas".*[7]

Sin adentrarnos a las causas específicas que podrían motivar la liquidación forzosa, lo cierto es que del artículo 302 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 se desprende que la misma deriva de la intervención o reorganización que sea objeto la institución registrada, esto es: que deben agotarse dichos procesos por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores para subsanar o solucionar los problemas que dieron lugar o fueron advertidos en la marcha, por lo que la liquidación forzosa será la última medida a aplicar.

Tanto en la intervención como en la reorganización, la Superintendencia del Mercado de Valores toma el control de la institución registrada, lo que conlleva gobernar sus bienes y asumir su administración, tal como lo disponen y se colige de los artículos 284, 294, 296 y concordantes del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999. Pero, vayamos más allá, debido a que lo antes expresado atiende el contenido del artículo 284 de la Constitución Política de la República de Panamá, el cual determina que *"El Estado intervendrá en toda clase de empresas, dentro de la reglamentación que establezca la Ley, para hacer efectiva la justicia social a que se refiere la presente*

[6] MUCI FACCHIN, Gustavo; MARTIN PONTE, Rafael: "Regulación Bancaria"; Universidad Católica Andrés Bello; Fundación Banco Mercantil, Caracas, 2004.

[7] MARTINEZ NEIRA, Néstor Humberto: "Sistemas financieros: fundamentos jurídicos y económicos para la iniciación de su estudio en América Latina"; Federación Latinoamericana de Bancos, Bogotá, 1994.

Constitución y, en especial, para los siguientes fines:…2.Exigir la debida eficacia en los servicios…".

IV. Rol de la Superintendencia del Mercado de Valores

En palabras del Dr. Luis Diez-Picazo, catedrático de derecho civil y exmagistrado del Tribunal Constitucional de España,*"el Estado interviene en la actividad económica con el fin de corregir anomalías o de alcanzar determinados fines (mayor productividad, mejor distribución de la renta, etc.)…".*[8] Por su parte, el exmagistrado de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Rogelio Fábrega Zarak, manifestó que el Estado en *"Las variadas y amplias formas de intervención tienen un límite teleológico, dado por la propia norma constitucional: "cuando las necesidades sociales lo requieran y con el propósito de acrecentar la riqueza nacional y asegurar sus beneficios para el mayor número de los habitantes del país".*[9]

Aviene asimilar las palabras de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá sobre esta disposición constitucional en la figura de, en aquel entonces, la Comisión Bancaria Nacional, cuando expresó que sus *"funciones las ejerce con fundamento en el artículo 279 constitucional, el cual dispone que el Estado intervendrá en toda clase de empresas, dentro de la reglamentación que establezca la Ley, con la finalidad de exigir la debida eficacia de los servicios que presta"*, pasando a describir entre sus funciones *"realizar la inspección, intervención y liquidación de los bancos conforme lo establece la ley".*[10]

Tomando prestado el término utilizado por Gustavo Muci Facchin y Rafael Martín Ponte, adaptándolo a la materia, bien podemos identificar el rol de la Superintendencia del Mercado de Valores en el de policía administrativo del mercado de valores en la República de Panamá, aquél que, por delegación y en representación del Estado, tiene facultades de inspección, supervisión, fiscalización, regulación, sanción, control e intervención en la actividad bursátil, englobando o bien derivan de estas dos (2) últimas la reorganización

[8] DIEZ-PICAZO, Luis: "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Volumen Primero, Introducción Teoría del Contrato"; Quinta Edición, Editorial Civitas, Madrid, España, 1996.
[9] FÁBREGA ZARAK, Rogelio: "La tutela de la competencia en el marco de la Constitución Económica"; Ponencia publicada en abril de 1997, Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Panamá.
[10] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 12 de abril de 1996: demanda de inconstitucionalidad contra la frase "Asociación Bancaria Nacional", contenida en el literal d) del artículo 5 del Decreto de Gabinete Nº 238 de 2 de julio de 1970, interpuesta por Emanuel González Revilla, en su condición de presidente de la Asociación Panameña de Bancos.

y liquidación de empresas que ha autorizado para participar en este sector, con lo cual se persigue que las actividades que estas despliegan, en el: manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público, se cumplan en armonía con el interés social, así como tutelar los intereses de los usuarios. En otras palabras: que estos servicios se ofrezcan con eficiencia, en condiciones patrimoniales y de manejo que garanticen transparencia y confianza para los participantes.

Sergio Rodríguez Azuero, Erick Rincón Cárdenas y Juan Jacobo Calderón Villegas, ilustres abogados colombianos, manifiestan sobre el particular lo siguiente:

> *"Se trata, asimismo, de una función de policía administrativa, necesaria especialmente para garantizar la confianza en el sistema financiero, bursátil y asegurador, que va más allá de las simples funciones de inspección, vigilancia y control, y que le permiten a las autoridades adoptar y ejecutar decisiones de toma de posesión para administrar o liquidar, remover administradores, adoptar seguridades especiales, etc."*.[11]

Del análisis de José Roberto Dromi, consideramos importante extraer lo sucesivo:

> *"4. Policía financiera y policía bancaria.*
> *…*
> *El proceso de crecimiento económico determinó la necesidad de llevar la intervención pública a otros ámbitos privados. Es decir, la acción estatal no se limitó, solamente, al manejo de los resortes financieros clásicos moneda y bancos, sino que ha llegado a controlar también la inversión, el ahorro y los seguros.*
> *…*
> *Por la ley de entidades financieras se establece la policía bancaria a cargo del Banco Central, quedando facultado para autorizar el funcionamiento de los bancos y ejercer la fiscalización sobre liquidez, solvencia, contabilidad y balances. También tiene competencia sancionatoria administrativa o contravencional,*

[11] RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio; RINCÓN CÁRDENAS, Erick; CALDERÓN VILLEGAS, Juan Jacobo: "Temas de Derecho Financiero Contemporáneo"; Editorial Universidad del Rosario: Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, Facultad de Jurisprudencia, Bogotá, D.C., 2006.

pudiendo aplicar apercibimientos, multas, inhabilitaciones e incluso hasta la revocación o retiro de la autorización".[12]

V. Rol del liquidador y reflexiones en torno a su designación

Así pues, fundamentados en el control primario que ejerce la Superintendencia del Mercado de Valores sobre la institución registrada al ordenar el proceso de liquidación forzosa, el cual ha venido desplegando desde la intervención o reorganización, entra en escena la figura del liquidador o liquidadores, quienes, conforme adelantáramos, son designados, justamente, por la Superintendencia del Mercado de Valores en el acto administrativo en que decide el inicio de la liquidación administrativa.

Esta designación, en palabras de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá registradas en Fallo,que consideramos importantes transcribir,*"no es en modo alguno para ocupar un puesto público en una entidad estatal, ni constituye un cargo adscrito a la Superintendencia de Bancos"*, donde añaden que *"el liquidador bancario tampoco recibe remuneración por parte del Estado, por la gestión que realiza en el proceso de liquidación forzosa, sino que su pago sale de la masa de liquidación"*, concluyendo así que el liquidador*"no ostenta la categoría de un servidor público"*.[13]

Aunque el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 no contempla expresamente todas las atribuciones y funciones que descansarán en liquidador, no cabe duda que, si para el interventor y reorganizador los artículos 287 y 294 (numeral 1) sostienen que ejercerán privativamente la administración y el control de la institución registrada e, incluso, reconocen la representación legal que tiene el interventor respecto a esta última, en el caso del liquidador mal puede inferirse o argüirse excluidas dichas atribuciones.

Por consiguiente, en el liquidador está implícito el carácter privativo de representar, administrar y controlar la institución registrada en liquidación forzosa, ya que sin ello no podría llevar a efectos cabalmente las funciones

[12] DROMI, José Roberto, *op. cit.*

[13] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 7 de octubre de 2009: demanda contenciosa administrativa de nulidad interpuesta por la licenciada Ana González Belfon, actuando en representación de la empresa Logística Educativa, S.A., para que se declare nulo, por ilegal, el Acto de Subasta Pública de 8 de junio de 2009 emitido por el Banco de Desarrollo Industrial, S.A. (Banco DISA, S.A.) en liquidación forzosa.

descritas en el artículo 308 y demás contendidas en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, aunado a que se desconocería el control primario que, reiteramos, tiene la Superintendencia del Mercado de Valores, quien es, finalmente, la que decidió su designación.

En este norte ha sido el pronunciamiento de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá en Fallo, cuando ha dicho del liquidador que es *"considerado como un mandatario o representante de la sociedad de liquidación (fallos del Pleno de la Corte de fecha 2 de octubre de 1991, 14 de abril de 1994 y 10 de julio de 1998)"*,[14] condición que es abonada por el artículo 540 del Código de Comercio, aplicable supletoriamente a la liquidación forzosa por remisión del artículo 322 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, que determina que *"La representación de la sociedad en liquidación corresponderá exclusivamente a los liquidadores, quienes estarán sujetos a las mismas responsabilidades que los administradores, por el cumplimiento exacto del mandato y de las prescripciones de la ley".*

La Superintendencia Financiera de Colombia que identificado, entre otras, las atribuciones que tiene el liquidador en*"i) actuar como representante legal de la entidad en liquidación; ii) ejecutar todos los actos y efectuar todos los gastos que a su juicio sean necesarios para la conservación de los activos y archivos de la entidad en liquidación, y iii) celebrar todos los actos y contratos requeridos para el debido desarrollo de la liquidación"*.[15]

Dichas atribuciones corresponden al liquidador desempeñarlas de forma privativa, esto es: excluyendo a cualquier otra persona, que no haya sido designada como tal por la Superintendencia del Mercado de Valores, de ejercer la representación legal, la administración o el control de la institución registrada. Lo que antecede propende, más que todo, al papel que recayó en los directores, administradores, gerentes u otra persona dentro de la institución registrada con tales atribuciones o funciones. Ahora bien, es claro, y así puede observarse establecido en los artículos 287 (numeral 5), 290 (numeral 3), 293, 298 y concordantes del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, que el control y administración que a dichas personas concernía se interrumpió desde que el momento en que dio inicio la intervención o reorganización, por lo que la liquidación forzosa ordenada, además percibirse

[14] Ibídem.

[15] Superintendencia Financiera de Colombia: Concepto 2008021154-0002 del 15 de agosto de 2008, Colombia.

como el resultado de estos procesos, concretiza el juicio y decisión de la Superintendencia del Mercado de Valores de no devolver el control y administración de la institución registrada a estas personas, debido a que la persona idónea e imparcial, capaz de llevar a feliz término los compromisos y derechos adquiridos y quien puede fiscalizarse directamente para que anteponga el interés social, es el liquidador designado.

Este tema también ha sido abordado por la Superintendencia Financiera de Colombia, quien ha expresado que la separación de tales personas del negocio de la entidad en liquidación forzosa tiene como finalidad *"la integración de la masa de bienes a liquidar y evitar que sobre la misma se realicen actos de disposición"* [16]; además, la Corte Constitucional de este país ha manifestado en Fallo que la liquidación *"obliga a tomar posesión de la entidad y a desplazar a sus administradores e inclusive a los propietarios de la misma, para impedir los efectos masivos y generalizables de la situación anormal"*.[17]

Dichas personas, en todo caso, no quedan en estado de indefensión ante la orden de liquidación forzosa emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores, toda vez que contra este acto administrativo cabe recurso contencioso-administrativo de plena jurisdicción ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, en virtud de lo dispuesto en el artículo 305 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, aunque la interposición del mismo no suspenderá los efectos de la liquidación forzosa ni podrá el juzgador ordenar su suspensión provisional.

Palmariamente, podemos sostener que la continuidad del proceso de liquidación forzosa es imprescindible y obedece su naturaleza, de modo que ordenar una suspensión la desvirtuaría. Este proceso, como hemos señalado y extraído en palabras de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, responde a un "carácter de interés social", a una colectividad de usuarios o inversionistas, a la confianza depositada por estos en el sistemay que, en cabeza de la Superintendencia del Mercado de Valores, se invoca a esta última a propiciar su seguridad jurídica y garantizar esa transparencia, sumado a la prontitud que demanda la realización de dicho proceso y, con ese mismo ímpetu, el reconocimiento de derechos a aquellas personas con quienes la institución registrada esté comprometida,

[16] Ibídem.
[17] Corte Constitucional de Colombia: Sentencia No. C-248/94, Colombia.

derechos cuya afectación será contingente y progresiva en la medida que se suspenda y dilate el curso de la liquidación administrativa.

Sobre esta continuidad, vemos que la Corte Constitucional de Colombia ha indicado que *"se trata de asegurar que el proceso de liquidación de entidades financieras intervenidas, garantice la eficacia, la efectividad, la rapidez y la agilidad de la liquidación, naturalmente, para evitar perjuicios mayores tanto en el orden público económico"*.[18]

Retomando el rol del liquidador, enunciamos su fiscalización, toda vez que el ejercicio de sus funciones deberá darse dentro de límites legales, sin alejarse ni contrariar funciones que vemos expresamente enmarcadas en los artículos 308, 309, 310, 313 y 317 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, las cuales han sido desarrolladas por la Superintendencia del Mercado de Valores en el Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016.

Las responsabilidades del liquidador son ampliamente recogidas por el artículo 8 del citado Acuerdo, en tanto que su designación a manos de la Superintendencia del Mercado de Valores trae como corolario que sea esta última quien fiscalice sus actuaciones y decida su remoción en un momento dado, tal como está previsto en el artículo 9 de este Acuerdo.

A. Consideraciones sobre la naturaleza de las actuaciones y decisiones del liquidador

Hemos exteriorizado que el liquidador no ostenta la categoría de servidor público, a partir de lo cual puede apuntarse fácilmente hacia la posición de que las actuaciones o decisiones que este adopte no están revestidas del carácter administrativo, distinto de aquellas actuaciones y actos emitidos por una Autoridad como la Superintendencia del Mercado de Valores; empero,vemos que esel propioTexto Único del Decreto Ley 1 de 1999, similar a la Ley bancaria panameña, el que ha contemplado darle a ciertas decisiones adoptadas por el liquidador el matiz de resoluciones y la susceptibilidad de ser impugnadas, según sea el caso, ante la Superintendencia del Mercado de Valores, a través de recurso de apelación, o ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, mediante recurso de apelación o por la vía de incidente. Lo anterior puede verificarse en los artículos 309 y 321 del mencionado Decreto Ley.

[18] Ibídem.

Afortunadamente, este tema fue objeto de estudio de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, quien reconoce que ha sido la Ley la que*"le ha dado a las funciones del liquidador la naturaleza de funciones administrativas forzosas, y como consecuencia de ello la regulación permite que algunos actos pueden ser impugnables ante la Sala Tercera de lo Contencioso administrativo vía incidental o en apelación"*, aclarando que *"no todos los actos emitidos por el liquidador pueden ser impugnados ante la Sala Tercera de la Corte, ello por cuanto a que dichas modificaciones hechas al proceso de liquidación forzosa están orientadas a que éste se lleve con la mayor agilidad posible"*.[19]

En Colombia prefirieron denominar estas funciones del liquidador en el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero como *"funciones públicas administrativas transitorias"*, extendiéndose a describir la naturaleza de estos actos del liquidador en el sentido que *"Las impugnaciones y objeciones que se originen en las decisiones del liquidador relativas a la aceptación, rechazo, prelación o calificación de créditos y, en general, las que por su naturaleza constituyan actos administrativos, corresponderá dirimirlas a la jurisdicción de lo contencioso administrativo. Los actos administrativos del liquidador gozan de presunción de legalidad y su impugnación ante la jurisdicción de lo contencioso administrativo no suspenderá en ningún caso el proceso liquidatorio"*.[20]

VI. Otros aspectos a tener en cuenta en la naturaleza de la liquidación forzosa

De la misma forma en que los honorarios del interventor y reorganizador se sufragarán a cargo de la institución registrada, se reputan deudas de la masa de liquidación los emolumentos del liquidador, al igual que del personal que preste los servicios en este proceso. Así aparece establecido en los artículos 301 y 314 (numeral 1) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, aunque debemos indicar que llama poderosamente nuestra la atención el método de liquidación de activos comprendido en el artículo 317.

---

[19] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 7 de octubre de 2009: demanda contenciosa administrativa de nulidad interpuesta por la licenciada Ana González Belfon, actuando en representación de la empresa Logística Educativa, S.A., para que se declare nulo, por ilegal, el Acto de Subasta Pública de 8 de junio de 2009 emitido por el Banco de Desarrollo Industrial, S.A. (Banco DISA, S.A.) en liquidación forzosa.

[20] Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, artículo 295, Colombia.

De modo que, en la enajenación y realización de los bienes, activos financieros y derechos de la institución registrada, el numeral 2 del precitado artículo condiciona al liquidador a que: para aquellos bienes muebles o inmuebles, derechos u otros bienes cuyo valor exceda de veinte mil balboas (B/.20,000.00), atienda el procedimiento de remate judicial contemplado en el Código Judicial en su venta a través de una subasta privada, salvo el caso de aquellos valores que se negocien en un mercado de valores. Con esto se observa que el legislador no solo adosó a los actos proferidos por el liquidador la naturaleza administrativa, sino que puso en conjunción aspectos judiciales para garantizar la transparencia e imparcialidad en el devenir de sus actuaciones, erigiendo, de esta manera, un proceso que, si bien se rige en primer término por sus disposiciones especiales, se veafectado por la heterogeneidad de herramientas de diversas ramas del derecho, al punto que el numeral 3 del artículo en cuestión confiere a la Superintendencia del Mercado de Valores jurisdicción coactiva para la ejecución de créditos hipotecarios, prendarios o de cualquier otra naturaleza de la institución registrada, debiendo aplicar, para esto, normas sobre procesos ejecutivos contenidas, de igual forma, en el Código Judicial.

VI. Consideraciones finales

El Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y el Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016 son comprensivos de otros aspectos, del curso y del tratamiento que se dará para cumplir con las obligaciones de la institución registrada en la liquidación forzosa; sin embargo, como manifestamos al inicio de este artículo, encauzamos el mismo al rol del liquidador y la Superintendencia del Mercado de Valores.

La liquidación forzosa concluye, indudablemente, con la disolución, extinción o desaparición de la vida jurídica de la institución registrada por orden Superintendencia del Mercado de Valores, quien comunicará al Registro Público para que proceda en ese sentido.Este desenlace aparece en el artículo 319 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

Finalmente, vemos como, partiendo desde nuestra Constitución Política y aterrizando en la Ley vigente,existe la preocupación del Estado en proteger la economía nacional en todos los sectores y mercados, sin ser ajeno a esto el de valores, donde que se ha previsto contar con un régimen legal especializado que se ocupe de controlar y retirar aquellas instituciones registradas que, debido a sus actuaciones u omisiones, ponen en riesgo la confianza y transparencia en el sistema, incluso a este último.

VI. Bibliografía

Normas:

• Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016, Panamá.
• Código de Comercio, Panamá.
• Constitución Política, Panamá.
• Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, Colombia.
• Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y sus modificaciones, Panamá.

Conceptos y Fallos:

• Corte Constitucional de Colombia: Sentencia No. C-248/94, Colombia.

• Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 12 de abril de 1996: demanda de inconstitucionalidad contra la frase «Asociación Bancaria Nacional», contenida en el literal d) del artículo 5 del Decreto de Gabinete Nº 238 de 2 de julio de 1970, interpuesta por Emanuel González Revilla, en su condición de presidente de la Asociación Panameña de Bancos.

• Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Segunda de lo Civil, Fallo de 22 de diciembre de 2000: recurso casación interpuesto por el licenciado Darío Eugenio Carrillo Gomila, apoderado judicial de Fiesta Venture, S.A., en el proceso universal de quiebra que le sigue al Banco Agroindustrial y Comercial de Panamá (BANAICO), S.A., contra la resolución de 16 de mayo de 2000, dictada por el Primer Tribunal Superior de Justicia.

• Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 7 de octubre de 2009: demanda contenciosa administrativa de nulidad interpuesta por la licenciada Ana González Belfon, actuando en representación de la empresa Logística Educativa, S.A., para que se declare nulo, por ilegal, el Acto de Subasta Pública de 8 de junio de 2009 emitido por el Banco de Desarrollo Industrial, S.A. (Banco DISA, S.A.) en liquidación forzosa.

• Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 13 de diciembre de 2004: Incidente interpuesto por la firma forense Morgan & Morgan, en representación de

Osten Business, Inc., contra la Resolución No. 007-2002 de 4 de abril de 2002, por medio de la cual los liquidadores de Banco Disa, S. A. resolvieron rechazar cualquier pretensión de crédito de esta sociedad.

- Superintendencia Financiera de Colombia: Concepto 2008021154-0002 del 15 de agosto de 2008, Colombia.

Libros y demás publicaciones:

DIEZ-PICAZO, Luis: "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Volumen Primero, Introducción Teoría del Contrato"; Quinta Edición, Editorial Civitas, Madrid, España, 1996.

DROMI, José Roberto: "Derecho Administrativo"; Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1998.

FÁBREGA ZARAK, Rogelio: "La tutela de la competencia en el marco de la Constitución Económica"; Ponencia publicada en abril de 1997, Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Panamá.

MARTÍNEZ NEIRA, Néstor Humberto: "Sistemas financieros: fundamentos jurídicos y económicos para la iniciación de su estudio en América Latina"; Federación Latinoamericana de Bancos, Bogotá, 1994.

MUCI FACCHIN, Gustavo; MARTIN PONTE, Rafael: "Regulación Bancaria"; Universidad Católica Andrés Bello; Fundación Banco Mercantil, Caracas, 2004.

RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio; RINCÓN CÁRDENAS, Erick; CALDERÓN VILLEGAS, Juan Jacobo: "Temas de Derecho Financiero Contemporáneo"; Editorial Universidad del Rosario: Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, Facultad de Jurisprudencia, Bogotá, D.C., 2006.

Nota: La opinión descrita en este artículo es responsabilidad exclusiva de su autor y no representa la posición oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores o de sus funcionarios.

LOS MENORES DE EDAD NO EMANCIPADOS COMO "TITULARES" / TENEDORES INDIRECTOS DE CUENTAS DE INVERSIÓN EN CASAS DE VALORES

Alexander A. Atencio Cano (abogado)
Asesor legal de la Dirección Jurídica,
Superintendencia del Mercado de Valores

Sumario: *I. Planteamiento. II. Derecho a la propiedad privada. III. Menores de edad no emancipados. A. Incapacidad para contratar directamente. B. La representación legal y administración de bienes que ejercen los padres o el tutor. IV. Apertura de cuentas de inversión en casas de valores. A. Consideraciones previas. B.Tenedor indirecto, personas legitimadas, instrucciones válidas y el poder de dirección. C. El contrato-tipo y la libertad de contratación.D. Aplicación de las medidas preventivas con base en la Ley 23 de 2015 y consideraciones finales. V. Bibliografía.*

I. Planteamiento.

Los menores de edad no emancipados como "titulares" / tenedores indirectos en cuentas de inversión en casas de valores es un tema que puede generar inquietud y opiniones encontradas en el mercado de valores con solo pensarlo, quizás por ello se dificulta encontrar en la doctrina y criterios de jueces profuso desarrollo, mientras que en la legislación relativa a este mercado en nuestro país, Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y sus modificaciones, no se toca ni preceptúa expresamente el mismo, razón por la cual hemos destinado tiempo al presente artículo, no solo en vías a dar nuestro parecer, sino para poner en la mesa lo que reconocidos juristas han exteriorizado, al igual que legisladores y Autoridades de otros países.

Pero antes de pasar a lo medular, es indispensable que hagamos reflexiones en torno a ciertas garantías fundamentales e instituciones del derecho civil. Así pues, tengamos presente las palabras del Dr. Luis Diez-Picazo, catedrático de derecho civil y exmagistrado del Tribunal Constitucional de España, quien manifiesta que: *"En toda comunidad o sociedad bien organizada es necesario establecer una serie de reglas por medio de las cuales se lleve a cabo la distribución de los bienes económicos entre los miembros de esa comunidad o sociedad y, por*

consiguiente, la atribución a cada uno de ellos de concretos y determinados bienes".[1]

II. Derecho a la propiedad privada.

La Constitución Política de la República de Panamá, en su artículo 17, establece que las Autoridades están instituidas para *"asegurar la efectividad de los derechos y deberes individuales y sociales, y cumplir y hacer cumplir la Constitución y la Ley."*; acto seguido, el artículo 18 determina que: *"Los particulares sólo son responsables ante las autoridades por infracción de la Constitución o de la Ley."*, mientras que *"Los servidores públicos lo son por esas mismas causas y también por extralimitación de funciones o por omisión en el ejercicio de éstas".*

La naturaleza de ambos artículos ha sido objeto de análisis y criterios encontrados en la diacronía de copiosos Fallos por parte de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, quien ha llegado a calificarlos como *"normas de naturaleza programática o directiva"*,[2] arguyendo que no consagran, en sí, derechos justiciables de forma directa, sino que, más bien, recogen principios generales que deben cumplirse, por lo que la infracción a estos debe apreciarse en conjunto con otra norma de igual jerarquía que sí contenga algún derecho susceptible de ser infringido.

Se aseveró que estos artículos contienen principios abstractos y generales, de amplio contenido, a partir de los cuales no se desprende el reconocimiento de derechos en favor de los particulares, por cuanto que dicha función corresponde, propiamente, a normas de naturaleza preceptiva. Que tales artículos no regulan situaciones concretas, toda vez que no tienen como objeto directo e inmediato a sujetos determinados.

Con las palabras del doctor en jurisprudencia por la Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Ecuador, Iván Castro Patiño, podemos decir que normas programáticas*"Son reglas constitucionales no autoaplicativas o no*

---

[1] DIEZ-PICAZO, Luis: "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Volumen Primero, Introducción Teoría del Contrato"; Quinta Edición, Editorial Civitas, Madrid, España, 1996.

[2] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 10 de enero de 2003: amparo de garantías constitucionales interpuesto por el licenciado Alejandro Quintero Dixon, actuando en nombre y representación del Sindicato Industrial Nacional de Trabajadores de las Compañías de Servicios, Supermercados, Casas Mayoristas y Minoristas de Víveres de Panamá, contra la orden contenida en la Nota No.1061-DGT-2003 de 19 de septiembre de 2002 expedida por el Subdirector General de Trabajo del Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral.

autooperativas. Requieren ser reglamentados por ley para entrar en funcionamiento. La no operatividad no afecta su validez, pero sí condiciona su eficacia. Constituyen mandatos dirigidos al legislador u otras autoridades o bien autorizaciones con un contenido variable en cuanto a su concreción".[3]

Pero, como hemos adelantado, la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá también ha tenido otra posición recientemente, cuando vemos en Fallo del año 2015 que expresan que el artículo 17 de la Constitución Política se trata de un precepto de *"contenido normativo"*,[4] el cual no requiere de un desarrollo posterior para gozar de eficacia, debido a que en su texto no se aprecia cláusula alguna de reserva legal.

Para no extendernos en este tema, recomendamos remitirse al sobresaliente análisis histórico sobre la naturaleza del artículo 17 de la Constitución Política, en distintos episodios de Fallos proferidos por la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, efectuado por Iris Díaz de Nicolás en la obra descrita al pie de esta referencia.[5]

Lo cierto es que, como parte de los derechos cuya efectividad corresponde asegurar a las Autoridades, el artículo 47 de la Constitución Política versa específicamente sobre el derecho a la propiedad privada, el cual define con lo sucesivo:*"Se garantiza la propiedad privada adquirida con arreglo a la Ley por personas jurídicas o naturales".*

Este derecho se erige como individual, pero no es absoluto, debido a que el artículo 48 de la Constitución Política preconiza una clara limitación que se antepone, cuando registra la existencia de deberes (obligaciones) sociales que les atañe cumplir a los propietarios, de acuerdo a lo que define la Ley. Es así que el derecho a la propiedad privada quedará reducido a la función social que debe llenar aquél que lo adquiera u ostente, debiendo este último, por motivos de utilidad pública o de interés social fijados en la Ley, tolerar su

[3] CASTRO PATIÑO, Iván: "Tesis Doctoral: La inconstitucionalidad por omisión: una reforma necesaria en la constitución ecuatoriana"; Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Facultad de Jurisprudencia, Ciencias Sociales y Políticas, Guayaquil, Ecuador, 2003.

[4] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 17 de noviembre de 2015: amparo de garantías constitucionales interpuesto por Banistmo, S.A., mediante apoderado especial, contra la Resolución de 26 de junio de 2015, dictada por el Juez del Primer Tribunal Marítimo de Panamá.

[5] SÁNCHEZ GONZÁLEZ, Salvador: "César A. Quintero Correa (1916 – 2003). Libro Homenaje"; Centro de Iniciativas Democráticas (CIDEM)/IIDC, Panamá, 2013.

privación a través de un juicio especial y con la correspondiente indemnización por parte del Estado.

Bien puede contemplarse y colegirse de estas normas constitucionales que es en la Ley donde están comprendidas las formas o modos en que puede adquirirse la propiedad, al igual que las limitaciones para el ejercicio de este derecho. Es por este motivo que el artículo 337 del Código Civil, Ley de la República de Panamá, reza que: *"La propiedad es el derecho de gozar y disponer de una cosa, sin más limitaciones que las establecidas por la ley."*

La Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá ha sostenido en Fallos que este derecho a la propiedad privada debe interpretarse junto con el artículo 337 del Código Civil, afirmando que *"la Constitución protege la propiedad privada adquirida conforme a la Ley"*, tal como indicáramos en el párrafo superior; seguidamente, señalan que *"una vez adquirida podemos gozar de ella de acuerdo a las limitaciones de ésta, la principal limitación a la propiedad es el beneficio social que debe cumplir"*.[6]

Este es un derecho que, conforme hemos extraído de la norma constitucional, se garantiza tanto a personas jurídicas como naturales, sobre quienes hemos de recurrir al Código Civil – al ser la legislación por excelencia y base no solo de la propiedad privada, sino también de la personalidad (*"derecho de personas"*[7] como prefiere denominarlo el Dr. Narciso Enrique Garay Preciado) –, el cual, en su artículo 38, determina, con claridad meridiana, que *"Son personas naturales todos los individuos de la especie humana cualquiera que sea su edad, sexo, estirpe o condición."*, mientras que el artículo 324 aparece estableciendo que *"Todas las cosas que son o pueden ser objeto de apropiación se consideran como bienes, muebles o inmuebles".*

Lo subrayado y antes plasmado confluye en que el derecho de propiedad que tienen las personas naturales es comprensivo de individuos de la especie humana de cualquier edad y alcanza bienes muebles e inmuebles, por lo que es claro que los menores de edad, en principio y desde un punto de vista amplio, gozan de este derecho.

---

[6] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 31 de diciembre de 1993: demanda de inconstitucionalidad interpuesta por el licenciado Olmedo Córdoba Quintero, en su condición de apoderado judicial del señor Francisco Antonio Delgado, en contra del artículo segundo de la Resolución N°103 de 6 de agosto de 1991, proferida por la Alcaldía Municipal del Distrito de Chepo.

[7] GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Derecho Civil I (Parte General)"; Universidad de Panamá, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Panamá, 1981.

En el Código Civil veremos diversas formas o modos en que puede obtenerse la propiedad, aunque, para el caso que nos ocupa, nos enfocaremos en los contratos: aquél acuerdo de voluntades que genera o es fuente obligaciones entre las partes, las cuales consisten en *"dar, hacer o no hacer alguna cosa"* como bien señala el artículo 1105 del Código Civil, siendo objeto de este aquellos bienes, muebles e inmuebles, que no están fuera del comercio de los hombres, aun futuros, y todos los servicios que no sean contradictorios a las Leyes o a las buenas costumbres ni imposibles, en virtud de lo estipulado en los artículos 1122 y 1123.

El Dr. Luis Diez-Picazo y Antonio Gullón tocan sabiamente la importancia de los contratos manifestando que *"Es una de las ideas centrales de todo el sistema de Derecho privado, y, junto con la propiedad, constituye uno de los pilares básicos del orden económico, pues a través de él se realiza la función de intercambio de los bienes y servicios. Pero es también un supraconcepto (Oberbegriff), que es aplicable a todos los campos jurídicos y, por consiguiente, tanto al Derecho privado como al Derecho público"*.[8]

III. Menores de edad no emancipados

No cabe duda que, al hablar de menores de edad, debemos remitirnos nuevamente al Código Civil, específicamente al artículo 34-A, donde el legislador ha establecido escalonadamente por edades las distintas etapas y capacidades que adquiere el ser humano, cuya existencia principia con el nacimiento (artículo 41 de esta *excerpta*), hasta alcanzar los dieciocho (18) años, a partir de lo cual es considerado mayor de edad y, con ello, queda habilitado en todas las cosas y casos en que las Leyes no hayan exceptuado expresamente a los menores –quienes no han cumplido la referida edad-.

En aras de estar claros en nuestro análisis, referiremos cuáles son estas etapas que, de acuerdo al legislador, afectan al ser humano antes de alcanzar la mayoría de edad y que, en sí, están englobadas en la gran categoría de «menores de edad», estas son:*(i)* infante o niño: aquel que no ha cumplido 7 años de edad; *(ii)* impúber: aquel varón que no ha cumplido 14 años de edad y aquella mujer que no ha cumplido 12 años de edad; *(iii)* adulto: aquel que ha dejado de ser impúber.

[8] DIEZ-PICAZO, Luis; GULLÓN, Antonio: "Sistema de Derecho Civil, Volumen II, El contrato en general, la relación obligatoria, contratos en especial, cuasi contratos, enriquecimiento sin causa, responsabilidad extracontractual"; Sexta Edición, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, España, 2.ª reimpresión, 1992.

También es necesario tener en cuenta el Código de la Familia – renuevo del Código Civil –, debido a que, en sus artículos 350 y 358, trata el efecto de la emancipación, que no es más que el beneficio de la mayoría de edad establecida a favor de menores, quienes, al tener lugar esta, quedan habilitados para regir su persona y bienes como si fuera mayores, pero con las limitaciones establecidas en la Ley.

Seguidamente, retomamos el artículo 45 del Código Civil, que nos habla de la personalidad civil, sosteniendo, entre otros estados, que la minoría de edad es una restricción de la personalidad jurídica, pero aclara que: *"Los que se hallaren en alguno de estos estados son susceptibles de derechos y aun de obligaciones cuando éstas nacen de los hechos o de relaciones entre los bienes del incapacitado y un tercero".*

La capacidad va paralelo a la personalidad y, en términos generales, como bien la define el Dr. Narciso Enrique Garay Preciado, no es más que *"la aptitud de una persona para ser titular de derecho y obligaciones y de poder actuar por sí sola en el mundo jurídico, sin necesidad de representación ni autorización de ninguna otra"*.[9] De lo expuesto, se distinguen dos (2) tipos de capacidad: *(i)*la de goce y *(ii)* la de obrar o de ejercicio.

Para estar claros en esta clasificación, nos ilustramos con las palabras del Dr. Garay Preciado:

"1. Capacidad jurídica o de goce: que es la aptitud legal para ser titulares de derechos y sujetos de obligaciones y deberes jurídicos. La expresión capacidad de goce, qué proviene de la doctrina francesa, no la usa nuestro Código.

La doctrina moderna habla de capacidad jurídica que, en lo general, se confunde con la personalidad o condición de sujeto de derecho.

2. Capacidad de ejercicio: que consiste en la aptitud legal para actuar por sí solo, sin autorización ni representación de nadie, en el mundo jurídico. La Doctrina moderna usa la expresión capacidad de obrar, en lugar de capacidad de ejercicio".[10]

[9] GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Teoría de la obligaciones"; Universidad de Panamá, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Panamá.
[10] Ibídem.

Como se perfila en los citados artículos del Código Civil y del Código de la Familia, y veremos posteriormente, existe una limitación legal que reduce la capacidad de obrar o de ejercicio en los menores de edad, aquella aptitud legal para actuar por sí solo, sin autorización ni representación de alguien, en el mundo jurídico. No obstante, dicha limitación no es completamente restrictiva de la capacidad de goce; por lo tanto, los menores de edad pueden ser titulares de derechos, entre estos: el de propiedad.

Y es que, aun cuando la capacidad de goce no presupone la capacidad de obrar o de ejercicio en los menores de edad, estos pueden ser titulares de derechos que nazcan de otra fuente distinta a la voluntad propia, como es el caso de la: sucesión, donación, etc.

Sobre el particular, el Dr. Luis Diez-Picazo indica que: *"el menor de edad no es una persona que sea total y absolutamente incapaz, sino que es una persona con una capacidad de obrar limitada, como consecuencia del especial estado civil en que se encuentra colocada, de la dependencia a que la ley la somete respecto de los órganos familiares y de la especial protección que se le concede o se le dispensa."* [11]

El alcance de esta incapacidad de obrar o de ejercicio se registra expresamente en posteriores artículos a lo largo del contenido del Código Civil, en distintos actos, aunque el que nos ocupa en este momento es el contrato.

A. Incapacidad para contratar directamente.

En palabras atinadas del Dr. Luis Diez-Picazo y Antonio Gullón *"sustancialmente la capacidad para contratar coincide con la capacidad general de obrar. En consecuencia, aquellas personas que tengan limitada su capacidad de obrar la tienen también limitada para contratar"*.[12]

Acorde a lo expuesto, tenemos que el artículo 1114 (numeral 1) del Código Civil dispone que los menores de edad no emancipados no pueden prestar consentimiento, siendo este último uno de los requisitos esenciales para la validez de los contratos, en virtud de lo establecido en el artículo 1112 (numeral 1) de la misma *excerpta*. Entonces, tenemos que la legislación panameña regula, en función al consentimiento, de modo negativo la

[11] DIEZ-PICAZO, Luis, *op. cit.*
[12] DIEZ-PICAZO, Luis; GULLÓN, Antonio, *op. cit.*

capacidad para contratar, esto es: determinando quiénes no pueden contratar ante el impedimento legal para prestar consentimiento, de lo cual se desprende implícitamente, en el carácter positivo, aquella regla de que son capaces para contratar todas las personas a quienes la Ley no declara incapaces para ello.

Con lo anterior, a su vez, vamos apreciando como en la Ley se desarrollan, para el caso de los menores de edad no emancipados, las limitaciones que establece la norma constitucional para adquirir la propiedad y contar con la garantía de goce de este derecho.

Pero la incapacidad de los menores de edad no emancipados para contratar por sí mismos no debe entenderse absolutamente sin reparo ni como una prohibición legal de su participación en este acto, debido a que el propio legislador ha contemplado, por así decirlo, soluciones a dicha limitación que gobierna al ser humano en un período de su vida, a través de las cuales les permite que sean titulares del derecho de propiedad por esta vía.

En ese sentido, el artículo 1115 del Código Civil simultáneamente estipula que la incapacidad para prestar consentimiento por parte de los menores de edad no emancipados *"está sujeta a las modificaciones que la ley determina".*

Es así que, dela lectura de los artículos 1141 (numeral 3) y 1142 (numeral 3) del Código Civil, se distinguen dos (2) tipos de incapacidad en los menores de edad, las cuales van de la mano con las siguientes etapas de su desarrollo: *(i)* impúberes, considerados como «absolutamente incapaces», cuya actuación en la celebración o ejecución de un contrato es sancionada con la nulidad absoluta del mismo (artículo 1143); y *(ii)* adultos no habilitados de edad ni emancipados, considerados «relativamente incapaces», cuya actuación en el referido acto puede acarrear su nulidad relativa (artículo 1144).

Es entendible que nuestro legislador haya considerado que los impúberes no cuentan con el desarrollo mental necesario para exteriorizar la voluntad requerida y actuar directamente en los contratos, mientras que, en el caso de los adultos, haya atenuado las sanciones por este ejercicio, dando cabida a una vía menos rigurosa para subsanar el vicio que, de una forma u otra, deriva de la incapacidad que rige.

A juicio de Rafael Rojina Villegas,ex catedrático de derecho civil y exministro de la Suprema Corte de Justicia de México,*"La capacidad no es un elemento esencial en los contratos, toda vez que los celebrados por incapaces existen jurídicamente; son susceptibles de ratificación para quedar convalidados retroactivamente, o bien puede prescribir la ineficacia que los afecta"*;[13] así,el Dr. Luis Diez-Picazo opina que *"los contratos celebrados por un menor de edad no son nunca, por razón de la edad, contratos absoluta y radicalmente nulos. Son contratos simplemente anulables o impugnables, cuya anulación o impugnación se realiza a instancia del representante legal del menor o a instancia del propio menor cuando éste llega a la mayor edad."* [14]

Sin embargo, indistintamente las vías que nuestro Código Civil plantee para sanear o subsanar un contrato ante la ejecución o celebración por parte de un menor de edad no emancipado, su incapacidad sí afecta a un elemento esencial de este acto, propiamente el consentimiento, generando así un vicio en la voluntad exteriorizada por una de las partes, la cual no se constituye de forma perfecta y, de una forma y otra, hace contingente la inexistencia del contrato.

Avancemos, concentrémonos en otra solución que el derecho civil ha contemplado para que sea efectiva la capacidad de goce que tienen los menores de edad no emancipados y estos puedan figurar como parte de un contrato sin que se afecte alguno de los requisitos esenciales para su validez.

B. La representación legal y administración de bienes que ejercen los padres o el tutor.

El artículo 1110 del Código Civil entra preceptuando que *"Ninguno puede contratar a nombre de otro sin estar por éste autorizado o sin que tenga por la ley su representación legal".*

En ese orden, se desprende de los artículos 316, 319 (numeral 3), 332 y 334 del Código de la Familia que los padres, que ejercen la patria potestad o relación parental, tienen la representación legal de sus hijos menores de edad no emancipados y administran sus bienes; mientras que, en el caso de la tutela, los artículos 390 (numeral 1), 442, 444 (numeral 4) y 445 de la

[13] ROJINA VILLEGAS, Rafael: "Compendio de Derecho Civil III. Teoría General de las Obligaciones"; Vigésima Primera Edición, Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 1998.
[14] DIEZ-PICAZO, Luis, *op. cit.*

misma *excerpta* contemplan a los menores de edad no emancipados dentro de los efectos de dicha institución jurídica, determinando que la persona designada como tutor representa al pupilo en todos los actos civiles y está obligado a administrar su caudal con la diligencia de un buen padre de familia, requiriendo, para ciertos actos, la autorización judicial.

Estas normas constituyen y completan piezas de un engranaje, soportan y dan función a una institución jurídica denominada «representación», la cual entra a socorrer la incapacidad de obrar o de ejercicio que pesa en los menores de edad no emancipados, permitiéndoles participar en los contratos y, con mayor relevancia, garantiza la efectividad de la capacidad de goce que ostentan.

La siguiente definición que nos da el Dr. Narciso Enrique Garay Preciado es concreta:

> *"la representación consiste en que un acto jurídico celebrado por una persona en nombre de otra produzca efectos con respecto a esta última como si ella lo hubiera ejecutado personalmente"*.[15]

Para Rafael Rojina Villegas *"la representación legal en el derecho privado, es una institución jurídica auxiliar de la incapacidad del ejercicio",*[16] respaldándose en que *"Toda incapacidad de ejercicio origina la necesidad de una representación legal, porque si se admite la capacidad de goce, pero se niega la de ejercicio y no se busca un medio legal para que se ejerciten los derechos que el titular no puede hacer valer directamente, se negaría prácticamente también la capacidad de goce".*[17] Seguidamente, apunta convenientemente en los sujetos de nuestro análisis, manifestando que: *"¿De qué serviría al menor o al enajenado ser titular de derechos, si no pudiera ejercitarlos o hacerlos valer por conducto de otra persona? Traería esto como consecuencia práctica un desconocimiento de sus derechos".*[18]

El Dr. Narciso Enrique Garay Preciado continúa en esa línea señalando que gracias a la representación *"actúan en la vida jurídica los incapaces, se celebran contratos qué de otro modo no podrían celebrarse".*[19]

---

[15] GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Teoría de..., *op. cit.*
[16] ROJINA VILLEGAS, Rafael, *op. cit.*
[17] Ibídem.
[18] Ibídem.
[19] GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Teoría de..., *op. cit.*

Del contenido del artículo 1110 del Código Civil se distinguen dos (2) tipos de representación: *(i)* la legal, que es aquella instituida por Ley en alguna persona sin que medie la voluntad del representado, como hemos visto en el caso de los padres respecto a los hijos que están bajo su patria potestad y ocurre con el tutor sobre el pupilo (ver artículos 394, numeral 2, y concordantes del Código de la Familia); y *(ii)* la voluntaria, que nace de la voluntad del representado, como es el caso del mandato (ver artículo 1400 y siguientes del Código Civil).

En otras palabras, la representación legal existe porque así la implanta una norma jurídica a alguien para que actúe en nombre y por cuenta de otro, reconociéndole, asimismo, validez a los actos que se llevan a cabo para afectar a la persona y al patrimonio del representado. Mientras que la existencia de la representación voluntaria está supeditada al mandato que una persona recibe para actuar en nombre y por cuenta de otra.

Diversas apreciaciones doctrinales giran en torno a la representación que ejerce el tutor respecto del pupilo, en virtud que, como puede observarse del artículo 394 del Código de la Familia, la tutela es deferida no solo por Ley, sino también por testamento y por Juez; sin embargo, ocupémonos en el ejercicio de esta institución jurídica auxiliar por parte del tutor a partir de su nombramiento e inscripción.

Ocupémonos en la representación legal que, conforme han apuntado los respetados juristas antes citados, permite que a los menores de edad no emancipados no se les prive de la capacidad de goce por razón de su incapacidad de obrar o de ejercicio, esto es: que puedan ejercer sus derechos en el mundo jurídico, ser parte en actos como el contrato, a través de sus padres o de un tutor.

Antes de avanzar, concluiremos este apartado con los siguientes factores que, a nuestro parecer y en palabras y juicio de Rafael Rojina Villegas, intervienen y fundamentan la representación legal:

> *"Primer factor.-Hay una incapacidad de ejercicio, o una imposibilidad material de actuar jurídicamente; incapacidad de ejercicio en los menores...*
>
> *Segundo factor.-Hay una necesidad jurídica, ineludible, de que los derechos del incapacitado o del imposibilitado para actuar, se*

hagan valer, porque de lo contrario, la incapacidad de ejercicio se transforma en incapacidad de goce, y ésta al ser total, traería como consecuencia la privación de la personalidad…

Tercer factor.-Estos dos supuestos motivan el tercer factor, que podríamos llamarlo, principio de la autonomía legal, completando la explicación del fenómeno. Así como la autonomía de la voluntad justifica la representación voluntaria, la autonomía o soberanía del legislador justifica la representación legal; pero el legislador no procede arbitrariamente para imponer al representado los actos que ejecute el representante, sino que procede obligado por dos factores: la incapacidad de ejercicio o imposibilidad de actuar, y la necesidad ineludible en el derecho, de que, el incapacitado o imposibilitado, puedan ejercitar sus derechos.

Ante esos dos factores, que implican situaciones de hecho necesarias, sólo cabe una solución: supuesto que el imposibilitado o el incapacitado no pueden actuar directamente, tendrán que hacerlo a través de otro, y los actos jurídicos que el representante lleve a cabo deberán tener validez para el representado, porque si no la tuviesen, sería tanto como impedir el ejercicio de los derechos del representado".[20]

IV. Apertura de cuentas de inversión en casas de valores

A. Consideraciones previas

José Antonio PayetPuccio, abogado por la Pontifica Universidad Católica del Perú, bien señala que *"el mercado de capitales es el centro nervioso de la economía y el mecanismo para que, a través de los precios, los inversionistas dirijan el capital hacia sus usos más productivos"*.[21]

Seguidamente, cita palabras del autor Joseph E. Stiglitz, indicando que este último *"ha escrito que: "Los mercados financieros esencialmente involucran la asignación de recursos. Pueden ser concebidos como el cerebro del sistema económico, el lugar central de decisión". Por ello, este autor añade*

[20] ROJINA VILLEGAS, Rafael, *op. cit.*

[21] IUS ET VERITAS et al.: "Compendio de Mercado de Valores"; Primera Edición, Editorial Ediciones Legales E.I.R.L., Jr. Azángaro 1075. Of. 604 Lima, Perú, 2011.

que: "Si ellos fallan, no sólo se afecta las utilidades del sector, sino que puede dañarse el desempeño general del sistema económico en su conjunto". Finalmente, manifiesta que. *"Estas razones justifican el establecimiento de disposiciones legales que busquen que el mercado opere con eficiencia"*.[22]

Jesús de la Fuente Rodríguez, doctor en derecho por la Universidad Nacional Autónoma de México, expresa que: *"Un mercado en términos generales, es la interacción de múltiples compradores y vendedores de bienes, productos o servicios. El mercado de valores es aquella parte del sistema financiero, donde se permite llevar a cabo: la emisión, colocación, negociación y amortización de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, con la participación de emisores, inversionistas, intermediarios, instituciones de apoyo y autoridades de regulación y supervisión."*[23]

Destacamos la importancia del mercado de valores en Panamá en sintonía con lo expuesto por los citados autores, focalizándonos, más que cualquier otra actividad que el artículo 4 y otros del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 puedan integrar como parte de este mercado, en la apertura y gestión de cuentas de inversión, actividad que, con arreglo a lo establecido en los artículos 49 (numeral 10) y 64 de dicho Decreto Ley, es llevada a cabo por casas de valores.

El que este servicio, la apertura de cuentas de inversión, sea instituido y regulado por Ley nos lleva a reflexionar, además del hecho que responda a la necesidad de que el Estado oriente y dirija las actividades económicas a cargo de los particulares en aras de hacer efectiva la justicia social, alcanzar la eficiencia en la asignación de recursos escasos y demandar eficacia en los servicios, ponderando lo expuesto en los artículos 282 y 284 de la Constitución Política, el que es imperioso contar con una estructura legal base comprensiva de la complejidad de relaciones, actos, obligaciones y derechos que emergen con el acceso al mismo, a través de la cual se genere la confianza de los interesados – llámeseles, en un sentido amplio, "inversionistas" –, más que todo de aquellos que, debido a sus escasos conocimientos o poca experiencia en el mercado de valores o limitada

[22] Ibídem.

[23] FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús de la: "Tratado de Derecho Bancario y Bursátil. Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. Tomo I"; Cuarta Edición (actualizada), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2002.

capacidad financiera para asumir los riesgos de invertir en este, son más vulnerables y, por lo tanto, requieren protección.

"La protección de los inversores"[24] es, precisamente, uno de los objetivos que plantea la Organización Internacional de Comisiones de Valores, conocida como IOSCO por sus siglas en inglés, para la regulación de los mercados de valores. En el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, artículo 3, se registra la *"protección de los derechos de los inversionistas"* dentro de los objetivos de la Superintendencia del Mercado de Valores.

Sobre este aspecto, Carlos Enrique Arata Delgado, abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, expresa que la respuesta a la necesidad de contar con una regulación especial "*se encuentra en la naturaleza de los mercados de valores"*, y que la misma está *"encaminada a asegurar o, mejor dicho, compeler a los partícipes del mercado a comportarse lealmente"*, añadiendo que *"lo central es que el inversionista se sienta protegido, que tenga plena confianza que el riesgo que asume con su inversión se encuentra únicamente en la información suministrada y no en factores externos, como puede serlo el comportamiento desleal de su agente de intermediación o de los administradores o accionistas mayoritarios de la sociedad emisora".*[25]

A juicio de Fernando Zunzunegui Pastor, doctor en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid, *"Las operaciones bancarias, bursátiles y de seguros cada vez son más complejas en su naturaleza y contenido. Si en otros ámbitos de la vida económica el Derecho modifica comportamientos, en el mercado financiero se limita a reconocer y dar forma a las operaciones practicadas en el tráfico"*.[26]

Es notorio que, en la economía nacional, existen actividades que trascienden las relaciones jurídicas (personales y patrimoniales) contempladas en el derecho común, circunstancia que, sabiamente, fue prevista por nuestro legislador a lo largo del contenido del Código Civil, como se da en el caso de las obligaciones, donde el artículo 975 dispone que son exigibles aquellas

[24] OICV – IOSCO: "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores"; septiembre de 1998. Visto en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf
[25] IUS ET VERITAS et al., *op. cit.*
[26] MARIO CASTILLO FREYRE et al.: "Derecho Internacional Económico y de las Inversiones Internacionales, Vol. 2"; Primera Edición, Mario Castillo Freyre, editor, Av. Arequipa 2327, Lince, y Palestra Editores S.A.C., Calle Carlos A. Salaverry 187, Lima 18, Perú, 2009.

expresamente determinadas en este cuerpo normativo *"o en leyes especiales, y se regirán por los preceptos de la ley que las hubiere establecido"*, y en el caso de la interpretación y aplicación de la Ley, donde el artículo 10 determina que las palabras que conforman esta última *"cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en estos casos su significado legal".*

Por consiguiente, cuando hablamos de cuenta de inversión, antes que todo, debemos remitirnos a las definiciones contenidas en el artículo 49 (numerales: 2, 19, 33, 49 y 63) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, donde confluye que son aquellas en que una casa de valores, calificado como «intermediario», mantiene, por medio de «anotaciones en cuenta», a favor de una persona: valores, dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble, los cuales acuerdan reconocer como «activos financieros», sobre los que tales personas, como «tenedores indirectos»,tienen «derechos bursátiles», que no son más que aquel conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los derechos de propiedad y de prenda.

Para entender, un poco más, los términos que tratamos realzar en el párrafo previo, es necesario remitirnos al Título X de este Decreto Ley, sobre todo al Capítulo III, aunque procuraremos explicarlos a continuación, en lo que consideramos importante para el presente artículo.

Al momento de abrir una cuenta de inversión, en principio, participan, por un lado, una persona interesada en acceder a este servicio, llámese: cliente, quien pasa a ser, palabras más, palabras menos, titular de dicha cuenta; y, por la otra parte, un intermediario, a quien la Ley reconoce y la Superintendencia del Mercado de Valores autoriza para llevar a cabo esta actividad, esto es: una casa de valores.

La cuenta de inversión de este cliente, por Ley,se sujeta a un sistema particular, así como a un«régimen especial de propiedad» y de «derechos patrimoniales», en el que los valores o bienes que serán adquiridos y conformarán la misma están representados mediante anotaciones en cuenta que lleva la respectiva casa de valores, que no es más que un registro, configurándose, de esta forma, en activos financieros.

Juan Luis Hernández Gazzo, abogado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, nos indica que las *"anotaciones en cuenta se constituyen en una forma de representar valores por medio de registro contable y computarizado,*

sustituyendo así la tradicional representación de estos valores a través de certificados o títulos".[27]

Es así que el régimen especial de propiedad opera bajo una«tenencia indirecta», en el que los valores o instrumentos que una casa de valores haya acordado obtener para un cliente en una cuenta de inversión se entenderán adquiridos a título fiduciario a nombre y en beneficio de este último, quien ostenta la calidad de tenedor indirecto. A partir de esta tenencia indirecta, dimanan derechos patrimoniales especiales, conocidos como derechos bursátiles, que el cliente goza en proporción a los valores que, como activos financieros, haya adquirido y acreditado la casa de valores en la cuenta de inversión.

A través de este sistema y régimen, no existe relación directa entre el emisor y el cliente de la casa de valores, sino que dicho cliente ejerce sus derechos sobre los valores a través de esta última.

Al hablar de derechos bursátiles, tengamos presente el paquete de derechos que la propiedad de un valor puede expresar o conferir. En ese sentido, el cliente, como tenedor indirecto de activos financieros mantenidos en una cuenta de inversión, goza de derechos personales y reales sobre estos, incluidos los de propiedad y de prenda, que presuponen derechos económicos (pago de dividendos o intereses), entre otros.

Giluana Bonelli Urquiaga, abogada de la Pontificia Universidad Católica del Perú, al referirse a los valores mobiliarios, señala que estos confieren a sus titulares:

> *"derechos crediticios, dominicales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor*". Carlos Enrique Arata Delgado, abogado de la referida Universidad, añade que "*los valores mobiliarios no son inherentemente valiosos. Su valor proviene sólo de los derechos que otorgan a su titular sobre los activos y los ingresos del emisor, o del poder de voto que acompaña dichos derechos".*[28]

[27] Ibídem.
[28] Ibídem.

B. Tenedor indirecto, personas legitimadas, instrucciones válidas y el poder de dirección.

Como hemos perfilado, tenedor indirecto es aquella persona a quien la casa de valores ha reconocido derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de inversión, a través de anotaciones en esta.

Pero otras figuras giran en torno a una cuenta de inversión, como puede observarse de los artículos 209, 210 y 211 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, tal es el caso de la «persona legitimada», consideración legal que, en principio, recae sobre el tenedor indirecto que aparece en la cuenta de inversión; sin embargo, posteriormente veremos que esta figura y la competencia que la misma reviste no siempre coincide en la misma persona.

La legitimación que ostenta el tenedor indirecto en una cuenta de inversión le permite dar «instrucciones válidas» a la casa de valores respecto a derechos bursátiles sobre los activos financieros que mantiene en dicha cuenta, esto es: *v. gr.*, extender órdenes sobre los valores o bienes que han de conformar o forman parte del portafolio de inversión, ya sea de compra, venta, traspaso, redención, disposición y gravamen, respectivamente.

Estas instrucciones válidas también pueden darse por una persona que ha adquirido «poder de dirección» con relación a los activos financieros de la correspondiente cuenta de inversión. Este poder, *ab initio*, descansa en el tenedor indirecto al tener la calidad de persona legitimada.

Permite la Ley, a su vez, que dichas instrucciones válidas puedan darse por un mandatario, apoderado o representante que actúe en nombre y representación de la persona legitimada, con facultades de traspasar, gravar y, en general, disponer de los activos financieros en la cuenta de inversión.

Ahora bien, además del tenedor indirecto, ¿acaso el legislador no contempló en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 otros individuos en la consideración de personas legitimadas, que puedan dar instrucciones válidas dentro de una cuenta de inversión, ya sea, en caso de fallecimiento del tenedor indirecto o que sobre este último pese incapacidad de obrar o de ejercicio? Debemos pensar, entonces, que ¿los menores de edad no emancipados no pueden ser tenedores indirectos en cuentas de inversión, debido a que su incapacidad de obrar o de ejercicio no les permite, por sí

mismos, dar instrucciones válidas como personas legitimadas? Lo que nos lleva a la última interrogante, pero de mayor relevancia, ¿dónde queda la capacidad de goce que tienen los menores de edad no emancipados, aquella aptitud legal para ser titulares de derechos, si asumimos que estos no pueden gozar de los derechos bursátiles que dimanan de la tenencia indirecta sobre activos financieros, entre estos: el de propiedad?

Responderemos inmediatamente las interrogantes planteadas, pero empecemos por descartar en las dos primeras una conclusión afirmativa.

El Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 sí tiene en cuenta aquella condición y restricciones o limitaciones que extingue o afectan la personalidad del tenedor indirecto de una cuenta de inversión, mismas que han sido objeto de nuestro análisis en puntos anteriores y que son propias del derecho común. Esto se aprecia en el artículo 209, el cual determina que *"También se considerarán personas legitimadas los herederos, albaceas, tutores, curadores y representantes de las personas a que se refieren los numerales 1 y 2"*, es decir: del tenedor indirecto, luego añade que *"en caso de muerte o de incapacidad de estas, según fuere el caso".*

Y es que mal pueden desconocerse instituciones jurídicas, soluciones que el derecho común ha creado para garantizar la efectividad de la capacidad de goce que tienen los individuos de la especie humana, como es el caso de la representación, razón por la cual empezamos a dar respuesta a la segunda interrogante, aunque teniendo presente otros aspectos que pasaremos a examinar, enunciando que los menores de edad no emancipados sí pueden ser tenedores indirectos de cuentas de inversión abiertas con casas de valores.

La figura de la persona legitimada gira en torno al tenedor indirecto, pero se implanta de forma especial, precisamente para darle identidad a la aplicación de los efectos propios de instituciones jurídicas como los: herederos, albaceas, tutores, curadores y representantes, las cuales, reiteramos, responden a la necesidad de garantizar no solo, en vida, la capacidad de goce que tiene el tenedor indirecto respecto a derechos bursátiles en una cuenta de inversión, ante la incapacidad de obrar o de ejercicio que le afecte o llegue a afectarlo, sino, además, de darle paso a la transmisión de estos derechos a quienes, por Ley, les corresponden. Eventualmente, tengamos presente que cabe la posibilidad de que un menor de edad no emancipado herede activos

financieros mantenidos en una cuenta de inversión, como resultado de un juicio sucesorio testamentario o ab intestato.

Lo expuesto conlleva a decantarse en la viabilidad deque un menor de edad no emancipado figure como tenedor indirecto, pero sean sus padres o tutor las personas legitimadas para dar instrucciones válidas relacionadas con derechos bursátiles sobre activos financieros y ejercer poder de dirección en la respectiva cuenta de inversión, esto, en virtud de la representación legal que hemos tratado en puntos previos.

No obstante, ocupemos nuestra atención, más que todo, en el hecho de que los menores de edad no emancipados se constituyan en tenedores indirectos desde la apertura de una cuenta de inversión con la casa de valores, para lo cual proponemos continuar con el recorrido de nuestro examen, toda vez que aún hay aspectos esenciales a evaluar, que provienen de este servicio especial, regulado como parte de las actividades del mercado de valores.

C. El contrato-tipo y la libertad de contratación.

Recordemos que estamos ante una de las actividades regulada por Ley, bajo la supervisión y fiscalización de una Autoridad Administrativa, donde el artículo 64 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 entra preceptuando que: *"Las casas de valores mantendrán los valores y los dineros de clientes en cuentas de inversión de conformidad con las disposiciones que dicte la Superintendencia. La Superintendencia dictará reglas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores en relación con el manejo y la administración de cuentas de inversión y dineros de clientes…"*

En ese sentido, la Superintendencia del Mercado de Valores, por medio de los artículos 13 y 14 del Acuerdo No.5-2003 de 25 de junio de 2003 y del artículo 8 (numeral 15) del Acuerdo No.2-2011 de 1 de abril de 2011, ordena la utilización de un «contrato-tipo» por parte de las casas de valores para la apertura y manejo de cuentas de inversión, cuyo borrador debe ser puesto en conocimiento de dicha Autoridad Administrativa previo a su aplicación, incluyendo las modificaciones que los afecten.

La revisión de estos contratos-tipo por el Ente Supervisor, tal como manifiesta Jesús de la Fuente Rodríguez, tiene como finalidad *"determinar que los*

mismos se ajusten a los ordenamientos que les son aplicables, así como verificar que dichos instrumentos no contengan estipulaciones confusas o que no permitan a la clientela conocer claramente el alcance de las obligaciones de los contratantes".[29] La Superintendencia del Mercado de Valores, en Opinión No. 5-2006 de 5 de junio de 2006, ha afirmado, en esa línea, que el control previo administrativo que ejerce sobre los contratos-tipo de cuentas de inversión parte de la premisa de la libertad contractual y tiene como finalidad proyectar *"la transparencia del contrato y por ende protege al inversionista y al mercado".*

La Superintendencia del Mercado de Valores, en la citada Opinión y en el Acuerdo No.5-2003 de 25 de junio de 2003, reconoce que en las cuentas de inversión opera el principio de «libertad de contratación», aquel que, en palabras del Dr. Luis Diez-Picazo, no es más que *"la libre opción del individuo entre contratar y no contratar"*; en otras palabras: *"Nadie puede ser obligado a realizar un contrato si no lo desea".*[30]

Tratamos estos aspectos, a efectos que se tenga presente que las casas de valores pueden elegir con qué tipo de clientes celebrarán contratos para ofrecer el servicio de apertura y manejo de cuentas de inversión. Esta libertad les permite contemplar o no en su cartera de clientes a menores de edad no emancipados, en cuyo caso es imprescindible que el contrato-tipoutilizado contenga cláusulas comprensivas de: *(i)* la representación y administración que, conforme hemos analizado, se ejercerá a nombre de estos por parte de una persona con la capacidad de obrar o de ejercicio para ello, ya sean los padres o tutor, al igual que *(ii)* expresar, aún de forma breve, las responsabilidades que pesan en dichos representantes por daños y perjuicios causados en el ejercicio de su administración, teniendo en cuenta para ello las disposiciones contenidas en el Código de la Familia.

Pero esta libertad de contratación, en el evento que una casa de valores no considere abrir cuentas de inversión a menores de edad no emancipados, no acarrea el desconocimiento de derechos que puedan tener estos últimos al encontrarse, *v. gr.*, en la condición de herederos por el contingente fallecimiento del titular de una de sus cuentas, circunstancia que hemos analizado anteriormente, por lo que, al final del camino, es importante que la casa de valores esté preparada para afrontar el manejo de este tipo de clientes.

[29] FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús de la, *op. cit.*
[30] DIEZ-PICAZO, Luis, *op. cit.*

Hasta este punto, hemos labrado el terreno para que un menor de edad no emancipado sea "titular" / tenedor indirecto de cuenta de inversión en una casa de valores desde la celebración del contrato, lo que nos lleva a un último aspecto, de suma importancia, que compete a las casas de valores atender previo a entablar una relación de este tipo. Hablamos de las medidas para la prevención del blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva adoptadas en la Ley 23 de 2015.

Pero antes de abordar el punto final, veamos cómo es en la práctica o qué posición /instrumentos legales tienen otros países sobre las cuentas de inversión a nombre de menores de edad no emancipados:

a) En Estados Unidos de América: corresponde hablar, principalmente, del *"Uniform Gifts to Minors Act"* (conocido como UGMA por sus siglas en inglés) y del *"Uniform Transfers To Minors Act"* (conocido como UTMA por sus siglas en inglés), que son mecanismos legales que permiten la donación / transferencia irrevocable de activos financieros (valores, dinero en efectivo, etc.) a una cuenta custodiada, la cual se crea para beneficiar a un menor de edad, quien podrá tomar posesión de los mismos al alcanzar la mayoría de edad.

   Generalmente, estas cuentas son establecidas en un banco o casa de valores por parte de los padres/tutor del menor de edad y gozan de beneficios fiscales.

   Se les denomina también "cuentas fiduciarias" y se destinan para generar un ahorro a utilizar en gastos universitarios. En estas, un adulto actúa en calidad de custodio de la cuenta y toma las decisiones sobre las inversiones hasta que el menor de edad (beneficiario) alcance la mayoría de edad, a partir de lo cual controla la cuenta y cualquier activo financiero que se encuentren en esta.

   A diferencia de las cuentas UGMA, las UTMA, además del dinero en efectivo y valores, pueden mantener bienes raíces y otros.

b) En Colombia: la Superintendencia de Valores (actualmente Superintendencia Financiera de Colombia) ha emitido concepto expresando lo sucesivo:

"En materia mercantil o de mercado público de valores no existe limitación o prohibición alguna para que un menor de edad sea titular del derecho de dominio de un bien mueble como lo son las acciones.

No obstante, frente a este evento es necesario recordarlas normas generales del Código Civil en lo que hace a la capacidad del menor de edad para obligarse, así como el ejercicio de la representación legal del menor.

Así pues, el menor de edad impúber o el menor de edad no emancipado por expresa prescripción legal son considerados incapaces (artículo 1504 del Código Civil), razón por la cual es su representante legal el llamado a hacer efectivos sus derechos y dar cumplimiento a sus obligaciones.

Ahora bien, en cuanto a la representación legal de los menores de edad incluyendo en este concepto tanto los menores impúberes como los menores no emancipados, la ley dispone (art. 288 del Código Civil, Subrogado por el artículo 19 de la ley 75 de 1968) que corresponde a los padres, por regla general, ejercer la representación legal del hijo de familia tanto procesal como extraprocesalmente y sólo de manera excepcional frente a los eventos previstos por la ley (artículos 428 y siguientes Idem) en ausencia de los padres corresponderá a un tutor o curador ejercer dicha representación.

Por tanto, los menores de edad pueden ser titulares de acciones y el ejercicio de sus derechos, así como el cumplimiento de sus obligaciones debe efectuarse por conducto de aquella persona que legal o judicialmente esté facultada para ejercer su representación legal."[31]

c) En España: empresas como Norbolsa Sociedad de Valores, S.A. e Indexa Capital A.V., S.A., con el registro No.40 y 257 de sociedad y agencia de valores ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores respectivamente, contemplan requisitos para la apertura de cuenta en la titularidad

[31] Superintendencia de Valores (actualmente Superintendencia Financiera de Colombia): Concepto 19988-15090 del 02 de octubre de 1998, Colombia.

de menores de edad (véase, como referencia, los sitios: https://www.norbolsa.es/ y https://www.indexacapital.com/es).

d) En Honduras: la Comisión Nacional de Bancos y Seguros reglamentó la Ley Especial Contra el Lavado de Activos, estableciendo procedimientos especiales aplicables a sujetos obligados, entre estos: casas de bolsa, de los cuales transcribimos lo siguiente:

> *"ARTÍCULO 37.- APERTURA DE CUENTAS ESPECIALES.*
> *a) En la apertura de una cuenta para un menor de edad o para cualquier otra persona, por parte de un administrador, mandatario o tutor, deben cumplir con los pasos de verificación que corresponden a una cuenta de persona natural. Adicionalmente, como parte de la debida diligencia se debe solicitar la original de la partida de nacimiento del menor y conocimiento simplificado del tutor; y, en el caso, de cuentas de elevado riesgo debe solicitar el documento que acredite la tutoría, esta información debe formar parte del expediente del cliente."*[32]

D. Aplicación de las medidas preventivas con base en la Ley 23 de 2015 y consideraciones finales.

Definitivamente, la última pieza legal para materializar la apertura de una cuenta de inversión a nombre de un menor de edad no emancipado, y quizás la de más peso, son las medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, instauradas en la Ley 23 de 2015 y amoldadas en el Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015 a las actividades del mercado de valores por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Con arreglo a lo dispuesto en los artículos 7, 10 y 11 del Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015, atañe a las casas de valores, previo a la apertura de la cuenta de inversión, el cumplimiento de requisitos mínimos y puntuales en la identificación y verificación de la identidad de cliente – persona natural y para establecer su perfil financiero, transaccional y de inversionista, de

[32] Resolución SB No.348/27-04-2016, que aprueba el "Reglamento del Régimen de Obligaciones, Medidas de Control y Deberes de las Instituciones Supervisadas en Relación a la Ley Especial Contra el Lavado de Activos", dictado por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Honduras.

los cuales no escapan los menores de edad que, por intermedio de su representante (padres o tutor), se perfilen como tenedores indirectos / "titulares" de cuentas de inversión.

Con el enfoque basado en riesgo que se instituye a partir de la Ley 23 de 2015, no cabe duda que mal podemos precisar exhaustivamente la documentación e información que, a nuestro juicio, una casa de valores debe obtener para completar la identificación y verificación de este tipo de cliente, sobre todo porque este enfoque demanda por parte de la casa de valores analizar cada situación en particular y calificar dichos clientes dentro de la categoría de riesgo que mantenga, así como contar con políticas, mecanismos y metodologías a implementar para la administración y mitigación del riesgo, incluyendo la información y documentación adicional a solicitar, dentro del respectivo Manual de Prevención, en virtud de lo determinado en los artículos 5, 6 y 28 del Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015.

Este es un tema que no agotaremos en el presente apartado, una multiplicidad de situaciones y propósitos pueden girar en torno a la apertura de una cuenta de inversión a este tipo de cliente; sin embargo, queremos subrayar que, debido a la limitación legal que reduce la capacidad de obrar o de ejercicio en los menores de edad, serán los representantes de estos quienes presten su voluntad y lleven a cabo los actos que sean necesarios para que dé la apertura de la cuenta de inversión a nombre de su representado, lo que incluye aportar la documentación e información mínima que prescribe el Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015 para la identificación adecuada del menor de edad no emancipado y la verificación razonable, sin descartar la posibilidad de que la casa de valores, atendiendo sus políticas de gestión de riesgo, considere obtener otros documentos.

Podemos agregar que corresponderá a la casa de valores obtener la documentación e información que compruebe la representación que exteriorizan ejercer aquellos que se identifican como padres del menor de edad no emancipado o, de no tratarse de estos, la tutela a la que está sujeto dicho menor respecto de quien se identifica como su tutor. Para conocer el alcance de esta representación, será necesario remitirse a los preceptos contenidos en el Código de la Familia.

El propósito o finalidad que entrañe la apertura de esta cuenta de inversión y la calidad del representante del menor de edad no emancipado deben ser de sumo interés para la casa de valores, más cuando se trata de los pa-

dres, cuya representación y administración que ejercen sobre la persona y bienes de sus hijos surge de la relación parental.

Podemos finalizar acentuando que, en virtud de lo establecido en la Ley 23 de 2015 y el Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015, concierne a la casa de valores administrar y mitigar el riesgo inherente a la apertura de esta cuenta de inversión, debiendo conocer, en última instancia, el origen de los fondos y dar seguimiento continuo de las transacciones u operaciones efectuadas, razón por la cual subrayamos la relevancia de la «relación parental» como un factor que puede llevar a la casa de valores a adoptar las siguientes medidas:

(i) Hacer extensiva la debida diligencia en los padres, después de evaluar el propósito que estos expongan para que se abra la cuenta de inversión a nombre de su hijo no emancipado y no a nombre propio.

(ii) Aplicar la debida diligencia ampliada o reforzada que dispone el artículo 34 de esta Ley y desarrolla el Capítulo III del Acuerdo 06-2015 de 19 de agosto de 2015, luego de ubicar al menor de edad no emancipado, quien figura como titular y beneficiario final de la cuenta, dentro de la categoría de «familiares cercanos» de «personas expuestas políticamente (PEPs)» que describe el artículo 4 (numerales 13 y 18) de la Ley 23 de 2015.

V. Bibliografía

Normas:

• Código Civil, Panamá.

• Código de la Familia, Panamá.

• Constitución Política, Panamá.

• Resolución SB No.348/27-04-2016, que aprueba el “Reglamento del Régimen de Obligaciones, Medidas de Control y Deberes de las Instituciones Supervisadas en Relación a la Ley Especial Contra el Lavado de Activos”, dictado por la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, Honduras.

• Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y sus modificaciones, Panamá.

Conceptos y Fallos:

- Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 31 de diciembre de 1993: demanda de inconstitucionalidad interpuesta por el licenciado Olmedo Córdoba Quintero, en su condición de apoderado judicial del señor Francisco Antonio Delgado, en contra del artículo segundo de la Resolución N°103 de 6 de agosto de 1991, proferida por la Alcaldía Municipal del Distrito de Chepo.

- Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 10 de enero de 2003: amparo de garantías constitucionales interpuesto por el licenciado Alejandro Quintero Dixon, actuando en nombre y representación del Sindicato Industrial Nacional de Trabajadores de las Compañías de Servicios, Supermercados, Casas Mayoristas y Minoristas de Víveres de Panamá, contra la orden contenida en la Nota No.1061-DGT-2003 de 19 de septiembre de 2002 expedida por el Subdirector General de Trabajo del Ministerio de Trabajo y Desarrollo Laboral.

- Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 17 de noviembre de 2015: amparo de garantías constitucionales interpuesto por Banistmo, S.A., mediante apoderado especial, contra la Resolución de 26 de junio de 2015, dictada por el Juez del Primer Tribunal Marítimo de Panamá.

- Superintendencia de Valores (actualmente Superintendencia Financiera de Colombia): Concepto 19988-15090 del 02 de octubre de 1998, Colombia.

Libros y demás publicaciones:

CASTRO PATIÑO, Iván: "Tesis Doctoral: La inconstitucionalidad por omisión: una reforma necesaria en la constitución ecuatoriana"; Universidad Católica de Santiago de Guayaquil, Facultad de Jurisprudencia, Ciencias Sociales y Políticas, Guayaquil, Ecuador, 2003.

DIEZ-PICAZO, Luis: "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial, Volumen Primero, Introducción Teoría del Contrato"; Quinta Edición, Editorial Civitas, Madrid, España, 1996.

DIEZ-PICAZO, Luis; GULLÓN, Antonio: "Sistema de Derecho Civil, Volumen II, El contrato en general, la relación obligatoria, contratos en especial, cuasi contratos, enriquecimiento sin causa, responsabilidad extracontractual"; Sexta Edición, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, España, 2.a reimpresión, 1992.

FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús de la: "Tratado de Derecho Bancario y Bursátil. Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. Tomo I»; Cuarta Edición (actualizada), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2002.

GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Derecho Civil I (Parte General)"; Universidad de Panamá, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Panamá, 1981.

GARAY PRECIADO, Narciso Enrique: "Teoría de la obligaciones"; Universidad de Panamá, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Panamá.

IUS ET VERITAS et al.: "Compendio de Mercado de Valores"; Primera Edición, Editorial Ediciones Legales E.I.R.L., Jr. Azángaro 1075. Of. 604 Lima, Perú, 2011.

MARIO CASTILLO FREYRE et al.: "Derecho Internacional Económico y de las Inversiones Internacionales, Vol. 2"; Primera Edición, Mario Castillo Freyre, editor, Av. Arequipa 2327, Lince, y Palestra Editores S.A.C., Calle Carlos A. Salaverry 187, Lima 18, Perú, 2009.

OICV – IOSCO: "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores"; septiembre de 1998. Visto en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf

ROJINA VILLEGAS, Rafael: "Compendio de Derecho Civil III. Teoría General de las Obligaciones"; Vigésima Primera Edición, Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 1998.

SÁNCHEZ GONZÁLEZ, Salvador: "César A. Quintero Correa (1916 – 2003). Libro Homenaje"; Centro de Iniciativas Democráticas (CIDEM)/IIDC, Panamá, 2013.

Nota: La opinión descrita en este artículo es responsabilidad exclusiva de su autor y no representa la posición oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores o de sus funcionarios.

SOCIEDADES DE INVERSIÓN PARA EL EMPRENDIMIENTO Y EL DESARROLLO INMOBILIARIO

Por: Allan Binns

Recientemente, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) emitió los Acuerdos 01-2014 y 02-2014, relativos a la Sociedad de Inversión de Capital de Riesgo y a la Sociedad de Inversión Inmobiliaria, respectivamente. La primera es novedosa en el mercado de valores panameño mientras que la segunda formaba parte de otro Acuerdo general.

Estas sociedades o fondos de inversión cumplen una doble función en el sistema financiero: mediante la venta de sus cuotas de participación, permiten a inversionistas acceder colectivamente a oportunidades que individualmente les hubiesen sido imposibles; y, a través de sus inversiones, canalizan recursos hacia determinados sectores o industrias.

Si bien estas sociedades de inversión tienen enfoques diferentes, su regulación es muy similar, lo que nos permite abordarlas en una misma ocasión.

En términos generales, podemos indicar que, conforme a la Ley del Mercado de Valores, ambas sociedades de inversión deberán registrarse en la SMV si desean ofrecer públicamente sus cuotas de participación en Panamá o si son administradas en o desde Panamá. En caso afirmativo, deberán cumplir con requisitos, tales como:

1. Constituirse como una sociedad anónima o fidecomiso.

2. Presentar una solicitud y documentación de registro, incluyendo un prospecto informativo e información de su Junta Directiva.

3. Contar con un Administrador de Inversiones o registrarse como una entidad auto-administrada.

4. Pagar una tarifa de registro de B/.2,500.00.

Una vez obtenido el registro, para conservarlo deberán:

1. Mantener un capital mínimo de B/.50,000.00.

2. Cumplir con su respectiva política de inversión, salvo durante el primer año de operación y ciertos periodos excepcionales.

3. Valorar sus inversiones una vez al año.

4. Calcular el valor neto de sus cuotas de participación semanalmente (si es abierta) o cuando exista el derecho a reembolso (si es cerrada).

5. Brindar información periódica a sus inversionistas, incluyendo un estado de cuenta mensual.

6. Realizar reportes semestrales y presentar estados financieros semestrales y anuales.

7. Pagar una tarifa de supervisión anual equivalente a 0.0010% del promedio del valor neto de sus activos (VNA), con un mínimo de B/.500.00 y un máximo de B/.5,000.00.

No obstante las similitudes de estas sociedades de inversión, a continuación indicaremos sus diferencias. También brindaremos ejemplos deposibles estructuras para cada una, utilizando el supuesto de sociedades de inversión auto-administradas; aunque bien pueden ser gestionadas por un Administrador de Inversiones, entidad que requiere una licencia emitida por la SMV.

Sociedad de Inversión de Capital de Riesgo

Primeramente, el Acuerdo 01-2014 establece que su política de inversión consiste en que, como mínimo, el 80% de sus activos sean invertidos en acciones emitidas por sociedades que, al momento en que se realiza la inversión, no se encuentren registradas en un ente regulador de valores o listadas en una bolsa de valores. Incidentalmente, hasta un 20% de sus activos pueden ser invertidos en valores negociados en una bolsa de valores. En este sentido, observamos que esta sociedad de inversión puede invertir en cualquier empresa que no se cotice públicamente, independientemente de su madurez. Siendo así, es posible invertir en emprendimientos o empresas en una etapa inicial (estrategia de inversión conocida como *Ven-*

ture Capital), en empresas maduras o en marcha (*Private Equity*), o en una combinación de ambas.

En segundo lugar, el Acuerdo 01-2014 establece un monto mínimo de B/.100,000.00 a las participaciones que venda la sociedad de inversión, que sólo podrán ser vendidas a inversionistas calificados (aquellos cuyo negocio ordinario incluye estas inversiones o que poseen, individualmente o con su cónyuge, un patrimonio superior a B/.1,000,000.00). En tercer lugar, se limita el nivel de endeudamiento de la sociedad de inversión hasta el 100% de su activo.

A manera de ejemplo, un grupo de empresarios podría constituir, capitalizar (con sus propios recursos), registrar, y auto-administrar una Sociedad de Inversión de Capital de Riesgo que invierta en empresas con ideas innovadoras o con gran potencial de crecimiento. Los emprendedores obtendrían, en adición al conocimiento y a la red de contacto de los empresarios, una fuente de financiamiento para sus empresas, lo cual es difícil en etapas tempranas pues usualmente no se cuenta con activos tangibles, flujo de caja o utilidades. Los empresarios, en adición a incentivar el emprendimiento, recibirían retornos en el largo plazo cuando se vendan dichas empresas.

Sociedad de Inversión Inmobiliaria

Primeramente, el Acuerdo 02-2014 establece que su política de inversión consiste en que, como mínimo, el 80% de sus activos sean invertidos, directamente o a través de subsidiarias, en los siguientes activos ubicados en Panamá:

a) Bienes inmuebles (ya sean, con permiso de ocupación, en construcción o, inclusive,sin anteproyecto).

b) Opciones y promesas de compraventa de bienes inmuebles.

c) Valores que cuenten con garantías reales emitidos por empresas inmobiliarias.

d) Concesiones para el negocio inmobiliario.

e) Cuotas de participación emitidas por otras sociedades de inversión inmobiliarias.

Incidentalmente, hasta un 20% de sus activos pueden ser invertidos en cuentas de ahorros, depósitos a plazo fijo, o en valores negociados en una bolsa de valores. Observamos pues que esta sociedad de inversión, conocida en otras latitudes como *Real Estate Investment Trust* (REIT), puede invertir en una gran gama de activos inmobiliarios.

En segundo lugar, el Acuerdo 02-2014 no establece un monto mínimo a las participaciones que venda la sociedad de inversión. En tercer lugar, no se le indica un límite de endeudamiento.

A manera de ejemplo, una promotora o una desarrolladora de bienes raíces podría constituir, registrar y auto-administrar una Sociedad de Inversión Inmobiliaria que capte recursos de toda clase de inversionistas. Estos podrían, a través de pequeñas sumas de dinero, invertir en el sector inmobiliario sin ser dueños directamente de los bienes inmuebles; y ver retornos, ya sea, por su valorización, por los flujos de efectivo provenientes de su administración o arrendamiento, o por suposterior venta una vez desarrollados. La promotora o desarrolladora, por su parte, obtendría del público inversionista el financiamiento para sus proyectos (en condiciones más favorables que el crédito bancario) y recibiría comisiones de administración

Por último, vale la pena indicar que esta sociedad de inversión goza de un incentivo fiscal establecido mediante la Ley 114 de 2013: si distribuye no menos del 90% de su utilidad neta del periodo fiscal, el impuesto sobre la renta de la sociedad de inversión recaerá sobre los tenedores de sus cuotas de participación. En este supuesto, la sociedad de inversión quedará obligada a retener el 5% del monto distribuido en concepto de adelanto de dicho impuesto, retención que los tenedores de las cuotas de participación podrán considerar como el impuesto definitivo. Previamente, la sociedad de inversión ha debido registrarse ante la SMV y la Autoridad Nacional de Ingresos Públicos, y cumplir con otros requisitos establecidos en el Decreto Ejecutivo 199 de 2014.

Conclusiones

Sin perjuicio de consultar los Acuerdos en el sitio web de la SMV (www.supervalores.gob.pa), hemos analizado los principales aspectos de la Sociedad de Inversión de Capital de Riesgo y de la Sociedad de Inversión Inmobiliaria.

Confiamos que estas sociedades de inversión cumplan su doble función de, por una parte, ampliar el portafolio de oportunidades a los inversionistas; y por otra, coadyuvar al financiamiento del emprendimiento y del desarrollo inmobiliario.

Política de Inversión	**Sociedad de Inversión de Capital de Riesgo**	**Sociedad de Inversión Inmobiliaria**
	Mínimo 80% de sus activos deben ser invertidos directa o indirectamente en acciones de sociedades que, al momento en que se realiza la inversión, no se encuentren registradas en un ente regulador de valores o listadas en una bolsa de valores.	Mínimo 80% de sus activos deben ser invertidos, directamente o a través de subsidiarias, en los siguientes activos ubicados en Panamá: a) Bienes inmuebles. b) Opciones y promesas de compraventa de bienes inmuebles. c) Valores con garantías reales emitidos por empresas inmobiliarias. d) Concesiones para el negocio inmobiliario. e) Cuotas de participación emitidas por otras sociedades de inversión inmobiliarias
	Hasta un20% de sus activos pueden ser invertidos en valores negociados en una bolsa de valores.	Hasta un 20% de sus activos pueden ser invertidos en cuentas de ahorros, depósitos a plazo fijo, o en valores negociados en una bolsa de valores.
Capital Mínimo	B/.50,000.00	
Monto mínimo	B/.100,000.00	No hay mínimo
Política de Endeudamiento	Hasta el 100% de su activo.	No se establece límite.
Tarifa de registro	B/.2,500.00	
Tarifa de Supervisión	0.0010% del promedio de su VNA, con un mínimo de B/.500.00 y un máximo de B/.5,000.00	

¿CUÁL ES EL ROL DEL REGULADOR DE VALORES FRENTE A LAS EMPRESAS QUE EMITEN VALORES PÚBLICAMENTE?

Por: Allan Binns

> *"Una Ley. Para brindar total y justa divulgación de las características de los valores vendidos en el comercio interestatal y foráneo y a través de correspondencia, y para prevenir fraudes en la venta de aquellos, y para otros propósitos".*

Así indica el preámbulo de la Ley de Valores de 1933 de los Estados Unidos de América; referente internacional e influencia directa la Ley del Mercado de Valores de 1999 (LMV) de Panamá. Siendo ese el espíritu de dicha ley y de la nuestra,existe gran confusión sobre el rol del regulador de valores, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), frente a las empresas que se registran para poder emitir sus valores públicamente.

Primeramente debemos indicar que las empresas, en búsqueda de una alternativa al financiamiento bancario, deciden emitir u ofrecer sus valores públicamente, ya sean acciones (que harían co-dueño de la empresa al comprador-inversionista) o bonos (que lo harían acreedor). Previamente a ofrecer los valores al público, las empresas (conocidas como "emisores") deben obtener un registro ante la SMV, que implica presentar información relevante del emisor (directiva, accionistas principales, gerencia, negocio, situación financiera, etc.) sustentada en declaraciones juradas. Durante este proceso, la SMV casi siempre solicita al emisor que adicione o corrija aspectos de la solicitud o del prospecto (documento con que el emisor ofrece el valor), a fin de que los riesgos estén claramente indicados.

Así, la SMV otorga el registro o autorización para oferta pública. Se dice que la empresa se hace "pública", puesto que toda esta información que consta en el regulador será de acceso público, y puesto que, a partir de ese momento, la empresa deberá reportar periódicamente sobre su situación financiera y hechos de importancia. La filosofía subyacente a este registro es que el regulador vela por que la empresa divulgue —de forma oportuna— la información relevante para que el inversionista (o su corredor de valores o analista) pueda realizar un análisis sobrela conveniencia de invertir en los valores de dicha empresa. Esta filosofía, conocida como el principio de "transparencia", ha sido consagrada como un objetivo en el artículo 3 de nuestra ley y es un objetivo de los principios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

Siempre que el regulador,para el proceso de registro, se apoya en declaraciones juradas de los directivos, abogados y/o auditores del emisor (quienes podrían incurrir en responsabilidad administrativa y penal si presentan información o declaraciones falsas o engañosas u omiten información de importancia), el artículo 121 de nuestra ley indica que "[l]a Superintendencia no será responsable por la veracidad de la información o de las declaraciones contenidas en las solicitudes de registro o en los informes". Para evitar que se pueda pensar lo contrario, todo prospecto para ser aprobado por la SMV, requiere indicar en su portada y en mayúscula cerrada:"LA OFERTA PÚBLICA DE ESTOS VALORES HA SIDO AUTORIZADA POR LA SUPERINTENDENCIA. ESTA AUTORIZACIÓN NO IMPLICA QUE LA SUPERINTENDENCIA RECOMIENDA LA INVERSIÓN EN TALES VALORES NI REPRESENTA OPINIÓN FAVORABLE O DESFAVORABLE SOBRE LA PERSPECTIVA DEL NEGOCIO. LA SUPERINTENDENCIA NO SERÁ RESPONSABLE POR LA VERACIDAD DE LA INFORMACIÓN PRESENTADA EN ESTE PROSPECTO O DE LAS DECLARACIONES CONTENIDAS EN LA SOLICITUD DE REGISTRO".

Por último, la SMV podrá negar el registro a los emisores si presentan información o declaraciones falsas o engañosas u omiten información de importancia; o cuando el emisor no esté al día en la presentación de sus reportes. Es también importante resaltar que la SMV no cuenta con facultades para inspeccionar, intervenir, reorganizar o liquidar a los emisores, toda vez que su actividad económica no es propia del mercado de valores; únicamente lo utilizan como plataforma de financiamiento. Este tratamiento es diferente al de los intermediarios (casas de valores, bolsa de valores) cuyo negocio exclusivo es en el mercado de valores.

Invertir conlleva implícitamente el riesgo de perder lo invertido. Decidir en qué valores invertir y cuánto riesgo tomar es decisión y responsabilidad del inversionista. El regulador no puede ni debe recomendar la inversión en determinados valores, ni asegurarse de que un emisor genere utilidades. Ningún regulador de valores de las economías que emulamos lo hace. El rol del regulador, cumpliendo el principio de transparencia, es velar por que el emisor divulgue de forma oportuna la información relevante para que el inversionista pueda tomar una decisión informada.

ASESORÍA DE INVERSIÓN EN MATERIA DE OPCIONES BINARIAS: ¿EXISTE SUFICIENTE REGULACIÓN?

Dr. Darío Sandoval Shaik [1]

Por definición, las opciones binarias son uno de los llamados contratos de opción, a través de los cuales el comprador adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar (call) o de vender (put) algo (el activo subyacente) a un precio pactado (precio de ejercicio o strike) en una fecha de liquidación. Dicho contrato se puede ejercitar sólo en la fecha del vencimiento (opción de estilo europeo) o en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento (opción de estilo americano), según establezcan las condiciones generales de cada contrato. Por lo tanto, una opción da a una de las partes contratantes el derecho, y no la obligación, de comprar o vender un producto en una fecha futura a cambio del pago de una cantidad determinada que se denomina prima.

De lo anterior se establece que las tres alternativas que el comprador de una opción tiene son las que a continuación mencionamos: i) Ejercer el derecho comprando o vendiendo los activos subyacentes que la opción le permite; ii) Dejar pasar la fecha de vencimiento sin ejercer su opción; iii) Vender la opción antes de su vencimiento en el mercado secundario de opciones.

Entre las razones por las que un inversionista decide operar con opciones, tenemos que permite especular sobre los movimientos al alza o la baja del precio del activo subyacente y obtener cierto beneficio si las expectativas resultan acertadas. El operar con opciones también es un medio de proteger activos ante caídas de precios o cubrirse ante posibles ascensos en los precios de los títulos que se quieran comprar en un futuro. Otra razón, son las expectativas sobre el precio futuro del activo subyacente. Si las dos partes contratantes tuvieran las mismas expectativas, la compraventa de opciones no tendría lugar; para que esta compraventa tenga lugar es necesario que las expectativas sobre precios futuros sean distintas y continuamente cambiantes.

[1] El autor es abogado especialista en Derecho de los Mercados Financieros y miembro de la firma ADAMES, DURAN, ALFARO, LOPEZ (ADURAL).

Una de las cualidades que definen a las opciones es su adaptación a diferentes circunstancias y necesidades, existiendo una gran variedad y tipos de opciones, algunas denominadas opciones exóticas, que presentan una o más particularidades en sus parámetros básicos. Tal es el caso de las opciones binarias, en las que el rendimiento de estas opciones es fijo, independientemente del valor del subyacente, pero siempre y cuando se encuentren in-the-money (ITM). Una opción binaria es un tipo de opción cuya rentabilidad es, o bien una cierta cantidad fija de algunos activos, o bien nada en absoluto. Los dos tipos principales de opciones son efectivo-o-nada o activos-o-nada. La opción binaria en efectivo-o-nada paga una cantidad determinada de dinero en efectivo si al vencimiento de la opción el valor cotiza por encima de lo pagado in-the-money, no recibiéndose nada en caso contrario (out-the-money). Por lo tanto, las opciones son de naturaleza binaria porque sólo hay dos resultados posibles. También se conocen como opciones de todo o nada, opciones digitales (más común en forex/mercados de tasas de interés), y opciones de renta fija (FRO) (en la American Stock Exchange).

Al comprar una opción binaria el rendimiento potencial que ofrece es conocido antes de realizar la compra. Las opciones binarias se pueden comprar en casi cualquier producto financiero y se pueden comprar en los dos sentidos de comercio, ya sea por la compra de un “Call”/”Compra” o por la compra de una opción “Put”/”Venta”. Esto significa que un inversionista puede ir de largo o corto en cualquier producto financiero, simplemente mediante la compra de una opción binaria. Las opciones binarias se ofrecen contra un tiempo de vencimiento fijo, que puede ser por ejemplo, 60 segundos y un máximo de 30 minutos, una hora antes o al cierre de la jornada bursátil.

La característica más prominente de las opciones binarias es que se recibe un pago fijo como beneficio en caso que el mercado financiero esté por encima o por debajo del nivel inicial de ejercicio en el momento de vencimiento de la opción. A diferencia de las opciones estándares, la rentabilidad de la opción está basada solamente en la fluctuación del instrumento financiero, por lo que se les conoce también como opciones de todo o nada.

Ante la potencial interrogante de si las opciones binarias son consideradas un valor, y por tanto si la prestación de servicios de asesoría en materia de opciones binarias forma parte del ámbito de regulación y fiscalización de la Superintendencia del Mercado de Valores, se hace necesario entrar a

considerar qué se entiende por valor, según estipula el artículo 49, numeral 66 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999:

> *"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
>
> *1. (…)*
> *66. **Valor.** Todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Superintendencia determine que constituye un valor.*
>
> *Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:*
>
> *1. Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por bancos a sus clientes como parte de sus servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, como certificados de depósito no negociables. Esta excepción no incluye las aceptaciones bancarias negociables ni los valores comerciales negociables emitidos por instituciones bancarias.*
>
> *2. Pólizas de seguro, certificados de capitalización y obligaciones similares emitidas por compañías de seguros.*
>
> *3. Cualesquiera otros instrumentos, títulos o derechos que la Superintendencia haya determinado que no constituyen un valor". (El resaltado es propio).*

De la lectura del artículo citado, no queda lugar a dudas que de conformidad con el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante "la Ley del Mercado de Valores") la opción binaria es un valor, puesto que toda opción (incluida la opción binaria) es un valor por expreso mandato de la norma rectora del Mercado de Valores en la República de Panamá.

En concordancia con lo anteriormente expresado, aquellas sociedades que ostenten la Licencia de Asesor de Inversiones debidamente otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores pueden asesorar a sus clientes sobre opciones binarias, debido a que, como ya ha quedado de manifiesto, éstas califican como un valor. Sobre este particular, continuamos nuestro análisis citando el artículo 49, numeral 8 de la Ley del Mercado de Valores en cuanto a la determinación del término Asesor de Inversiones:

> *"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*
>
> *1. (…)*
>
> ***8. Asesor de Inversiones.** 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 instrumentos financieros o a preparar y publicar estudios o informes sobre valores y asesorar en Forex. Este 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 que dichas personas solo emitan criterios u opiniones como parte de su empleo o posición en el medio de comunicación, no tengan o adquieran interés, directa o indirectamente, en los valores sobre los cuales emitan criterios u opiniones y no reciban comisión o pago por estos, salvo la remuneración ordinaria por su posición o empleo en dicho medio de comunicación". (El resaltado es propio).*

En adición a lo anterior, pasamos ahora a citar el artículo 74 de la Ley del Mercado de Valores, el cual es del siguiente tenor:

> "**Artículo 74.** Actividades permitidas. Los asesores de inversión se dedicarán al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender **valores** y otros instrumentos financieros. También podrán preparar y publicar estudios financieros o informes

> sobre **valores** y otros instrumentos financieros, asesorar en Forex y recomendar a sus clientes la apertura de una cuenta de inversión en casas de **valores** nacionales o extranjeras.

Los asesores de inversión podrán administrar las cuentas de inversión de sus clientes mantenidas con un intermediario. En estos casos, podrán transmitir las órdenes de compra y venta a las casas de valores que las ejecutarán cuando así el cliente lo autorice, pero no podrán mantener cuentas de custodia.

La Superintendencia reglamentará mediante acuerdo los requisitos para obtener su licencia, así como el alcance de las actividades que podrán realizar los asesores de inversión, para la protección del público inversionista." (El resaltado es propio).

Nótese la claridad con que la normativa del mercado de valores en los distintos artículos transcritos contempla la facultad que tiene el Asesor de Inversiones de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender valores y otros instrumentos financieros. De lo anteriormente mencionado, queda establecido con claridad que los Asesores de Inversión se dedican principalmente al negocio de asesorar, y que este tipo de asesoramiento se refiere exclusivamente a la determinación del precio de valores o la conveniencia de mantener, comprar o vender valores y otros instrumentos financieros.

Por estas razones, a pesar del carácter exótico de las opciones binarias, se puede concluir con certeza que: i) Las opciones binarias son consideradas un valor por la Ley del Mercado de Valores; y ii) Una sociedad que ostenta Licencia de Asesor de Inversiones debidamente otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores puede asesorar a sus clientes sobre opciones binarias.

Tras haber hecho esta concisa descripción de las características inherentes de las opciones binarias, se pueden plantear otras interrogantes, por ejemplo, si la normativa vigente es lo suficientemente efectiva como para prevenir que las empresas que se dedican a la asesoría de inversión en materia de opciones binarias incurran en actos que atenten contra las mejores prácticas del mercado, en perjuicio de los inversionistas. En este sentido, la Superintendencia del Mercado de Valores dictó la Opinión Nº. 8-2016 de 22

de julio de 2016,[2] en la que destacó que: *"…sobre opciones, contratos a futuros y otros instrumentos derivados a la fecha la Superintendencia del Mercado de Valores no ha dictado acuerdo que reglamente la materia, tal y como faculta expresamente el mencionado artículo 197 de la Ley del Mercado de Valores".* Queda en evidencia, por tanto, que en la actualidad existe un vacío respecto de las normas que regulen las ofertas, las negociaciones y los términos de los contratos de opciones, incluidas las opciones binarias, vacío que no impide ni la comercialización ni la asesoría de estos instrumentos financieros en o desde Panamá, pero que deja a la Superintendencia del Mercado de Valores en una posición poco favorable respecto de su papel fiscalizador en la materia.

Por otra parte, la Opinión No. 8-2016 hace énfasis en que: *"De la investigación sobre las opciones binarias; producto novedoso; sofisticado y riesgoso; destacamos que la opción binaria reúne algunos de los elementos básicos de una opción tradicional, tales como: activo subyacente, precio de ejercicio y vencimiento".* De una simple lectura de este párrafo concluyo dos cosas: i) Que el número de regulados que a la fecha prestan el servicio de asesoría en materia de opciones binarias es exiguo; y ii) Que el conocimiento técnico de la naturaleza de este instrumento financiero por parte de aquellos llamados a fiscalizar a los regulados se encuentra, en consecuencia, en plena evolución.

No quiero finalizar este artículo sin antes felicitar a la Superintendencia del Mercado de Valores por reanudar la publicación de esta magna obra colectiva, habiendo transcurrido más de una década desde que fue publicado el Tomo I de la Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá.

La ocasión es propicia para exhortar no sólo a los funcionarios de la Superintendencia sino a todos los especialistas en mercados financieros a que sigan contribuyendo con sus conocimientos para que esta iniciativa editorial se arraigue a través del tiempo, lo que sin duda propiciará las mejoras que nuestro mercado de valores necesita para su consolidación.

[2] Publicada en la Gaceta Oficial No. 28090, de viernes 5 de agosto de 2016.

MICROFINANCIACIÓN COLECTIVA

Yolanda G. Real S.
Directora de Emisores
Superintendencia del Mercado de Valores

La Microfinanciación Colectivao Crowdfunding, en idioma inglés, es la forma de conseguir financiamiento requerido para llevar a cabo un proyecto insertándolo en páginas web con el objetivo de que inversionistas aporten su dinero. Es una oportunidad para que un emprendedor o una empresa obtenga financiamiento para proyectos novedosos o con un elevado riesgo, que no sean asumidos por un crédito bancario convencional.

El método de obtener recursos financieros por esta vía ha tomado fuerza en países en crisis económicas, época en que no ha sido fácil lograr fondos para desarrollar nuevos proyectos, sobre todo para las micro, pequeñas y medianas empresas y emprendimientos.

En una campaña de microfinanciación colectiva intervienen tres (3) partes:

- El creador del proyecto.
- Los inversionistas o cofinanciadores.
- Una plataforma tecnológica (internet).

En general, el método funciona de la siguiente manera:

- Se realiza la publicación en la plataforma (internet) indicando la cantidad de dinero que se necesita para poner en marcha el proyecto, el plazo en el que pretende colectar el dinero y el plan de recompensa que ofrecerá a cada persona que aporte dinero, según la cantidad que decida aportar.

- De completar el 100% de lo solicitado se cobra en este momento el dinero al que se han comprometido las personas y se realiza la transferencia para que el creador del proyecto pueda implementarlo.

- Concluído el proyecto el creador entrega las recompensas acordadas a sus cofinanciadores.

Se encuentran identificados cuatro (4) tipos de microfinanciación colectiva:

1. **Donación**: No se obtiene compensación. Únicamente la satisfacción de ver concretado un proyecto, de recibir una mención por la contribución al mismo (proyectos sociales, culturales, políticos).

2. **Recompensa o premio**: Consiste en la posibilidad de recibir algún regalo por el aporte o un descuento en los productos una vez lleguen al mercado. Por ejemplo: si el proyecto es editar un libro, como recompensa el inversionista recibe un ejemplar del libro.

3. **Préstamo**: El inversionista o cofinanciador presta fondos al desarrollo del proyecto por un plazo determinado; recibe su aporte más el pago de intereses.

4. **Inversión (Equity):** El aporte del inversionista o cofinanciador le permite ser socio del proyecto a través de acciones.

Si bien esta modalidad de captación de recursos financieros ofrece una excelente fuente de financiamiento para emprendimientos y mipymes que no cuentan con posibilidad de crecer de manera rápida, también es cierto que todo emprendimiento conlleva riesgos que los inversionistas deben analizar antes de invertir. Por lo tanto, las normas que se establezcan para el ejercicio de la actividad de microfinanciación colectiva, deben crear un equilibrio entre el fomento del mercado de capitales y la debida protección a inversionistas no sofisticados, a quienes pudiera dificultarse entender los riesgos de los proyectos que evalúen financiar.

Países con mercados de capitales desarrollados, tales como Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Países Bajos, Australia, Nueva Zelanda y España han reglamentado la microfinanciación colectiva, específicamente en las modalidades de préstamos e inversión.

RESPONSABILIDAD DEL AUDITOR

Roberto Barsallo
Presidente de la Asociación de Estudiantes de Derecho - USMA
2015-2016

En este artículo vamos a tratar los siguientes temas: obligaciones, responsabilidades, y consecuencias civiles y administrativas del incumplimiento de las obligaciones de un auditor. No se hace referencia a consecuencias penales. El tema es de actualidad y se basa en una reciente sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de Madrid, España de 1 de julio de 2016 que consideramos que es de mucho interés para los auditores y las empresas.

¿Cuáles son las obligaciones del auditor? Esencialmente se debe entender que, dentro de las obligaciones del auditor, además de existir relación contractual entre la empresa y el auditor, hay una relación extracontractual con otros destinatarios como acreedores, clientes, inversionistas, entre otros. Como nos señala la sentencia citada: *"Durante sus funciones, al auditor se le piden dos cosas: verificar y dictaminar"*. Esto se hace a través de una revisión de los documentos contables y con arreglo a modelos determinados. Una vez se ha efectuado la revisión, el auditor debe emitir un informe con una opinión.

Los auditores deben comprometerse con desarrollar la verificación y conocer al cliente que están auditando. El seguimiento de la actividad de verificación es el que determina el grado de cumplimiento de las obligaciones. Es un compromiso del auditor emitir un informe en el cual se evalúe la veracidad de la información económico-contable expuesta en ésta, y de este modo asegurar que no existen irregularidades en lo auditado. Se les exige un cumplimiento sobre los medios y no sobre el resultado encontrado.

La sentencia anteriormente mencionada, y es fundamental tenerlo presente, expresa que los auditores: *"No serían responsables por no haber detectado la grave discordancia entre las existencias reales y las contabilizadas, sino por no haber puesto los medios adecuados para ello"*.

¿Cuál es la responsabilidad del auditor? Principalmente debemos entender que el auditor se encuentra en una responsabilidad contractual. Desde la óptica de la empresa auditada, la responsabilidad contractual celebrada entre ambas partes se encuentra en los artículos 976 y 986 del Código Civil de Panamá.

> "**Artículo 976.** Las obligaciones nacen de los contratos que tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos".
>
> "**Artículo 986.** Quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieron al tenor de aquellas".

Cuando el auditor falla en sus funciones, se encuentra envuelto de una responsabilidad sobre el daño y la culpa causado. Por consiguiente, la persona natural o jurídica que solicitó el servicio, al tener el daño causado, busca la indemnización por el daño o perjuicio causado a ésta como resultado del cumplimiento negligente o doloso de las obligaciones que tiene.

El Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, de Madrid, España menciona que el auditor debe cumplir con los siguientes requisitos para declararse su responsabilidad: *"una actuación antijurídica en el marco de la relación contractual de auditoría que le une con la sociedad auditada; que esta conducta del auditor sea culpable, por haber actuado con dolo o culpa; la causación de un perjuicio o daño a la sociedad auditada; y una relación de causalidad entre el daño y perjuicio sufrido por la sociedad auditada y la conducta antijurídica del auditor"*.

¿Cuál es la relación de causalidad que existe entre el auditor y las fallas que se puedan encontrar? Se puede apreciar una relación de causalidad en cuanto a algunas consecuencias derivadas de la defectuosa contabilización. En España, un ejemplo de esto, tratado en la sentencia anteriormente mencionada, es el pago de impuestos societarios injustificados como consecuencia de la información contable. La sentencia afirma que existe una abundancia de causas, en el caso particular tratado, por la cual al auditor debe imputársele un 50% del perjuicio y no la totalidad.

¿Qué es castigado por incumplimiento de las obligaciones contractuales? La omisión de las medidas sugeridas en la norma técnica de auditoría que constituyan una actuación contraria a la *lex artis ad hoc*, (entendido en este contexto como el conjunto de prácticas aceptadas generalmente como adecuadas para brindar el servicio profesional),y ésta se dé del resultado de un comportamiento negligente.

A través de la Ley 57 de 12 de septiembre de 1978, que regula la profesión de Contador Público Autorizado en Panamá, se faculta a la Junta Técnica

de Contabilidad para que imponga sanciones al auditor que incumpla en dar fe pública al opinar o dictaminar sobre Estados Financieros de manera correcta. El auditor que falla en sus funciones es castigado,dependiendo de la gravedad, desde la amonestación privada hasta la cancelación de la Licencia para seguir ejerciendo la profesión.

En Panamá, se puede ver en materia administrativa, la sentencia de 11 de noviembre de 2005 dictada por la Sala III de la Corte Suprema de Justicia.Dicha sentencia declara legal sanción impuesta por regulador de valores a firma de auditores por la presentación de estados financieros de un emisor registrado que contenían *"declaraciones sobre las cuales tenía motivos razonables para creer que en su momento y a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, eran falsas o engañosas…"*.

El Contador Público Autorizado al emitir una opinión sobre los Estados Financieros es responsable de la opinión. El mismo debe procurar no cometer actuaciones u omisiones dolosas o culposas que puedan trascender a responsabilidades Penales, Civiles y Éticas.

FUSIONES, ADQUISICIONES Y ESCISIONES EN EL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

Allan Binns

RESUMEN

En el presente artículo se analiza la normativa relativa a las fusiones, adquisiciones y escisiones en el mercado de valores de Panamá. Primeramente se analizala normativa en esta materia relativa a los emisores registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores, y seguidamente se analizala normativa relevante a las entidades con licencia expedida por esta Superintendencia: casas de valores, asesores de inversiones, administradoras de inversiones, administradoras de fondos de pensiones y organizaciones autorreguladas. Este artículo tiene un enfoque práctico, aunque también se recurre a fuentes académicas a fin de aclarar ciertos conceptos. Al final del artículo, se presentan conclusiones y recomendaciones del autor.

I. Introducción. A. Precisiones terminológicas. II. Emisores Registrados. A. Fusiones. B. Adquisiciones. C. Escisiones. III. Entidades con licencia. A. Casas de Valores y Asesores de Inversión. B. Administradoras de Inversiones y Administradoras de Fondos de Pensiones. C. Organizaciones Autorreguladas. IV. Conclusiones. V. Recomendaciones. VI. Bibliografía. A. Libros y Artículos. B. Normativa.

I. Introducción

Las fusiones, adquisiciones y escisiones son procesos complejos per se. A estos se añade complejidad si, en adición a las usuales autorizaciones corporativas (de junta directiva o de asamblea de accionistas) de las entidades, la transacción se debe comunicar o debe ser aprobada por uno o más reguladores de las industrias o sectores de las entidades que intervienen en la transacción. En este artículo abordaremos los requisitos o aprobaciones adicionales que exige el regulador de valores en Panamá, la Superintendencia del Mercado de Valores ("Superintendencia"). Para mayor claridad, abordaremos primeramente la normativa relativa a las fusiones, adquisiciones y escisiones de los emisores registrados[1] ante la

[1] Numeral 24 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores.

Superintendencia, y posteriormente abordaremos la normativa en esta materia relativa a las entidades con licencia expedida por la Superintendencia:[2] casas de valores, asesores de inversión, administradoras de inversiones, administradoras de fondos de pensiones y organizaciones autorreguladas.

Si bien esta división facilita la estructura del artículo, realmente responde a que las facultades de supervisión de la Superintendencia sobre los emisores registrados y las entidades con licencia varían grandemente;[3] y consecuentemente, varía la normativa relativa a sus fusiones, adquisiciones y escisiones.

A. Precisiones terminológicas

Para los efectos de "control", utilizaremos la definición del numeral 14 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores:[4]

> "**14. Control.** Para los efectos del término afiliada, contenido en este artículo, y del artículo 56 de este Decreto Ley, es el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, derechos contractuales o de otro modo. Toda persona que, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o tenga el derecho de ejercer el voto con respecto a más del 25% de las acciones emitidas y en circulación de una sociedad se presumirá que ejerce control sobre esta sociedad. De igual modo, se presumirá que la persona que tenga menos del 25% no ejerce control sobre dicha sociedad. Ambas presunciones admitirán prueba en contrario. La Superintendencia podrá identificar situaciones en que considere que existe control o no, aun cuando se tenga más o menos del porcentaje antes indicado".

Para los efectos de "fusión", utilizaremos la definición de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) establecida

[2] Numeral 26 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores.
[3] Ejemplo: la Superintendencia no cuenta con facultades para inspeccionar, intervenir, reorganizar o liquidar a los emisores; diferente a las entidades con licencia expedida por la Superintendencia.
[4] Cuando indicamos la Ley del Mercado de Valores nos referimos al Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999: "Sobre el mercado de valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores".http://www.supervalores.gob.pa/files/Ley/TEXTO_UNICO_DL1-1999.pdf .

en su Glosario de Economía de la Organización Industrial y Derecho de la Competencia, la cual se traduce así:

> "**130. Fusión:** Una amalgama o unión de dos o más empresas en una empresa existente o para formar una nueva empresa. Una fusión es un método por medio del cual las empresas pueden incrementar su tamaño y expandirse en existentes o nuevos mercados y actividades económicas. Pueden existir una variedad de motivos para las fusiones: incrementar eficiencia económica, adquirir poder de mercado, diversificar, expandirse en diferentes mercados geográficos, buscar sinergias financieras y en desarrollo e investigación, etc. …".[5]

Para los efectos de "adquisición" utilizaremos también la definición del Glosario de Economía de la Organización Industrial y Derecho de la Competencia de la OCDE, la cual se traduce así:

> "**2. Adquisición:** Se refiere a la obtención, total o parcial, de la propiedad y el control de una empresa por otra. Diferente a una fusión, una adquisición no necesariamente implica la amalgama o consolidación de las empresas. Una adquisición, aun cuando hay un completo cambio de control, puede conllevar que las empresas involucradas continúen operando como entidades separadas. Sin embargo, control común implica maximización de las utilidades comunes y es una fuente potencial de preocupación a las autoridades de defensa de la competencia. Véase también Toma de Control".[6]

---

[5] La cita original es: *"130. Merger An amalgamation or joining of two or more firms into an existing firm or to form a new firm. A merger is a method by which firms can increase their size and expand into existing or new economic activities and markets. A variety of motives may exist for mergers: to increase economic efficiency, to acquire market power, to diversify, to expand into different geographic markets, to pursue financial and R&D synergies, etc."*ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT: Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law. Página 56. https://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf

[6] La cita original es: *"2. Acquisition Refers to obtaining ownership and control by one firm, in whole or in part, of another firm or business entity. As distinct from a merger, an acquisition does not necessarily entail amalgamation or consolidation of the firms. An acquisition, even when there is complete change in control, may lead the firms involved to continue to operate as separate entities. Nevertheless, joint control implies joint profit maximization and is a potential source of concern to antitrust authorities. SeealsoTakeover." Ibidem.*

Para los efectos de la "escisión", la entenderemos como la describe la Ley 85 de 2012,[7] la cual le dio nacimiento a esta figura en nuestro ordenamiento jurídico:

> **Artículo 505-A.** Una sociedad comercial de cualquiera clase o naturaleza podrá escindirse mediante la división de todo o parte de su patrimonio y su traspaso a una o más sociedades ya constituidas o a la creación de nuevas sociedades, denominadas beneficiarias, que cuentan con los mismos socios o accionistas de la sociedad escindida o que tengan a esta como su socio o accionista.

El efecto de la escisión será la segregación y traspaso de activos de la sociedad escindida a la sociedad o sociedades ya constituidas o por constituirse y la emisión de cuotas de participación o acciones por estas, a socios o accionistas de la sociedad escindida.

II. Emisores Registrados

Primeramente, debemos indicar que la Superintendencia no cuenta con facultades para aprobaro rechazar las fusiones, adquisiciones o escisiones de los emisores registrados.Con respecto a estos la Superintendencia les exige que realicen, al regulador, a las bolsas de valores y al público inversionista, comunicaciones sobre el "hecho de importancia", entendiéndose por estos "aquellos que no sean de conocimiento público y que, de ser divulgado, es de esperarse tengan un efecto significativo en el precio de mercado de un valor y que el comprador o vendedor de un valor, o la persona a quien tal información esté dirigida, muy probablemente daría importancia al decidir cómo actuar".[8]

[7] Ley 85 de 22 de noviembre de 2012: "Que modifica y adiciona artículos al Código de Comercio para establecer la escisión como forma de reorganización empresarial y la reactivación de sociedades cuya disolución haya sido voluntaria". Gaceta Oficial 27,172 de 28 de noviembre de 2012.

[8] Artículo 3 del Acuerdo 3-2008 de 31 de marzo de 2008: "Por el cual se modifica el Acuerdo No.18-2000 de 11 de octubre de 2000, el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003, el Acuerdo No.5-2005 de 9 de mayo de 2005, y se subroga el Acuerdo No.10-2005 de 18 de julio de 2005; y se dictan las normas de forma, contenido y plazo para la comunicación de hechos de importancia de emisores registrados ante la Comisión Nacional de Valores."Modificado por el Acuerdo 2-2012 de 28 de noviembre de 2012. http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2008/503-acuerdo-03-2008/file

Es decir, la Ley del Mercado de Valores[9] y el Acuerdo 3-2008[10] sobre Hechos de Importancia buscan que el emisor registrado comunique oportunamente los hechos de importancia, dentro de los cuales se enmarcan las fusiones, adquisiciones y escisiones; puesto que este tipo de operaciones corporativas seguramente tendrán un efecto significativo en el precio de mercado del valor registrado. Como detallaremos en cada caso en particular, a la Superintendencia únicamente se le comunica este hecho relevante y velará por que se comunique al público inversionista. Inclusive, la Superintendencia podría sancionar el emisor si omite divulgar el hecho de importancia[11]; si el hecho de importancia contiene declaraciones falsas o engañosas[12]; o si el hecho de importancia no fue hecho en el tiempo y la forma indicada en la normativa vigente.[13] Sin embargo, reiteramos que la Superintendencia no aprueba o rechaza las fusiones, adquisiciones o escisiones de los emisores registrados.

Por otra parte, antes de adentrarnos en las normas aplicables para las fusiones, adquisiciones y escisiones de emisores registrados, deseamos indicar que cuando se habla de "emisores registrados" ante la Superintendencia, éste término se refiere a todas las entidades que mantengan valores registrados, lo cual incluye a las sociedades de inversión.[14] Por ende, al subgrupo de las sociedades de inversión le son aplicables, en materia de fusiones, adquisiciones y escisiones, las normas de los emisores registrados.

Sin embargo, es menester indicar que las sociedades de inversión únicamente cuentan con una norma específica sobre cambios de control, establecida en el artículo 42 del Acuerdo 5-2004.[15] En este artículo se

[9] Artículo 123 de la Ley del Mercado de Valores.
[10] Acuerdo 3-2008.
[11] Artículo 246 de la Ley del Mercado de Valores, relativo a Actividades Prohibidas. Adicionalmente, en base al literal e, numeral 1 del artículo 269 de la Ley del Mercado de Valores, es considerado como una infracción muy grave realizar Actividades Prohibidas.
[12] Ibidem.
[13] Según el literal b) del artículo 2 del artículo 269 de la Ley del Mercado de Valores esto es considerado como una infracción muy grave.
[14] *Véase* numeral 24 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores.
[15] Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004: "Por el cual se desarrollan las disposiciones del Título IX del Decreto Ley 1 de 1999 sobre Sociedades de Inversión y Administradores de Inversión, se establece el procedimiento para las solicitudes de autorización y licencia y las reglas para su funcionamiento y operación." Modificado por el Acuerdo 2-2005, el Acuerdo 3-2006, el Acuerdo 03-2007, el Acuerdo 1-2011, el Acuerdo 6-2011 y el Acuerdo 1-2013; y se indican las normas que han sido derogadas tácitamente por el Acuerdo 5-2014. http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2004/1436-acuerdo-05-2004/file

establece que cuando una Sociedad de Inversión conozca que se ha producido un cambio accionario, deberá comunicarlo a la Superintendencia, en el momento en que tenga conocimiento del hecho; así como detalles de transacción (nombre de los nuevos propietarios efectivos, % de acciones sobre las cual se realizó el cambio, etc.). Esta norma no establece plazo, por lo que pareciera que aplicarían las normas generales sobre emisores registrados. En todo caso, al igual que con los emisores registrados, la obligación de reporte es posterior al cambio de control.

Por otra parte el artículo 42 del Acuerdo 5-2004 indica, para el caso específico de una sociedad de inversión cerrada, que quien vaya a adquirir su control deberá comunicarlo con una antelación de, al menos, 10 días calendario, a la Superintendencia. Así, en este caso particular se debe realizar un reporte antes de la toma de control, lo cual varía de la regla general para las sociedades de inversión; no obstante, esto tampoco implica que exista por parte de la Superintendencia la facultad de aprobar o rechazar el cambio de control.

A. Fusiones

La fusión[16] de un emisor registrado es expresamente catalogada como un hecho de importancia[17] . Para los casos de las fusiones, se requiere que el comunicado sea publicado por 2 días consecutivos en un diario de circulación nacional,[18] tanto el día hábil siguiente de la aprobación de la fusión por parte de la Junta Directiva del emisor registrado, como con posterioridad en el día hábil siguiente de la aprobación por parte de la Asamblea de Accionistas de las sociedades objeto de la fusión.[19]

Inclusive, se establece que de tratarse de entidades sujetas a otras regulaciones (o mejor dicho, a otros reguladores), deberán realizar una comunicación el día hábil siguiente de haber cumplido con lo establecido en la regulación correspondiente.[20] Esto resulta de mucha importancia pues

[16] Numeral 19 del Artículo 4 del Acuerdo 3-2008. En este numeral también se mencionan las "consolidaciones", que no son más que una fusión en la cual, en lugar de haber una sociedad absorbente y otra absorbida, se crea una nueva entidad. *Véase 39. Consolidation* en ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT: Op. Cit. Página 27.
[17] Numeral 19 del artículo 4 del Acuerdo 3-2008.
[18] Artículo 6 del Acuerdo 3-2008.
[19] Artículo 9 del Acuerdo 3-2008.
[20] Artículo 9 del Acuerdo 3-2008.

recordemos que los emisores registrados son empresas que usualmente desarrollan su actividad económica en mercados distintos al mercado de valores (tanto mercados regulados como no regulados), que utilizan el mercado de valores únicamente como plataforma para financiarse, y que pueden contar un regulador de su actividad económica. En este sentido, actualmente en la Superintendencia existen registrados emisores del sector bancario, regulados por la Superintendencia de Bancos de Panamá; del sector reaseguros, regulados por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros de Panamá; y de los sectores de electricidad, radio y televisión, y telecomunicaciones, regulados por la Autoridad de Servicios Públicos de Panamá; entre otras. Usualmente dichos reguladores, sí cuenta con facultades para autorizar o rechazar la fusión de dichos emisores registrados.

Luego recibidas todas las aprobaciones, se deberá remitir a la Superintendencia copia del convenio de fusión debidamente inscrito en el Registro Público, dentro de 2 dos días hábiles siguientes a la inscripción.[21]

En cuanto a la forma del comunicado, deberá ser hecho en papel membrete del emisor y firmado por una persona autorizada, expresando la fecha y lugar del comunicado, la fecha del hecho de importancia y sus antecedentes, y las razones, estrategia o propósito que motivaron la fusión.[22]

En cuanto a la obligación de realizar los comunicados, se establece que laobligación es de la sociedad sobreviviente de la fusión si ésta constituye un emisor registrado; o, en caso de que el emisor registrado sea absorbido, la obligación será de la administración del emisor registrado.[23]

Por último, y no menos importante, deseamos indicar que el Acuerdo 5-2005,[24] establece la obligación del registro de las acciones de la sociedad sobreviviente cuando, como resultado de la fusión, tenga más de 50 accionistas domiciliados en Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagado, contabilizados a la fecha efectiva del

[21] Artículo 9 del Acuerdo 3-2008.
[22] Artículo 5 del Acuerdo 3-2008.
[23] Artículo 5 del Acuerdo 3-2008.
[24] Acuerdo 5-2005 de 9 de mayo de 2005: "Por el cual se adopta el Reglamento sobre comunicación y divulgación de hechos de importancia consistentes en convenios de fusión de los que sean parte emisores de valores registrados en la Comisión y se establecen los procedimientos de registro aplicables según cada caso."http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2005/565-acuerdo-05-2005/file

convenio de fusión.[25] También se establece en este Acuerdo que en caso de que el emisor que es absorbido mantenga registrados títulos de deuda, será obligatorio la actualización de la información de dichos valores.[26]

B. Adquisiciones

La adquisición de un emisor registrado es implícitamente catalogada como un hecho de importancia. En la lista no taxativa que establece el Acuerdo 3-2008 se indican los "cambios en la tenencia accionaria de los accionistas controlantes". De dicha redacción, leyéndola en conjunto con la definición de "control"[27] que establece la Ley del Mercado de Valores, se infiere que un cambio en la tenencia o la venta del 25% o más de las acciones de un emisor registrado constituyen un hecho de importancia. Recordemos que la adquisición de este porcentaje se puede realizar por una transacción por dicho monto o uno superior, o por varias transacciones por montos menores.

En cualquier caso, el cambio de control se daría cuando el adquirente llega a ese porcentaje, para cuyo cálculo lo cual se debe tomar en consideración si el adquirente antes de la transacción o transacciones poseía acciones del emisor registrado.

Para estos casos, el Acuerdo 3-2008 establece que el comunicado público sobre el hecho de importancia debe realizarse al día hábil siguiente a la ocurrencia del hecho, cuando éste sea irreversible.[28] La pregunta obligada sería, ¿cuándo se considera irreversible una compraventa de acciones? Esta pregunta requiere analizar varios escenarios:

1. **Compra de acciones fuera de la bolsa de valores.**

    a. **Título físico.** Este caso sería inusual toda vez que al tratarse de un emisor registrado, que muy probablemente estaría listado en la bolsa de valores, sus acciones se encontrarían desmaterializadas. No obstante, si no estuviese listado en la bolsa de valores o si estando listado el accionista hubiese solicitado al emisor registrado que se le emita un título físico, se podría dar el

[25] Artículo 2 del Acuerdo 5-2005.
[26] Artículo 3 del Acuerdo 5-2005.
[27] Numeral 14 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores.
[28] Artículo 7 del Acuerdo 3-2008.

caso. En ese supuesto, la transacción muy probablemente se efectuaría con la entrega de las acciones físicas endosadas al adquirente, la firma de un contrato de compraventa de acciones (si las partes así lo desean) y la entrega del pago al vendedor, todo en el mismo acto. En ese momento, con la entrega de las acciones físicas endosadas al adquirente, consideramos que la transacción sería irreversible.

b. Posiciones en una cuenta de inversión. En este caso, la transacción muy probablemente se efectuaría con la transferencia de las posiciones en la cuenta de inversión del adquirente, y el pago al vendedor. En ese supuesto, quizás la transferencia de las acciones podría requerir tiempo adicional, siempre que habría que enviarlas de una cuenta de inversión a otra. Una vez acreditadas las acciones a la cuenta de inversión del adquirente, es decir, una vez que liquide la transacción (lo cual también implica el pago al vendedor), consideramos quesería irreversible.

2. Compra de acciones a través de la bolsa de valores.

a. Compras en mercado abierto. De realizarse la adquisición de las acciones a través de la bolsa de valores, la transacción sería irreversible una vez que se acrediten las acciones en la cuenta de inversión del adquirente. Esto sucederá, como en el caso anterior, cuando se liquide la transacción, lo cual también implica el pago al vendedor.

b. Oferta Pública de Compra de Acciones De realizarse una Oferta Pública de Compra de Acciones (Oferta Pública de Adquisición o OPA)[29] se deberá, primeramente, cumplir con el

[29] La "Oferta Pública de Compra de Acciones", conocida como también como "Oferta Pública de Adquisición" o "OPA", es una figura por medio de la cual una persona realiza una oferta de compra de acciones registradas de un emisor por 25% o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del 50% del capital emitido y en circulación de dicho emisor. Esta forma de adquisición se distingue de otras, ya que su objetivo no es más que obtener el control del emisor sobre cuyas acciones se realiza la oferta. Adicionalmente, presenta como ventajas la posibilidad de sujetar la transacción a condiciones que garanticen un resultado específico, certeza en cuanto al precio total de la transacción y por ende, posibilidad de financiamiento. *Véase* BINNS, Allan: *"La Oferta Pública de Adquisición en Panamá".* Editorial Universitaria Carlos Manuel Gasteazoro. Panamá. Primera Edición. 2010. 377 páginas.

procedimiento establecido en el Título VIII (Artículos 140 a 150) de la Ley del Mercado de Valores y en el Acuerdo 7-2001.[30] De ser exitosa la OPA, entiéndase que se cumplieron las condiciones necesarias para que se perfeccione, se comunicaría el resultado a la Superintendencia.

Determinar cuándo la oferta se entiende irreversible en el caso de la OPA resulta un tanto complejo dado los diversos escenarios que se podrían dar, respecto a la forma de aceptación de la oferta, la liquidación de la transacción y que el oferente podría reservarse el derecho a revocar la oferta. Por ende, a fin de determinar cuándo se considera irreversible, se deberá verificar el Prospecto o Folleto Explicativo de la OPA, el cual debe indicar en una sección las condiciones estipuladas del oferente para el perfeccionamiento de la OPA. Consideramos que una vez perfeccionada la transacción, es irreversible.

Habiendo expresado lo que entendemos por irreversibilidad en la venta de acciones, indicamos que el comunicado público deberá enviarse a la Superintendencia y a la bolsa de valores, y deberá ser publicado en uno de los siguientes medios: [31]

- diarios de circulación nacional;
- medios televisivos de difusión nacional;
- redes electrónicas de divulgación de información financiera;
- página de internet del emisor o del grupo a que pertenece el emisor;
- correspondencia a los tenedores registrados a las direcciones que mantiene el agente de pago y transferencia;
- página web colectiva, siempre y cuando sea de acceso público, cuya dirección sea informada.
- comunicados de prensa del emisor.

En cuanto a la forma del comunicado, deberá ser hecho en papel membrete del emisor y firmado por una persona autorizada, expresando la fecha y lugar del comunicado, la fecha del hecho de importancia y sus antecedentes, y las razones, estrategia o propósito que motivaron la adquisición.[32]

[30] Acuerdo 7-2001 de 4 de abril de 2001: "Por el se adopta el Procedimiento para la Notificación de Ofertas Públicas de Compra de Acciones ante la Comisión Nacional de Valores y se subrogan los Acuerdos No.4-00 de 16 de mayo del 2000 y No.9-00 de 26 de mayo del 2000". http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2001/489-acuerdo-07-2001/file

[31] Artículo 6 del Acuerdo 3-2008.

[32] Artículo 5 del Acuerdo 3-2008.

C. Escisiones

La escisión de un emisor registrado no es un acto expresamente indicado en la lista no taxativa de hechos de importancia que establece el Acuerdo 3-2008. Sin embargo, a nuestro parecer queda implícito toda vez que en un numeral se indica "cualquier otro acto que tenga un efecto en la estructura corporativa del emisor".[33] En este sentido, la Opinión 3-2014[34] relativa a la escisión, a nuestro parecer, deja claro que este tipo de transacción se debe reportar como un hecho de importancia.

En esta opinión se indicó, primeramente,que la escisión es una figura que puede que modifique la estructura del "ente regulado". Si bien este argumento se realiza para las entidades con licencia, no es menos aplicable para emisores registrados. Así, en esta misma opinión se indica que de la escisión pueden ocurrir situaciones que se enmarcan dentro de requisitos "para que se notifique como un hecho de importancia de parte de un emisor registrado ante la Superintendencia del Mercado de Valores". Esta Opinión indica así:

> "…Por ende, de un procedimiento de escisión del cual participe alguna sociedad con licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores, puede que resulte en una serie de situaciones, que por su condición de ente regulado por la Superintendencia, están obligados a contemplar, como lo es que modifiquen la estructura funcional del ente regulado, modifiquen su plan de negocios, su estructura accionaria, su composición de capital, las cuales requieren de autorización previa; u otras que puedan enmarcarse dentro de los requisitos para conservar o mantener una Licencia, o para que se notifique como un hecho de importancia de parte de un emisor registrado ante la Superintendencia del Mercado de Valores".[35]

[33] Numeral 19 del artículo 4 del Acuerdo 3-2008.
[34] Opinión 3-2014 de 25 de julio de 2014: "¿Se requiere notificación o la autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores sobre la escisión de una sociedad mercantil regulada? De ser afirmativa la respuesta, cuál sería el procedimiento o cuáles serían los requisitos para solicitar autorización o notificar una escisión?"http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/opiniones/opiniones-2014/1385-opinion-03-2014/file
[35] Opinión 3-2014. Página 3.

Interesantemente, con posterioridad el término escisión sí se utiliza a lo largo del Acuerdo 3-2008,[36] y más interesante está decir que este Acuerdo que data del año 2008 ya mencionaba este término o figura jurídica, 4 años antes de la aprobación formal de la ley que regula las escisiones de sociedades en Panamá.[37]

En cuanto al momento para realizar el hecho de importancia, interpretamos que aplica la regla del día hábil siguiente a la ocurrencia del hecho, cuando éste sea irreversible.[38] No obstante, nos percatamos que entre las normas relativas a los comunicados públicos derivados de fusiones, se menciona la escisión al momento de indicar la obligatoriedad de remitir el convenio de escisión a la Superintendencia a los 2 días hábiles siguientes a su inscripción en el Registro Público de Panamá. En este sentido, nos queda la interrogante si las normas aplicables a los comunicados de hechos de importancia de las fusiones aplicarían también a la escisión.[39]

En cuanto a la forma del comunicado, deberá ser hecho en papel membrete del emisor y firmado por una persona autorizada, expresando la fecha y lugar del comunicado, y la fecha del hecho de importancia y sus antecedentes.

III. Entidades con licencia

La Ley del Mercado de Valores establece que la Superintendencia debe autorizar los cambios accionarios que afecten el control de las entidades con licencia expedida por la Superintendencia.

Así se establece en el artículo 56 de Ley del Mercado de Valores, que versa así:

> **Artículo 56.** Accionistas de casas de valores. Las acciones de las casas de valores deberán ser emitidas en forma nominativa. Las casas de valores deberán informar a la Superintendencia los nombres de los propietarios efectivos de sus acciones que tengan control de la casa de valores, **y deberán obtener el consen-**

[36] Se utiliza expresamente en el artículo 6, relativo a los medios de divulgación admisibles; y en el artículo 9, relativo a los comunicados públicos derivados de fusiones o consolidaciones.
[37] Ley 85 de 22 de noviembre de 2012.
[38] Artículo 7 del Acuerdo 3-2008.
[39] Artículo 9 del Acuerdo 3-2008.

> **timiento previo de la Superintendenciapara llevar a cabo cualquier cambio accionario que afecte el control de la casa de valores.** (el subrayado es nuestro).

Si bien esta facultad se establece expresamente para las casas de valores, supletoriamente se aplica también a los asesores de inversión,[40] a las administradoras de inversiones,[41] a las administradoras de fondos de pensiones,[42] y a las organizaciones autorreguladas;[43] por lo que el fundamento a nivel legal es el mismo para todas las entidades con licencia expedida por la Superintendencia.

Adicionalmente, la Ley del Mercado de Valores establece en el artículo 25, numeral 27, una tarifa para el cambio de control accionario de entidades con licencia expedida por la Superintendencia, relativo a $500.00.[44]

> **Artículo 25.**Tarifas de registro. Las personas que soliciten los siguientes registros o licencias a la Superintendencia estarán sujetas al pago de las siguientes tarifas:
> …
> **27. Solicitud** de cambio de control accionario de entidades con licencia expedida por la Superintendencia, quinientos balboas (B/.500.00).

De estas normas legales, las preguntas obligadas serían, ¿qué abarcan los cambios de control accionarios? ¿abarcan las adquisiciones, las fusiones, las escisiones, o todas las anteriores?

Para responder las preguntas planteadas, primeramente debemos indicar que la Ley del Mercado de Valores no hace distinción en qué se entiende como un cambio de control accionario, pues se limita a mencionar que

[40] El artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores indica que se aplica *mutatis mutandis* el Artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores para los Asesores de Inversión.
[41] El artículo 191 de la Ley del Mercado de Valores remite al Capítulo IV del Título II, que a su vez por medio del artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores remite al Artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores.
[42] El artículo 4 de la Ley 10 de 1993, relativa a fondos de pensiones y jubilaciones, establece que las Administradoras de Fondos de Pensiones deben contar con una licencia de Administrador de Inversiones; cuyas normas a su vez remiten a las de Casas de Valores.
[43] El artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores indica que se aplica *mutatis mutandis* el Artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores.
[44] Numeral 27 del artículo 25 de la Ley del Mercado de Valores.

"cualquier cambio accionario que afecte el control…".[45] deberá obtener el consentimiento previo de la Superintendencia.

Si bien en la Ley del Mercado de Valores aparece el término "fusión", lo hace en áreas no relacionadas al tema que nos atañe.[46] Igual sucede con el término "adquisición", el cual la ley lo utiliza de forma genérica;[47] salvo cuando menciona en las infracciones, incumplir normas referentes a las "ofertas públicas de adquisición de acciones".[48] Consideramos que aquí la Ley del Mercado de Valores ha debido decir "oferta pública de compra de acciones",[49] pues es el nombre que la propia Ley del Mercado de Valores establece en el título VIII(Artículos 140 a 150). Esta figura (también como "Oferta Pública de Adquisición" o "OPA") es aplicable a la toma de control de emisores registrados que listen acciones comunes con derecho a voto. En este sentido, la OPA podría aplicar a una entidad con licencia que también fuera un emisor registrado con acciones comunes con derecho a voto. En ese caso, las normas de la OPA regularían sobre la forma, contenido, plazos y notificación de la oferta, más no en lo referente a que la Superintendencia autorice el cambio de control. En un caso así, muy probablemente el oferente indicaría que el perfeccionamiento de la OPA estaría condicionado a la aprobación del cambio de control por parte de la Superintendencia.[50] No obstante, por ahora este caso sería hipotético pues a la fecha no hay en la Superintendencia (aunque sí han existido) entidades con licencia que también sean emisores de acciones comunes con derecho a voto. Con respecto a la escisión, la Ley del Mercado de Valores no utiliza dicho término.

[45] Artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores.

[46] El término fusión la Ley del Mercado de Valores lo utiliza en: la atribución del Superintendente respecto a la autorización del proyecto de pacto social de entidades con licencia (numeral 12 del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores); en ofertas exentas (numeral 4 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores); en las facultades del reorganizador de entidades con licencia (numeral 4 del artículo 296 de la Ley del Mercado de Valores); y en aspectos fiscales (numeral 2 del Artículo 334 de la Ley del Mercado de Valores).

[47]El término adquisición la Ley del Mercado de Valores lo utiliza en: la "adquisición" de la calidad de funcionario de carrera de la Superintendencia (artículo 36 de la Ley del Mercado de Valores); en la actividad de préstamo de dinero para "adquisición" de valores (artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores); y en la aplicabilidad de la ley local para determinar la "adquisición" de derechos bursátiles (artículo 206 de la Ley del Mercado de Valores).

[48] Artículo 270 de la Ley del Mercado de Valores, relativo a las infracciones graves.

[49]*Véase* BINNS, Allan: "La Oferta Pública de Adquisición en Panamá". Editorial Universitaria Carlos Manuel Gasteazoro. Panamá. Primera Edición. 2010. 377 páginas.

[50] Así ha sucedidoenOPAs por bancos que son emisores registrados: el perfeccionamiento de la OPA se ha supeditado a la aprobación de la transacción por parte de la Superintendencia de Bancos.

Hasta ahora pareciera que el hecho que la Ley del Mercado de Valores no utilice los términos fusión, adquisición o escisión, en el sentido de cambio de control de una entidad con licencia, implica que, cuando la Ley del Mercado de Valores hace referencia en el artículo 56 a un "cambio accionario que afecte el control" o cuando en el artículo 25 indica un "cambio de control accionario", en ambos casos, se debe entender que estas frases abarcan la fusión, la adquisición y la escisión.

Paradójicamente, los Acuerdos reglamentarios sí mantienen secciones diferentes para la fusión y para los "cambios de control accionarios". Ejemplo: el Acuerdo 2-2011 relativo a las casas de valores[51] (y que es supletorio para el resto de las entidades) cuenta con el artículo 25 denominado "cambio de control accionario"; y luego, también cuenta con un capítulo para la "fusión de casas de valores" (artículos 34 al 40).

El artículo 25 de cambio de control accionario tradicionalmente se utiliza para cuando hay una "adquisición o compra de acciones que otorgue control"[52], la cual consideramos ha debido ser la conceptualización que se ha debido utilizar en dicho artículo. En una "adquisición o compra de acciones que otorgue control", los accionistas controlantes de la entidad con licencia venden acciones que otorguen control de la entidad, a personas que pasarían a ser los accionistas controladores de la entidad. Estos podrían ser personas no relacionadas a la entidad, o accionistas que eran minoritarios. En este caso de la "adquisición o compra de acciones que otorgue control", no parece haber duda que sí aplicaría la tarifa de cambio de control accionario, por lo que no nos detendremos en este punto.

[51] Acuerdo No.2-2011 de 1 de abril de 2011: "Por el cual se desarrollan las disposiciones del Título III del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, sobre Casas de Valores, se deroga el Título Primero de las Casas de Valores, Título Quinto sobre Cese de Operaciones, Título Sexto sobre Fusión de Casas de Valores y se modifican los artículos 1, 2, 30, 31, 32 y 33 del Acuerdo No.2-2004 de 30 de abril de 2004 y se derogan los Anexos 1, 2, y 4 del Acuerdo No.2-2004 de 30 de abril de 2004. Modificado por el Acuerdo No.3-2011 de 1 de junio de 2011; el Acuerdo No.4-2011 de 27 de junio de 2011; el Acuerdo No.8-2013 de 18 de septiembre de 2013; el Acuerdo No.9-2013 de 3 de diciembre de 2013; el Acuerdo No.3-2014 de 6 de agosto de 2014; el Acuerdo 2-2015 de 3 de junio de 2015; y el Acuerdo No.2-2016 de 3 de febrero de 2016.http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2011/1520-acuerdo-02-2011/file

[52] Si bien cuando comúnmente se habla de "adquisición" en el contexto de "fusiones y adquisiciones" se entiende que se está comprando toda o la mayoría de una compañía, utilizamos la frase "que otorgue control" como aclaración, pues correctamente se podría argumentar que los términos "adquisición o compra de acciones" se podrían utilizar en el contexto de obtención de participaciones que no sean mayoritarias o totales.

En el caso de la fusión, a simple vista, al estar ésta en un capítulo separado al artículo 25 de "cambio de control", esto haría parecer que la fusión no entraña un cambio de control accionario. No obstante, el artículo 34 del capítulo de la "fusión de casas de valores" del Acuerdo 2-2011 indica que: "…si de dicha fusión resultase un cambio de control accionario, le serán aplicables como requisito previo a la fusión las disposiciones de los artículos 25 y 26 del presente Acuerdo" (relativos al cambio de control accionario).

La pregunta obligada ahora sería, ¿qué fusión no implicaría o resultaría en un cambio de control accionario? Bien sea para la entidad absorbente, la entidad absorbida o ambas.

Haciendo un análisis caso a caso de esta frase en el artículo 34 del Acuerdo 2-2011, el único caso en que podríamos pensar que una fusión no implicaría o resultaría en un cambio de control de una entidad con licencia de esta Superintendencia, sería en una fusión entre una entidad con licencia de esta Superintendencia con una entidad no regulada por esta Superintendencia, en que la primera absorba la segunda, y que los accionistas de la primera mantengan control luego de perfeccionada la fusión. No obstante, la fusión entre una entidad con licencia de esta Superintendencia y una entidad no regulada por esta Superintendencia no se encuentra actualmente regulada y podría generar un escenario atípico: recordemos que por el objeto exclusivo de las entidades con licencia de esta Superintendencia, éstas solamente pueden dedicarse a las actividades expresamente indicadas en la Ley del Mercado de Valores y a las que se consideran compatibles.

Ejemplo de actividades compatibles son:

- para las casas de valores, el negocio de asesoría de inversiones (artículo 50 de la Ley del Mercado de Valores).
- para las administradoras de inversiones y los bancos, el negocio de casa de valores (artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores); y viceversa.

Todas estas actividades compatibles requieren una licencia. Dentro de las actividades compatibles, las que requieren una licencia de esta Superintendencia implicarían un cambio de control de la entidad absorbida, si los accionistas de la entidad absorbente quedan con el control; de la entidad absorbente, si los accionistas de la entidad absorbida quedan con el control; o de ambas entidades en caso de que resulte una nueva entidad. Por

ende, en el caso de que participen en una fusión solamente entidades con licencia de esta Superintendencia, se estará efectuando un cambio de control accionario aunque sea en una de las entidades, y por consiguiente aunque sea una de las entidades deberá pagar la tarifa de "cambio de control accionario".

La única actividad compatible que no es regulada por esta Superintendencia es la actividad bancaria. En una fusión de una casa de valores con un banco, en que sobreviva el banco, se efectuaría un cambio de control de la casa de valores; por lo que habría un cambio de control en una entidad con licencia de esta Superintendencia. El caso contrario, que parece poco probable, aunque posible, en que una casa de valores se fusione con un banco y sobreviva la casa de valores, se efectuaría un cambio de control del banco. Este sería el único caso en que una entidad con licencia de esta Superintendencia podría intervenir en una fusión, y no generarse de dicha fusión un cambio de control de una entidad con licencia de esta Superintendencia. Por ende, siendo ésta la única (improbable) excepción que hemos podido encontrar, nos atrevemos a afirmar como regla general que en las fusiones en que intervengan entidades con licencia de esta Superintendencia, se estaría generando un cambio de control en una entidad con licencia de esta Superintendencia.

Por consiguiente, consideramos que la Superintendencia debería adoptar el criterio o regla general de presumir que en las fusiones en que sean parte entidades con licencia emitida por esta Superintendencia, se conlleva un cambio de control; presunción que podría admitir prueba en contrario. Esta mecánica sería diferente a lo establecido en el artículo 34 del Acuerdo 2-2011 que indica que: "…si de dicha fusión resultase un cambio de control accionario", serán aplicables las normas de cambio de control. Lo establecido actualmente en este artículo 34 pareciera estar redactado como si el cambio de control en la fusión fuera excepcional y no la regla general; con lo cual discrepamos.

Con respecto a la escisión, ésta no se encuentra regulada a nivel de Acuerdo; únicamente existe una opinión sobre el particular, la Opinión 3-2014.[53] Atinadamente, en esta Opinión la propia Superintendencia indicó que "de un procedimiento de escisión… puede que resulte una serie de situaciones… como lo es que [las entidades con licencia] modifiquen…. su estructura

[53] Opinión 3-2014 de 25 de julio de 2014.

accionaria…"; y [respecto al efecto de la escisión] indicó que la escisión "…en definitiva puede modificar la estructura de la sociedad regulada… tomando en consideración que las condiciones (incluyendo los activos con que contaba, así como su estructura accionaria) con las que contaba la sociedad que se trate, al momento del otorgamiento de la licencia pueden resultar totalmente distintas luego de concluido el procedimiento de escisión". Por ende, basándonos en esta Opinión en que se estableció que por la escisión se afecta la estructura accionaria, podemos afirmar que muy probablemente, por la escisión se puede configurar un cambio de control accionario.

Luego de este análisis de la Ley del Mercado de Valores, los Acuerdos y esta Opinión, consideramos paradójico que si la Ley del Mercado de Valores no distinguió en qué implica un "cambio accionario que afecte el control" o un "cambio de control accionario", los Acuerdos sí lo distingan. Por ende, consideramos que se debe revisar la conceptualización y las normas relativas a los cambios de control en el Acuerdo 2-2011.

Y es que académicamente, existe amplio sustento de que tanto las fusiones como las adquisiciones son operaciones que transfieren el control de una sociedad. Así lo establece Henry G. Manne en "*Mergers and the Market for Corporate Control*",[54] cuando indica:

"Hay varios mecanismos para tomar el control de una sociedad. Las tres técnicas básicas son la lucha por los derechos de voto, la compra directa de acciones y la fusión….".[55]

Es menester indicar que este reconocido académico en este artículo estableció los fundamentos teóricos (y acuñó el término) del mercado del control societario,[56] el cual la OECD explica así:

[54] MANNE, Henry G.: "Mergers and the Market for Corporate Control Journal of Political Economy". 1965. vol. 73. pages 110-120.

[55] La cita original [y completa] es: *"There are several mechanisms for taking over the control of corporations. The three basic techniques are the proxy fight, direct purchase of shares, and the merger. The costs, practical difficulties, and legal consequences of these approaches vary widely. The selection of one or another or some combination of these techniques frequently represents a difficult strategy decision. An attempt will be made in this paper to analyze some of the considerations involved in a selection of one device over another".* Traducciónlibre de MANNE, Henry G.: Op.Cit. página 114.

[56] BITTLINGMAYER, George: "The Market for Corporate Control (Including Takeovers)." Encyclopedia of Law and Economics.Social Science Research Network.http://www.ssrn.com/ Página 730.

> "**127. Mercado del Control Societario**: En un sistema económico donde las acciones con derecho a voto de las compañías son públicamente compradas y vendidas a través del mecanismo de una bolsa de valores, el término 'mercado del control societario' se refiere al proceso por medio del cual la propiedad y el control de las compañías se transfiere de un grupo de inversionistas y gerentes a otro".[57]

Este concepto del mercado del control societario es de suma importancia pues si éste se refiere al proceso por medio del cual las compañías se compran y se venden, las fusiones y adquisiciones serían las formas de ejecutar dicho proceso.

Hacemos la salvedad que este académico también menciona como mecanismo para cambiar el control la lucha por los derechos de voto (*proxy contexto proxy fight).* Recordemos que el *proxy* es un mecanismo mediante el cual una persona es autorizada para votar sobre las acciones de otro. Así, en el *Black's Law Dictionary* definen *proxy (*poder o representante*)* y *proxy contest (*lucha por los derechos de voto*)* así:

> "**Poder o representante**, [sustantivo]:
> 1. Uno que está autorizado para actual como sustituto de otro; especialmente, en el derecho societario, una persona que está autorizada para votar por las acciones de otro.
> 2. El otorgamiento de autoridad por medio de cual una persona es autorizada.
> 3. El documento que otorga esta autoridad.[58]

Lucha por los derechos de voto. Una batalla entre dos facciones de una sociedad para obtener los votos de accionistas no comprometidos. Una lucha por los derechos de voto usualmente ocurre cuando un grupo de

---

[57] La cita original es: *"In an economic system where the voting stock (shares) of companies are publicly bought and sold through the mechanism of a stock exchange, the term "market for corporate control" refers to the process by which ownership and control of companies is transferred from one group of investors and managers to another."*Traducciónlibre de "*Market for Corporate Control*" en ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT: Op.Cit.página 56.

[58] La cita original es: "***proxy,*** *n.* ***1.*** *One who is authorized to act as a substitute for another; esp., in corporate law, a person who is authorized to vote another's stock shares.* ***2.****The grant of authority by which a person is so authorized.****3.****The document granting this authority."*GARNER, Bryan A.: "Black's Law Dictionary". Séptima Edición. Editado por Bryan A.Garner. West Group. Minesota, EE.UU. 2003. Página 1241.

accionistas disidentes monta una batalla contra los administradores de la sociedad.- También denominada como Batalla por los derechos de voto",[59]

Como se colige de las definiciones, el *proxy* otorga control pero no transmite la propiedad, pues únicamente da derecho a votar sobre las acciones de otra persona. Adicionalmente, siempre que un poder puede tener término o ser revocado, consideramos que sería una forma de toma de control temporal; diferente a la fusión o la adquisición que son irreversibles. Por esa temporalidad no consideramos que éste deba ser considerado como una forma de cambio de control, para efectos del artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores.

Aprovechamos para indicar que en nuestra legislación, esta forma de tomar control se encuentra regulada en la Ley del Mercado de Valores en el Título VII "De la Solicitud de Poderes de Voto", artículos 137 al 149, estableciéndose que cuando se solicite a más de veinticinco propietarios efectivos de valores registrados, poder de voto, autorización o consentimiento en relación con cualquier asunto o reunión deberá cumplir con las disposiciones de ese Título o de los Acuerdos. Interesantemente, existió el Acuerdo 16-2000[60] que regulaba esta materia; sin embargo, fue declarado inconstitucional a través de sentencia del Pleno de la Corte Suprema de Justicia de 24 de mayo de 2002.

Interesantemente, desde su época, el propio Henry Manne consideraba las solicitudes de poderes de voto como el más dramático, oneroso, incierto y menos utilizado de todos los mecanismos que existen para adquirir control.[61]

Por último, la escisión es una figura de creación posterior al artículo de Henry Manne[62]; por lo que no podría ser indicada por éste en su época. No

[59] La cita original es: "***proxy context.*** *A struggle between two corporate factions to obtain the votes of uncommited shareholders. A proxy constest usu. occurs when a group of dissident shareholders mounts a battle against the corporation's managers.- Also termed proxy fight."* GARNER, Bryan A.: "Black's Law Dictionary". Página 1241.

[60] Acuerdo 16-2000 de 21 de septiembre de 2000: "Procedimiento de distribución y uso de las solicitudes de poderes de voto, autorización y consentimiento, así como la preparación y contenido de lasmismas". http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2000/467-acuerdo-16-2000/file

[61] MANNE, Henry G.: Op. Cit.

[62] Esta figura se remonta a la Ley de Sociedades de Francia de 1966. *Véase* RAMÍREZ,Jorge y VELARDE, Luis: "La Escisión: sus aspectos societarios y tributarios". Revista Advocatus. Universidad de Lima. Página 350. http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Advocatus/article/viewFile/402/384

obstante, la propia ley que la creó en Panamá,[63] desde el título, la establece como una forma de reorganización empresarial. En este sentido, debemos indicar que tradicionalmente la reorganización de una entidad o grupo económico se ejecuta por medio de una o más fusiones o adquisiciones. Y si hemos establecido que la fusión y la adquisición son formas de cambiar el control, así lo puede ser también la reorganización, y subsecuentemente también la escisión.

A. Casas de Valores y Asesores de Inversión

En esta sección abordaremos simultáneamente lo relativo a las fusiones, adquisiciones y escisiones de las casas de valores y de los asesores de inversión. Recordemos que a nivel legal el fundamento es el mismo para ambos entes. A nivel de Acuerdo también, toda vez que el Acuerdo 1-2015[64] relativo a los asesores de inversión, indica que le aplicará a estos,*mutatis mutandis,* en lo relativo a las fusiones y adquisiciones,las normas de las casas de valores[65]; las cuales se encuentran establecidas en el Acuerdo 2-2011 relativo a casas de valores.En atención a las escisiones, ambos entes están también en la misma situación: recordemos que el tema no tiene fundamento a nivel legal de acuerdos: únicamente existe la Opinión 3-2014 sobre esta materia.

1. Fusiones

La fusión de las casas de valores (y de los asesores de inversión) está regulada por el Acuerdo 2-2011.[66] Interesantísimamente estas normas indican que si la fusión resultara en un cambio de control accionario, le serán aplicables las normas de cambio de control.[67] Por ende, esta propia norma pareciera reconocer lo que anteriormente planteábamos, que las fusiones implican – aunque sea en muchos casos – un cambio de control.

Se establece el requisito de autorización previa de la Superintendencia para la fusión, así como para solicitar la cancelación de la licencia de la casa de valores absorbida. Se solicita la descripción de las partes, la operación, la

[63] Ley 85 de 22 de noviembre de 2012.
[64] Acuerdo 02-2015 de 03 de junio de 2015: "Que modifica ciertas disposiciones del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, relativo a las Casas de Valores."Modificado por el Acuerdo 2-2016 de 3 de febrero de 2016.
[65] Numeral 13 del Acuerdo 1-2015.
[66] Artículos 34 al 40 del Acuerdo 2-2011.
[67]Artículos 34 del Acuerdo 2-2011.

composición de la Junta Directiva de la entidad resultante, y documentación de sustento, entre las que destacan el convenio de fusión [borrador][68], autorizaciones corporativas, plan de fusión, el formato de aviso a los inversionistas y plan de negocio de la entidad resultante.

Una vez presentada la solicitud y la documentación, la Superintendencia tendrá 30 días calendario para emitir la autorización para celebrar el convenio de fusión y ordenar la suspensión de las actividades de la entidad absorbida. Esta resolución deberá ser publicada por 3 días consecutivos en un diario de circulación nacional. Dentro de los 10 días siguientes a la publicación, la casa de valores absorbida deberá remitir a cada inversionista el aviso de fusión, en el que se exprese que estos tendrán la elección de mantener sus activos financieros en cuentas con la casa de valores absorbente, trasladar dichas cuentas a otras casas de valores o liquidar sus posiciones que mantengan con la casa de valores absorbida. El aviso de fusión también deberá ser publicado al menos por 1 vez en un diario de circulación nacional.

El procedimiento de fusión deberá durar 3 meses (prorrogables), en el cual se podrán realizar inspecciones por la Superintendencia y se podrán requerir informes. Una vez terminado el procedimiento, la casa de valores absorbente emitirá un informe final y un balance de cierre, luego del cual la Superintendencia procederá a cancelar la licencia de la casa de valores absorbida.

Tal como indicamos previamente, a las fusiones no se les aplica automáticamente la tarifa de cambio de control accionario indicada en la Ley del Mercado de Valores, salvo como se indicó, cuando involucren un cambio de control. No obstante, sí deberán pagar la tarifa de cancelación de la licencia de la entidad absorbida, la cual asciende US$ 2,500.[69]

2. Adquisiciones

La adquisición de casas de valores (y de asesores de inversión) está regulada por el Acuerdo 2-2011.[70] Este cambio de control deberá ser

[68] Si bien en el artículo 37 del Acuerdo 2-2011 se indica el "convenio de fusión", cuando leemos el artículo 38 relativo al procedimiento, se indica que la resolución de autorización de la fusión abarcará la autorización para celebrar el convenio de fusión. Por ende, consideramos que el artículo 37 ha debido decir "borrador del convenio de fusión".

[69] Numeral 22 del artículo 25 de la Ley del Mercado de Valores.

previamente aprobado por la Superintendencia. Aún más, antes de la presentación de la solicitud de cambio de control, los promotores, accionistas, directores o principales ejecutivos deberá solicitar una reunión previa a la Superintendencia.[71]

Esta solicitud deberá ser acompañada, entre otros documentos, por información de los nuevos propietarios efectivos, los formularios de cómo quedará la tenencia accionaria de la entidad, así como un plan de negocios actualizado. Estos nuevos accionistas o propietarios efectivos deberán demostrar capacidad financiera, presentado información y documentación para tal fin. La Superintendencia podrá denegar la solicitud si no contasen con ésta o cuando no cuenten con honorabilidad comercial, integridad y/o historial profesional acorde con la actividad que se va a desarrollar, entre otras razones.[72]

Como hemos indicado previamente, a la adquisición de casas de valores (y de asesores de inversión) le aplica la tarifa de cambio de control accionario indicada en Ley del Mercado de Valores, equivalente a $500.00.

3. Escisiones

Como mencionamos previamente, la escisión de casas de valores (y de asesores de inversión) no se encuentra regulada en la Ley del Mercado de Valores ni en sus Acuerdos reglamentarios. Esto no significa que esta figura no es una opción como forma de reorganización para estas entidades. Recordemos que la Ley del Mercado de Valores en su artículo 56 indica que la Superintendencia deberá otorgar el consentimiento previo para cualquier cambio accionario que afecte el control de la casa de valores (y a su vez, de los asesores de inversión).[73] En ese sentido, toda vez que estas entidades cuentan con una licencia expedida por la Superintendencia, la cual le brinda derechos, pero también, implica obligaciones, se deberá observar lo indicado en la Opinión 3-2014.

---

[70] Artículos 25 y 26 del Acuerdo 2-2011.

[71] La reunión previa fue establecida por medio del Acuerdo 9-2013 de 3 de diciembre de 2013, que establece la Reunión Previa que deberán mantener las entidades solicitantes de Licencias y los solicitantes de registro de Entidades Proveedoras de Precios y Calificadora de Riesgo, así como para las solicitudes de cambios de control accionario.

[72] Artículo 14 del Acuerdo 2-2011, relativo a la denegación de la licencia.

[73] El artículo 75 de la Ley del Mercado de Valores indica que se aplica *mutatis mutandis* el Artículo 56 de la Ley del Mercado de Valores para los Asesores de Inversión.

La Opinión 3-2014 estableció que de la escisión de una entidad con licencia de la Superintendencia, puede que resulten una serie de situaciones que requieren autorización previa, a saber:

- Modificación de la estructura funcional;
- Modificación del plan de negocios;
- Modificación de la estructura accionaria;
- Modificación del plan de negocios; u,
- Otras que puedan enmarcarse dentro de los requisitos para mantener o conversar la licencia.[74]

Estas situaciones, según la Ley del Mercado de Valores y sus Acuerdos requieren de autorización previa. Razón por la cual [según la Opinión] "considera la Superintendencia que la escisión como figura no resulta entonces en excepción para que las sociedades reguladas omitan tales procedimientos contemplados en la norma".[75]

Así, la Superintendencia concluye indicando que "corresponde al regulado preveer los resultados de un procedimiento de escisión y las posibles repercusiones frente a las condiciones mediante la cual se le otorgó la licencia que trate de modo que de resultar en aquellas situaciones que requieran de una autorización previa, tal y como lo señala la Ley del Mercado de Valores, esta autorización debe solicitarse de forma previa a iniciar la posible escisión y así, no incurrir en posibles violaciones a la Ley del Mercado de Valores".[76]

Para referencia, citamos las partes relevantes de la Opinión 3-2014, relativas a cambio de control y requisito de autorizaciones previas:

> "…Por ende, de un procedimiento de escisión del cual participe alguna sociedad con licencia otorgada por la Superintendencia del Mercado de Valores, puede que resulte en una serie de situaciones, que por su condición de ente regulado por la Superintendencia, están obligados a contemplar, como lo es que modifiquen la estructura funcional del ente regulado, modifiquen su plan de negocios, su estructura accionaria, su composición de capital, las cuales requieren de autorización previa; u otras que puedan enmarcarse dentro de los requisitos para conservar

[74] Artículo 9 del Acuerdo 2-2011, relativo a las Casas de Valores y Artículo 10 del Acuerdo 1-2015, relativo a Asesores de Inversión.
[75] Opinión 3-2014, página 4.
[76] Opinión 3-2014, página 5.

> o mantener una Licencia, o para que se notifique como un hecho de importancia de parte de un emisor registrado ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

Decimos lo anterior, toda vez que en el artículo 505-A de la Ley en comento se observa que el efecto de la escisión es la segregación y traspaso de activos de la sociedad escindida a la sociedad o sociedades ya constituidas o por constituirse y la emisión de cuotas de participación o acciones por estas a socios o accionistas de la sociedad escindida, cualen definitiva puede modificar la estructura de la sociedad regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores, tomando en consideración que las condiciones (incluyendo los activos con los que contaba, así como su estructura accionaria) con las que contaba la sociedad que se trate, al momento del otorgamiento de la Licencia pueden resultar totalmente distintas luego de concluido el procedimiento de escisión. El resultado del procedimiento de escisión es el que puede traer como consecuencia alguna situación que si requiera del cumplimiento de los presupuestos de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

La Ley Nº.85 de 2012 rige para las sociedades anónimas, y la misma no hace distinciones en cuanto a su aplicación, por lo que la regla general indica que al momento de una sociedad escindirse, no requiere, en primera instancia autorización por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, [sic]. Sin embargo, y como hemos venido mencionando, vale la pena recalcar que de resultar estos cambios en situaciones que requieran, para las entidades con Licencia, de la autorización previa de la Superintendencia del Mercado de Valores, y en atención al carácter especial que goza el Decreto Ley Nº. 1 de 1999; estas autorizaciones previas deberán ser surtidas tal como lo establece la norma, y considera esta Superintendencia que la escisión como figura no resulta entonces en excepción para que las sociedades reguladas omitan tales procedimientos contemplados en la norma.

En este sentido, y a manera de ejemplo o ilustración, para las Casas de Valores, y en atención al contenido del artículo 15 del Acuerdo Nº. 2-2011, ante la posibilidad de que a raíz de una escisión cambie el plan de negocios de una Casa de Valores, o que afecte sus índices de liquidez, disminuyendo o que haya una nueva estructura accionaria, como consecuencia de la escisión, se requiere de la aprobación previa por parte de ésta entidad. Igualmente, tal como lo dispone el artículo 25 del mismo Acuerdo, si la escisión

trae como consecuencia un cambio de control accionario del proceso de escisión, el mismo debe ser aprobado previamente, al igual como lo dispone el artículo 74 del Acuerdo 5-2004, para los Administradores de Inversiones.

> "Por lo anterior concluye esta Superintendencia que, si bien el proceso de escisión de una entidad regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores no requiere en principio de la autorización de esta entidad, corresponde al regulado proveer los resultados de un procedimiento de escisión y las posibles repercusiones frente a las condiciones mediante la cual se le otorgó la licencia que trate de modo que de resultar en aquellas situaciones que requieran de una autorización previa, tal y como lo señala la Ley del Mercado de Valores, esta autorización debe solicitarse de forma previa a iniciar la posible escisión y así, no incurrir en posibles violaciones a la Ley del Mercado de Valores".[77]

A la fecha, esta Superintendencia no aprobado alguna solicitud de autorización previa para que una casa de valores o asesor de Inversión se escinda.

B. Administradoras de Inversiones y Administradoras de Fondos de Pensiones

Toda vez que el Artículo 4 de la Ley 10 de 1993, relativa a fondos de pensiones y jubilaciones, establece que las administradoras de fondos de pensiones deben contar con una licencia de administrador de inversiones, abordaremos las normas relativas a las fusiones, adquisiciones y escisiones de las administradoras de inversión y lasadministradores de fondos de pensiones, conjuntamente.

1. Fusiones. Las fusiones de las administradoras de inversiones (y de administradoras de fondos de pensiones) no son reguladas en el Acuerdo relativo a los Administradores de Inversión.[78] Ante este vacío, consideramos que se podrían aplicar *mutatis mutandis*, las normas del Acuerdo de casas de valores sobre fusiones; siempre que, como

[77] Opinión 3-2014. Páginas 4 y 5.
[78] Acuerdo 5-2004.

fue antes mencionado, a nivel legal se indica expresamente que las normas de la Ley del Mercado de Valores relativas a las casas de valores aplican a las administradoras de inversión; y, a su vez, el Acuerdo que establece las normas de fusiones de las casas de valores, desarrolla dichas normas a nivel legal. Por ende, para la fusiones de administradoras de inversión(y de administradoras de fondos de pensiones), véase la sección III. A.1. de este artículo, relativa a las fusiones de las casas de valores.

2. Adquisiciones. Las adquisiciones de administradoras de inversiones (y de administradoras de fondos de pensiones) son reguladas en el Acuerdo relativo a los administradores de inversión.[79] En esta norma se reitera el principio de que los cambios de control deben ser previamente autorizados por la Superintendencia. Al igual que en el caso de las casas de valores, la solicitud deberá ser acompañada, entre otros, de información y documentación relativa a los nuevos propietarios efectivos, los formularios de cómo quedará la tenencia accionaria de la entidad y documentación de sustento (e.j. borrador de contrato de compraventa de acciones).

Las adquisiciones de administradoras de inversiones (y de administradoras de fondos de pensiones) les aplica la tarifa de cambio de control accionario indicada en Ley del Mercado de Valores, equivalente a $500.00.

3. Escisiones. Para las escisiones de las administradoras de inversión y de las administradoras de fondos de pensiones aplicaría lo indicado a las escisiones de las casas de valores y de asesores de inversión, siempre que el fundamento jurídico, la Opinión 3-2014, que se analizó en dicha sección, hace referencia a todas las entidades con licencia expedida por la Superintendencia. Por ende, véase la sección III.A.3. de este artículo.

[79] Artículo 74 del Acuerdo 5-2004.

C. Organizaciones Autorreguladas

1. **Fusiones.** La fusión de organizaciones autorreguladas no está contemplada en el Acuerdo 7-2003[80] relativo a las organizaciones autorreguladas. Ante este vacío, consideramos que se podrían aplicar *mutatis mutandis*, las normas del Acuerdo de casas de valores sobre fusiones; siempre que, como fue antes mencionado, a nivel legal se indica expresamente que las normas de la Ley del Mercado de Valores relativas a las casas de valores aplican a las organizaciones autorreguladas; y, a su vez, el Acuerdo que establece las normas de fusiones de las casas de valores, desarrolla dichas normas a nivel legal. Por ende, para la fusiones de organizaciones autorreguladas, véase la Sección III. A.1. de este artículo, relativa a las fusiones de las casas de valores.

2. **Adquisiciones.** En atención a las adquisiciones de organizaciones autorreguladas, el Acuerdo 7-2003[81] establece que quien tenga intención de adquirirel control de una organización autorregulada, deberá comunicarlo con carácter previo a la Superintendencia. Contrariamente, el mismo artículo indica párrafos luego que cuando una organización autorregulada conozca que se ha realizado un cambio de control, deberá comunicarlo a la Superintendencia, y ésta dispondrá de un mes para para autorizar el cambio de control.Si bien inicialmente se indica un carácter previo de la autorización, la segunda parte del artículo pareciera implicar un control posterior. Por ende, debe revisarse esta norma.

3. **Escisiones.** Para las escisiones de las organizaciones autorreguladas aplicaría lo indicado a las escisiones de las casas de valores y de asesores de inversiones, siempre que el fundamento jurídico, la Opinión 3-2014, que se analizó en dicha sección, hace referencia a todas las entidades con licencia expedida por la Superintendencia. Por ende, véase la sección III.A.3. de este artículo.

[80] Acuerdo 7-2003 de 4 de julio de 2003: "Por el cual se reglamentan las Organizaciones Autorreguladas"http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2003/584-acuerdo-07-2003/file

[81] Artículo 20 del Acuerdo 7-2003.

IV. Conclusiones

En este artículo hemos procurado analizar la normativa relativa a las fusiones, adquisiciones y escisiones en el mercado de valores, diseccionándolas en la normativa relativa a los emisores registrados ante la Superintendencia y la relativa a las entidades con licencia expedida por la Superintendencia; disección que, aparte de por practicidad, responde a las diferentes facultades de supervisión que la Superintendencia posee sobre cada grupo.

En atención a la normativa de las fusiones, adquisiciones y escisiones de los emisores, consideramos que es bastante clara y contempla casi todos los casos que se podrían presentar. Pareciera que estas normas ya han pasado el tamiz del tiempo; lo cual tampoco evita que en el futuro se puedan revisar o suscitar casos no contemplados.

En atención a la normativa de lasfusiones, adquisiciones y escisiones de las entidades con licencia expedida por las Superintendencia, consideramos que existen ciertas imprecisiones o inconsistencias entre la Ley del Mercado de Valores y los Acuerdos reglamentarios.

Tal como hemos indicado previamente, por un lado la Ley del Mercado de Valores no distingue en qué tipo de operaciones implican un cambio de control de una entidad con licencia. Paradójicamente, los Acuerdos reglamentarios sí mantienen secciones diferentes para la fusión y para los "cambios de control accionarios"; lo cual podría hacer pensar que la fusión no implica un cambio de control accionario. A nuestro juicio, luego revisar integralmente la Ley del Mercado de Valores, analizar casos prácticos e investigar académicamente, concluimos que debe entenderse que los cambios de control accionario abarcan las fusiones, las adquisiciones y las escisiones.

En este sentido, consideramos que la Superintendencia debe revisar la conceptualización en sus Acuerdos reglamentarios, sobre qué debe entenderse por los "cambios de control accionario". Esta conceptualización, aunque podría parecer meramente académica y etérea, es de suma relevancia pues de la determinación de si una operación implica un cambio de control redunda en si a esa operación le es aplicable la tarifa de cambio de control accionario establecida la Ley del Mercado de Valores.

Siempre que somos de la opinión que tanto las adquisiciones, las fusiones y las escisiones implican un cambio de control, consideramos consecuentemente se les debe aplicar a estas operaciones dicha tarifa de cambio de control accionario. Es menester indicar que si bien se puede dar el caso de que una fusión, una adquisición o una escisión no impliquen un cambio de control, sería en casos muy improbables. Por consiguiente, consideramos que en los Acuerdos se debe tener como presunción o regla general que las adquisiciones, las fusiones y las escisiones son formas de cambiar el control, y que, por ende, les es aplicable la tarifa de cambio de control accionario; presunción que podrá admitir prueba en contrario. En la sección de Recomendaciones proponemos diferentes formas de subsanar esta situación, tanto a nivel de Acuerdo como de Opinión.

V. Recomendaciones

A fin de dejar claramente establecido que tanto la adquisición, la fusión y la escisión son formas de cambio de control, y que, por ende, les es aplicable la tarifa de cambio de control accionario, consideramos que las siguientes serían formas viables de aclarar esta situación:

- Emitir una Opinión administrativa indicando que se tendrá como presunción o regla general que las adquisiciones o compras de acciones que otorguen control, las fusiones y las escisiones son formas de cambiar el control de entidades con licencia expedida por esta Superintendencia, y que, por ende, les es aplicable la tarifa de cambio de control accionario; presunción que podrá admitir prueba en contrario.

- Modificar el Acuerdo 2-2011 relativo a las casas de valores, de forma tal que haya, primeramente, un capítulo común con normas de los cambios de control, incluyendo, entre otras disposiciones, que a las adquisiciones o compras de acciones que otorguen control, a las fusiones y a las escisiones les aplica la tarifa de cambio de control accionario; y luego dentro de dicho capítulo común, que haya tres secciones específicas: una para la adquisición o compra de acciones que otorgue control, otra para la fusión y otra para la escisión.

- Emitir un Acuerdo autónomo para fusiones, adquisiciones y escisiones en que intervengan entidades con licencia expedida por la Superintendencia, en que se establezca (igual que en el caso anterior) primeramente, un capítulo común con normas de los cambios de control, incluyendo, entre

otras disposiciones, que alas adquisiciones o compras de acciones que otorguen control, a las fusiones y a las escisiones les aplica la tarifa de cambio de control accionario; y luego dentro de dicho capítulo común, que haya tres secciones específicas: una para la adquisición o compra de acciones que otorgue control, otra para la fusión y otra para la escisión.

VI. Bibliografía

A. Libros y Artículos

BINNS, Allan: "La Oferta Pública de Adquisición en Panamá". Editorial Universitaria Carlos Manuel Gasteazoro. Panamá. Primera Edición. 2010. 377 páginas.

BITTLINGMAYER, George: "The Market for Corporate Control (Including Takeovers)". Encyclopedia of Law and Economics. Social Science Research Network. http://www.ssrn.com/ Página 730.

GARNER, Bryan A.: "Black's Law Dictionary". Séptima Edición. Editado por Bryan A. Garner. West Group. Minesota, EE.UU. 2003. Página 1241.

MANNE, Henry G.: "Mergers and the Market for Corporate Control Journal of Political Economy". 1965. vol. 73. pages. 110-120.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT: Glossary of Industrial Organization Economics and Competition Law.https://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf .

RAMIREZ, Jorge y VELARDE, Luis: "La Escisión: sus aspectos societarios y tributarios". Revista Advocatus. Universidad de Lima. Página 350. http://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Advocatus/article/viewFile/402/384

B. Normativa

1. Leyes

- Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999: "Sobre el mercado de valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores". http://www.supervalores.gob.pa/files/Ley/TEXTO_UNICO_DL1-1999.pdf .
- Ley 85 de 22 de noviembre de 2012: "Que modifica y adiciona artículos al Código de Comercio para establecer la escisión como forma de reorganización empresarial y la reactivación de sociedades cuya disolución haya sido voluntaria". Gaceta Oficial 27,172 de 28 de noviembre de 2012.

2. Acuerdos

- Acuerdo 16-2000 de 21 de septiembre de 2000: "Procedimiento de distribución y uso de las solicitudes de poderes de voto, autorización y consentimiento, así como la preparación y contenido de las mismas". http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2000/467-acuerdo-16-2000/file

- Acuerdo 7-2001 de 4 de abril de 2001: "Por el se adopta el Procedimiento para la Notificación de Ofertas Públicas de Compra de Acciones ante la Comisión Nacional de Valores y se subrogan los Acuerdos No. 4-00 de 16 de mayo del 2000 y No. 9-00 de 26 de mayo del 2000."http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2001/489-acuerdo-07-2001/file

- Acuerdo 7-2003 de 4 de julio de 2003: "Por el cual se reglamentan las Organizaciones Autorreguladas"http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2003/584-acuerdo-07-2003/file

- Acuerdo 5-2004 de 23 de julio de 2004: "Por el cual se desarrollan las disposiciones del Título IX del Decreto Ley 1 de 1999 sobre Sociedades de Inversión y Administradores de Inversión, se establece el procedimiento para las solicitudes de autorización y licencia y las reglas para su funcionamiento y operación." Modificado por el Acuerdo 2-2005, el Acuerdo 3-2006, el Acuerdo 03-2007, el Acuerdo 1-2011, el Acuerdo 6-2011 y el Acuerdo 1-2013; y se indican las normas que han sido derogadas tácitamente por el Acuerdo 5-2014. http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2004/1436-acuerdo-05-2004/file

- Acuerdo 5-2005 de 9 de mayo de 2005: "Por el cual se adopta el Reglamento sobre comunicación y divulgación de hechos de importancia consistentes en convenios de fusión de los que sean parte emisores de valores registrados en la Comisión y se establecen los procedimientos de registro aplicables según cada caso."Modificado por el Acuerdo 3-2008de 31 de marzo de 2008http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2005/565-acuerdo-05-2005/file

- Acuerdo 3-2008 de 31 de marzo de 2008: "Por el cual se modifica el Acuerdo No.18-2000 de 11 de octubre de 2000, el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003, el Acuerdo No.5-2005 de 9 de mayo de 2005, y se subroga el Acuerdo No.10-2005 de 18 de julio de 2005; y se dictan las normas de forma, contenido y plazo para la comunicación de hechos de importancia de emisores registrados ante la Comisión Nacional de Valores."Modificado por el Acuerdo 2-2012 de 28 de noviembre de 2012. http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2008/503-acuerdo-03-2008/file

- Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011: ""Por el cual se desarrollan las disposiciones del Título III del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, sobre Casas de Valores, se deroga el Título Primero de las Casas de Valores, Título Quinto sobre Cese de Operaciones, Título Sexto sobre Fusión de Casas de Valores y se modifican los artículos 1, 2, 30, 31, 32 y 33 del Acuerdo No.2-2004 de 30 de abril de 2004 y se derogan los Anexos 1, 2, y 4 del Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004."

Modificado por el Acuerdo No. 3-2011 de 1 de junio de 2011; el Acuerdo 4-2011 de 27de junio de 2011; el Acuerdo No. 8-2013 de 18 de septiembre de 2013; el Acuerdo 9-2013 de 03 de diciembre de 2013; el Acuerdo 3-2014 de 06 de agosto de 2014; elAcuerdo 2-2015 de 3 de junio de 2015; y el Acuerdo 2-2016 de 3 de febrero de 2016.http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2011/1520-acuerdo-02-2011/file

- Acuerdo 02-2015 de 03 de junio de 2015: "Que modifica ciertas disposiciones del Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, relativo a las Casas de Valores."Modificado por el Acuerdo 2-2016 de 3 de febrero de 2016. http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/acuerdos-vigentes-espanol/acuerdos-2015/1502-acuerdo-02-2015/file

3. Opiniones

- Opinión 3-2014 de 25 de julio de 2014: "¿Se requiere notificación o la autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores sobre la escisión de una sociedad mercantil regulada? De ser afirmativa la respuesta, cuál sería el procedimiento o cuáles serían los requisitos para solicitar autorización o notificar una escisión?"http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/opiniones/opiniones-2014/1385-opinion-03-2014/file

LA SUPERVISIÓN BASADA EN RIESGOS EN LOS PAÍSES DE LA REGIÓN

Angela Viviana García Ríos
Licenciada en Contabilidad - Univ. de Panamá; Especialista en Revisoría Fiscal - Univ. Javeriana
Especialista en Riesgos Financieros y Magister en Administración Financiera - Univ. Sergio Arboleda

RESUMEN EJECUTIVO

La gestión de los riesgos en una Entidad, debe ser un mecanismo para que la Administración controle las posibles pérdidas de recursos (financieros, tecnológicos, operacionales, etc), dado el normal desarrollo de las actividades, proceso y procedimientos que se ejecutan. Estas pérdidas se pueden materializar por factores: internos, externos, fraudes, errores, cambio en la dinámica del mercado, etc.

Citando la actividad bancaria, financiera y bursátil, la Supervisión Basada en Riesgos es una metodología que busca prevenir el incumplimiento de la regulación, antes que se materialicen los riesgos (enfoque ex-ante), dejando atrás la supervisión tradicional donde se enfoca a una revisión al incumplimiento, posterior a la materialización de los riesgos (enfoque ex-post). Esta herramienta se analiza, dada la importancia de que representa en la economía del país y del mundo, el sistema del mercado de valores.

Por tal motivo, en el presente artículo se describe brevemente en qué consiste la SBR y se hace una síntesis de la normatividad publicada por los diferentes Organismos de control de los siguientes países de la región: Costa Rica, El Salvador, Colombia, República Dominicana y Panamá, donde se establecen las directrices que deben ser adaptadas y adoptados por los regulados de los mercados bursátiles.

Esta bibliografía fue tomada de las respectivas páginas oficiales que se encuentran en internet, y que han sido avaladas por cada una de los Supervisores.

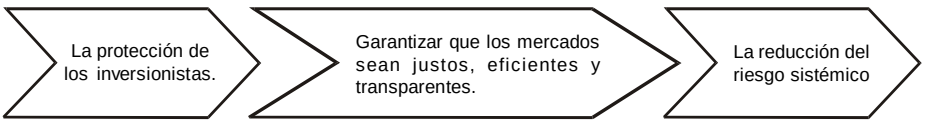
¿Qué es la Supervisión Basada en Riesgos?

No hay un concepto único que defina este esquema. Sin embargo, se puede indicar que esta metodología tiene por objetivo principal conocer y controlar los riesgos que se puedan presentar en los mercados de valores, en pro de la estabilidad del sistema.

Para cumplir tal objetivo muchos países de diferentes latitudes, han trabajado sobre lineamientos que han establecidos diferentes Organizaciones a nivel mundial, como el Comité de Basilea, IOSCO, OECD, GAFI, G-20, COSO, por mencionar algunos. Para efectos de este ejercicio, se analizarán la literatura emitida por IOSCO, por la importancia que representa para las transacciones internacionales.

IOSCO y la supervisión basada en riesgos

IOSCO es el líder mundial de reguladores del mercado de valores, por esto, ha emitido unas guías: "Objetivos o principios de la regulación del mercado de valores", para que sean establecidos en todas las actividades bursátiles que se lleven a cabo. Los objetivos fundamentales, así como los Principios que refuerzan la gestión de riesgos, se mencionan:



- **Principio 6:** El Regulador debe tener o contribuir al proceso para controlar, atenuar y gestionar el riesgo sistémico, acorde con su cometido.

- **Principio 7:** El Regulador debe tener o contribuir al proceso de revisión del perímetro de regulación de forma periódica.

- **Principio 30:** Deben existir unos requerimientos iniciales y permanentes de capital y otros requisitos prudenciales para los intermediarios de mercado, que reflejen los riesgos asumidos por los intermediarios.

- **Principio 31:** Se debe requerir que los intermediarios del mercado tengan que establecer una función interna que se encargue del cumplimiento de las normas de organización interna y del comportamiento operativo, con el fin de proteger los intereses de los clientes y sus activos, y de garantizar una adecuada gestión del riesgo, a través de la cual la Dirección del intermediario asuma la responsabilidad principal de estas cuestiones.

- **Principio 37:** La regulación debe proponerse garantizar la adecuada gestión de los grandes riesgos, del riesgo de incumplimiento y de las perturbaciones de mercado.

Después de efectuar el anterior repaso, donde se explica que los Principios mencionados están interrelacionados con la SBR, toda vez que, se deben incorporar las actividades, procesos, procedimientos e indicadores de la gestión de los Administradores, de las Entidades supervisadas. A continuación, se detalla la normatividad emitida por cada uno de los países analizados en el presente trabajo, para tener un conocimiento sobre el trabajo adelantado por cada uno:

COSTA RICA:

DESCRIPCIÓN	FECHA
Ley 7732, Ley reguladora del Mercado de Valores	Diciembre 8 de 1997
Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo N. 8204	Diciembre 22 2010
Reforma integral del Reglamento de Gobierno Corporativo	Enero 18 de 2016
Reglamento General de Gestión de la Tecnología de Información, Lineamientos al Reglamento y reformas al Reglamento de Auditores Externos aplicable a los sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE	Enero 18 de 2016
Normas para la presentación, remisión y publicación de los estados financieros consolidados e individuales de las empresas que conforman los grupos financieros	Julio 28 de 2003
Reglamento de Auditores Externos aplicable a los sujetos fiscalizados Por SUGEF, SUGEVAL, SUPEN y SUGESE	Diciembre 22 de 2010
Reglamento de gestión de riesgo.	Febrero 13 de 2009

EL SALVADOR

DESCRIPCIÓN	FECHA
Decreto 809 Ley de mercado de valores	febrero 16 1994
D.E. Nº 52, del 13 REGLAMENTO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES	mayo de 1999
Decreto 592 Ley de Supervisión y regulación del sistema financiero (Menciona a nivel general la gestión de riesgos, haciendo referencia a que se deben aplicar las normas internacionales sobre la materia)	Enero de 2011

COLOMBIA

LEY	DESCRIPCIÓN	FECHA
LEY 1328	Por el cual se dictan normas en materia financiera, de seguros, del mercado de valores y otras disposiciones	15-jul-09
LEY 964	Por la cual se dictan normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores y se dictan otras disposiciones.	08-jul-05
DECRETO ÚNICO 2555	Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones.	
	Marco Integral de Supervisión	Octubre de 2015

REPÚBLICA DOMINICANA

DESCRIPCIÓN	FECHA
Ley 19 00 promover y regular el mercado de valores, procurando un mercado organizado, eficiente y transparente, que contribuya con el desarrollo económico y social del país. El mercado de valores comprende la oferta y demanda de valores representativos de capital, de crédito, de deuda y de productos. Asimismo, incluye los instrumentos derivados, ya sean sobre valores o productos	Mayo de 2000
Ley No. 72-02 sobre Lavado de Activos Provenientes del Tráfico Ilícito de Drogas y Sustancias Controladas.	Junio de 2002
Reglamento No. 664-12 Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores .	Año 2012
"Norma sobre Gestión de Riesgos para los Intermediarios de Valores y las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión".	Nov. 20 2015
Norma que establece disposiciones sobre información privilegiada, hechos relevantes y manipulación de mercado. Habla sobre Gobierno Corporativo.	Nov. 20 2015

PANAMÁ

FECHA	LEY	DESCRIPCIÓN	OBSERVACIÓN
9 de mayo de 2002	**22**	Convenio internacional para la represión de la financiación del terrorismo	Panamá se compromete a ejecutar a cabo actividades que minimicen el riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo
2 de octubre de 2000	**41**	Que adiciona el Capítulo VI, denominado Blanqueo de Capitales.	Menciona la definición de blanqueo de capitales y sus respectivas sanciones
27 de abril de 2015	**23**	Adopta las medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo, y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y dicta otras disposiciones	Introduce la metodología basada en riesgos, para la prevención del blanqueo de capitales. También conforma el Sistema de Coordinación Nacional, para la prevención del blanqueo de capitales. Establece los siguientes organismos de supervisión: Intedencia de supervisión y regulación de sujetos no financieros.

CONCLUSIONES

• Los países analizados, ya adoptaron la metodología de la SBR, comprendiendo que la supervisión se debe realizar antes de que se materialicen los riesgos del negocio y no después, como una labor netamente de cumplimiento.

  De igual forma, con el cambio a la SBR, se ejecutan las tareas de supervisión, entendiendo la magnitud e impacto de los riesgos y no solamente, el nivel de incumplimiento de la normatividad emitida.

• A nivel de la República de Panamá, se hallaron directrices, de obligatorio cumplimiento solamente para, prevenir el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, en el mercado de valores.

  Si bien es cierto que, este es un capítulo de vital importancia para la gestión de riesgos, no es suficiente para realizar una completa administración,

dado que, no se están contemplando temas que sí plantea la norma internacional, y que se han abordado a lo largo de la exposición.

- Aproximadamente, en los países de estudio se estableció la SBR, hace unos 5 años, lo que hace que la metodología aún se encuentre en una etapa de desarrollo, esto genera un gran reto para las entidades de Supervisión de los países tomados como ejemplo.

ASPECTOS RELEVANTES DE UN PLAN DE NEGOCIO

Por: Zaida Llerena

¿Qué es un plan de negocios?

Un plan de negocios es un documento mediante el cual se describe un negocio y se analiza la situación del mercado relacionada al mismo para establecer acciones y estrategias que se implementarán para el ofrecimiento y promoción del servicio que, para este artículo, está relacionado con las actividades permitidas en el mercado de valores.

¿Por qué es necesario un plan de negocios?

El principal motivo recae en que el plan de negocios es el documento que recoge la esencia de la idea de negocios y expone su éxito con hechos y cifras, de tal manera que los futuros accionistas o el (los) banco (s) puedan prever si la futura empresa generará los ingresos necesarios para hacer frente a sus obligaciones. Otros motivos recaen en que:

- Permite la validación objetiva de la idea de negocios a través de números y datos estadísticos.
- Proporciona información que sustenta si la idea y el modelo de negocio tiene sentido y oportunidad en el mercado.
- El plan de negocios es una herramienta poderosa de ventas que ayuda, cumpliendo las reglamentaciones vigentes, a conseguir inversionistas para financiar la idea de negocios.
- Es la oportunidad precisa para determinar si la idea y el modelo de negocio están a la altura de la industria a la cual quiere ingresar.
- Permite tener acceso al financiamiento que se necesita.
- La planeación ordenada y dedicada de la idea de negocios ayuda al lanzamiento de una empresa exitosa.
- Expone a la luz los problemas potenciales de la idea de negocio de tal forma que obliga a buscarles una solución objetiva y viable.
- Fortalece los conocimientos que se tienen sobre el negocio que se quiere realizar.
- Permite reevaluar la estrategia del negocio y si es necesario brinda la oportunidad de actualizarla.

¿Qué debe contener un plan de negocios?

El tipo de industria, el público al cual se dirige y el tamaño de la inversión son elementos que determinarán el nivel de detalle que debe desarrollarse al momento de redactar las secciones de un plan de negocios.

Los lectores finales del plan de negocios son los indicados para establecer el contenido del mismo. En este sentido la Superintendencia del Mercado de Valores en su normativa señala la información mínima que se debe incluir en la redacción:

- Proyecciones para los dos años siguientes.

- Una descripción de:
  - La organización administrativa y contable.
  - Sus instalaciones.
  - Los recursos técnicos.
  - Los planes de contingencia y continuidad del negocio.
  - Los procedimientos de control internos.
  - Los accesos y salvaguardas de los sistemas informáticos.
  - Soporte informático con el que mantendrá la información de los clientes.
  - La modalidad para el manejo y el envío de información y estados de cuenta de los clientes, así como de confirmaciones y frecuencia de transacciones en valores.

- Detalle del recurso humano a contratar.

Sin embargo, el contenido de un plan de negocio estándar puede organizarse a través de las siguientes secciones:

- Resumen ejecutivo.
- Descripción del negocio.
- Descripción del mercado.
- Plan gerencial y estructura organizativa.
- Plan de marketing y publicidad.
- Canales de ventas y distribución.
- Atención e información al cliente.
- Plan de operaciones.
- Aspectos financieros.

El resumen ejecutivo es una síntesis que permite entender a quién lo lee la esencia del negocio, por esta razón se recomienda escribirlo después de haber elaborado el plan de negocios dado que en esta sección se debe dar una idea del contenido de cada sección.

En la descripción del negocio se debe trabajar en la redacción que permita obtener respuestas a las siguientes preguntas:

- ¿Cuál es el origen de la idea de negocio?
- ¿Qué se hace?
- ¿Qué servicio se ofrece?
- ¿Qué atributos presenta el servicio que se ofrece?
- ¿Quiénes son los clientes ideales?
- ¿Qué beneficios ofrece a sus clientes?
- ¿Cuál es la condición legal de la empresa?
- ¿Cómo estará constituida la empresa?

Para los temas legales, el regulador del mercado de valores establece de antemano cómo debe constituirse las empresas que se dedicarán a actividades en este sector:

- El objeto social del pacto social debe estar adecuado a las actividades propias del negocio a realizar, según se definen en la Ley del Mercado de Valores.

- El objeto social también podrá incluir la realización de actividades necesarias para el funcionamiento del negocio.

- El capital social autorizado de la sociedad debe cumplir con el monto mínimo exigido para cada actividad según la Ley del Mercado de Valores.

- Las acciones únicamente podrán ser emitidas en forma nominativa.

- Los directores no podrán ser otras personas jurídicas.

- Los libros de comercio y otros exigidos por la legislación mercantil deberán ser llevados y mantenidos en la República de Panamá.

En el plan gerencial y estructura administrativa se debe mencionar la experiencia de los accionistas, directores, equipo gerencial, así como de los corredores de valores y analistas. Es importante incluir un organigrama de la entidad donde se pueda apreciar los diferentes departamentos, para luego hacer una descripción de sus funciones y responsabilidades.

Al momento de escribir sobre el servicio que se ofrecerá a los clientes se debe considerar hacerlo de forma clara y sencilla, pero a la vez dar información específica, de tal forma que cualquier persona que no esté familiarizada con el negocio pueda comprender qué ofrecerá la empresa.

En la descripción del mercado se debe incluir el mercado objetivo y explicar la necesidad que va a satisfacer con su servicio en el mismo. En este punto es conveniente realizar una investigación de mercado, la información que consiga será de gran utilidad al momento de realizar una segmentación del mismo para identificar sus clientes potenciales y poder clasificarlos según sus características. Siempre debe tener claro el por qué eligió un determinado grupo de clientes objetivos. En esta sección también se debe incluir información sobre la competencia de tal forma que se pueda identificar quiénes son los competidores reales o potenciales.

En esta sección se puede describir todo lo concerniente al precio de los servicios, en este sentido la normativa indica que:

- El folleto informativo debe redactarse de forma clara y concreta para que sea fácilmente comprensible por la clientela.

- Se debe evitar la inclusión de conceptos innecesarios o irrelevantes.

- El folleto informativo deberá indicar como mínimo:
  •-Las actividades, operaciones y servicios por los que se tarifa.
  •-Las comisiones y gastos para cada operación o servicio.

A través del plan de marketing y publicidad se debe dar respuesta a las siguientes preguntas: ¿Cómo se enterarán los clientes potenciales de la existencia de la empresa? ¿Qué métodos de marketing o publicidad utilizará como divulgación? En este sentido la regulación en el mercado de valores da algunos criterios para redactar el material publicitario:

- **Referencia a Retornos Pasados:** Se debe advertir que los resultados obtenidos en períodos anteriores no representan garantía alguna de resultados futuros.

- **Referencias a Retornos de Cualquier Tipo:** Sólo se admitirán calificativos a los retornos que se señalen si se hace referencia cruzada a índices o estándares conocidos y comparables con el tipo de inversión publicitada.

- **Admisibilidad de Retornos:** No se admitirán referencias o calificativos a retornos en períodos menores de cinco (5) años. En el evento que la persona o el producto que se publicita no cuente con una trayectoria de cinco (5) años podrá utilizar referencia o calificativo basados en períodos inferiores a cinco (5) años deberá indicar el plazo considerado y señalar expresamente que el período aludido no es significativo.

- **Apalancamiento:** Se debe hacer clara referencia al nivel de apalancamiento de la empresa para cada título valor publicitado o recomendado.

- **Referencia al Riesgo:** Toda información relacionada a inversiones en valores de renta variable deberá hacer referencia al riesgo de capital invertido y que al momento de liquidar la misma el rescate de capital podría ser inferior al invertido.

- Hacer referencia a que la entidad es regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores, así como indicar el tipo de licencia que le fue otorgada para realizar actividades en el mercado de valores, el número de la misma y su fecha de emisión.

En este sentido, la normativa también señala como canales de comunicación:

- Anuncios convencionales.
- Medios impresos.
- Medios audiovisuales.
- Internet.
- Redes sociales e informáticas.
- Diarios de circulación nacional.
- Cualquier otro anuncio informativo que vaya dirigido al público de forma personalizada o masiva.

En el plan de ventas y distribución se debe describir de forma clara cómo se piensa ofrecer el servicio, por ejemplo, de qué forma el cliente puede acceder a los instrumentos financieros u obtener una asesoría de inversión. Respecto al plan de operaciones, se recomienda usar diagramas de flujo para indicar cuidadosamente las fases que componen el servicio que se ofrecerá. Con respecto a esta sección, el Acuerdo 5-2003 establece normativa mínima que se debe cumplir para la apertura de cuentas de inversión, ejecución de órdenes, registro de operaciones y archivo de las mismas.

La normativa también indica qué información se debe proporcionar a los clientes:

- Las entidades que hayan suscrito con sus clientes contratos de gestión de cuentas de inversión, depósito o administración de valores, o cualquier otra relación contractual de duración original superior al año o indefinida, deberán remitirles, al menos, con periodicidad trimestral información clara y concreta de la situación de las cuentas de inversión de valores o de los valores y efectivo depositados.

- Informarles de cualquier modificación de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles que puedan ser de aplicación a la relación contractual establecida.

- Enviar a sus clientes, dentro del subsiguiente día hábil a la realización de una transacción, un documento en el que se expresará, según proceda:

- Importe de la operación contractual.

- El tipo de interés.

- Las comisiones o gastos aplicados, precisando el concepto de devengo, base y período.

- Los impuestos retenidos.

En la sección financiera, se debe presentar proyecciones de ingresos y gastos para un periodo mínimo de dos años, detallando qué componen los ingresos. En el tema de gastos, rubros como salarios y gastos admi-

nistrativos pueden tomar cierta relevancia por el tipo de actividad. Como buena práctica se pueden presentar proyecciones sustentadas en diferentes variables o situaciones.

¿Qué espera el Supervisor del Mercado de Valores en un plan de negocios? Cuando la Superintendencia del Mercado de Valores recibe un plan de negocios para aprobación espera recibir un documento a través del cual puede entender:

- ¿Cómo la entidad va a generar sus ingresos?
- ¿Cómo será su operación?
- ¿Cuáles son los riesgos inherentes al modelo de negocio seleccionado?
- ¿Cuáles serán los mitigadores del riesgo y los controles a aplicar?
- Si financieramente, el modelo es viable.

En el caso que durante la operación de la entidad financiera, surja la necesidad de modificar alguno de los aspectos del plan de negocios, se debe presentar el documento para que sea revisado por la Superintendencia del Mercado de Valores para su aprobación. La Superintendencia podrá negar la modificación del Plan de Negocios si la organización administrativa y contable, el recurso humano, los procedimientos de control interno o las normas de conducta no son adecuados a los servicios y actividades contenidos en el documento.

Bibliografía

Kushell, Jennifer. Sólo para Emprendedores. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia. 2001.

Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

Acuerdos 1-2015, 2-2015, 5-2003, 14-2000, 2-2013 y sus modificaciones.

DE LAS CUENTAS DE CUSTODIAS EN LAS CASAS DE VALORES

Gustavo Gordon Guerrero

Cuando un inversionista abre una cuenta de inversión, lo más importante para él es cuánto dinero va a ganar. Nadie piensa en perder independientemente del apetito de riesgo que tenga, lo cual es natural. No obstante, una de las cosas que deben preocupar en cómo *perder* dinero no solo es en las decisiones de inversión que tome ya sea por investigación propia o por recomendación de corredor de valores, sino por el tipo de administración de dinero que tenga la casa de valores.

Las casas de valores,al recibir dinero de clientes o adquirir o vender títulos para clientes, tienen dos maneras de administrarlos: cuentas *ómnibus* o cuentas separadas para cada cliente. Dependiendo de qué tipo de entidad sea y de quién sea su corresponsal fuera, usará una u otra manera de fondeo. Dentro de la corta experiencia que tuvimos visitando casas de valores locales, la manera más saludable de administración de dinero e inversiones de clientes es con cuentas separadas. Empezaremos explicando la parte del dinero y luego la de inversiones. En este sentido, la casa de valores tiene uno de dos escenarios: la primera es recibir el dinero del cliente en una cuenta del custodio directamente que el regulado facilita, la cual queda dentro de la plataforma del custodio que utilice, está claramente dividido lo que cada cliente tiene en su cuenta dentro del corresponsal. La otra es recibir el dinero en una cuenta de transición (casi como una ómnibus porque se recibe el dinero de todos los clientes en ésta cuenta, pero nunca se queda el dinero por largos periodos de tiempo, siempre es transición para envío o recibo de dinero) y desde allí enviar al corresponsal que esté utilizando.

Las cuentas ómnibus son cuentas bancarias donde la casa de valores normalmente mantiene el dinero de los clientes si no tiene el dinero directamente en la cuenta de la casa de valores con los corresponsales. Éstas fungen como cuenta operativa que se usa a requerimiento de clientes, dependiendo de dónde o qué desee hacer la casa de valores, coloca órdenes en un corresponsal extranjero para la adquisición de papeles. La diferencia principal es que el dinero de clientes se mantiene en esta cuenta – llamémosle operativa – en lugar de estar dividida a nombre de cada cliente en el corresponsal directamente. Este tipo de cuentas representan un mayor riesgo porque regulado no mantiene una cuenta sólida de inversión.

En el caso de cuentas ómnibus de inversiones, las casas de valores locales suelen abrir cuentas con otras casas de valores locales o extranjeras a fin de evitar temas de licencia y fees; prefieren que se les cobre la tarifa de clientes que la tarifa de corresponsales extranjeros y evitar el proceso de apertura de cuentas con corresponsales extranjeros que puede demorar de semanas a meses. De esta manera tienen acceso a varios corresponsales sin tener que abrir las cuentas directamente. En el evento que decidan abrir cuenta con otra casa de valores extranjera o corresponsal extranjero como cliente, se tiene la cuenta mas no la división de cada cliente, la cual corre por la casa de valores que abre la cuenta y coloca las inversiones de clientes.

La razón principal para administrar operativamente una casa de valores mediante una cuenta ómnibus la disposición de la casa de valores para enviar dinero o inversiones a cualquier corresponsal, o al cliente; de ser necesario, de cambiar la denominación de la moneda de ser necesario para hacer alguna transacción que el cliente desee.

La desventaja de las cuentas ómnibus es que, si la casa de valores no es ordenada en su administración y no lleva la cuenta de cada cliente como es debido, puede generar un problema contable y de faltante de dinero, lo que conlleva riesgos de liquidez, uso indebido de recurso de clientes y potenciales incumplimientos por parte del regulado cuando descubran el faltante de dinero de clientes; esto ha sido una constante en todos los casos de errores y faltantes de dinero en cuentas ómnibus. En pocas palabras, un riesgo operacional y custodia. Hay riesgos en temas de cumplimiento si el cliente no cumple con su perfil o no tiene explicación para procedencia de fondos o cambia de cuentas de la cual recibe o envía dinero a la ómnibus. La casa de valores, al tener que manejar administrativamente este tipo de cuentas, exige más tiempo y contables a tiempo completo en su equipo organizacional, lo cual además conlleva potenciales errores humanos de registro y cuestiones de orden cuanto a lo que tiene cada cliente en la cuenta ómnibus, a diferencia de los corresponsales donde el dinero de cada cliente se mantiene está dividida.

Por razones como las expuestas es que el artículo 21 del Acuerdo 2-2011 ordena que las casas de valores informen a los clientes sobre los riesgos y consecuencias legales y operacionales que conlleva la manera en que éstas manejan el dinero de clientes.Es necesario que cada inversionista se informe al respecto y entienda cuáles son los riesgos de confiar sus dineros a una entidad que mezcla el dinero de todos sus clientes y que cada cuenta estará dividida y llevada a buen recaudo.

En Panamá hemos tenido casos en los que casas de valores con cuentas ómnibus no han cumplido con las regulaciones existentes lo cual ha conllevado sanciones y serias consecuencias para las casas de valores y personas encargadas de su administración. Por lo anteriormente expuesto, vale la pena preguntarse, ¿tienen las cuentas ómnibus futuro dentro del mercado de valores panameño?

Consideramos que sí,a pesar de los problemas descritos anteriormente, por diferentes motivos. En primer lugar, el obtener las licencias a corresponsales extranjeros es un proceso bastante engorroso y costoso. Adicionalmente, el mercado panameño es chico y con un número finito de inversionistas, por lo que es más fácil manejar cuentas ómnibus cuando los regulados tienen un número manejable de clientes.

Se puede hacer el argumento de que regulaciones como la Ley 23 de 2015, Acuerdo 6-2015 y todas las normativas relativas a DueDilligence y cumplimiento hacen pensar que este tipo de cuentas pronto podrían ser cosa del pasado, pero mientras el número de inversionistas no sea mayoritariamente extranjero y en pequeños números, las cuentas ómnibus se mantendrán vigente en el mercado local. En casos como este, lo mejor es pedir información a la casa de valores que se le suministre información sobre la o las cuentas ómnibus que puede tener para manejo, operación y custodia de inversiones y efectivo de clientes. Las casas de valores están obligadas a dar cuenta a los clientes mediante la entrega de estados financieros, en virtud del artículo 19 del Acuerdo 5 -2003, lo cual no incluye específicamente sobre esta cuenta, pero si se solicita explicación, difícilmente será negada por un regulado.

ALCANCE DE LA POTESTAD SANCIONADORA A CARGO DE LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

Alexander A. Atencio Cano (abogado)
Asesor legal de la Dirección Jurídica,
Superintendencia del Mercado de Valores

Sumario: *I. Planteamiento. II.Reflexiones en torno al derecho objetivo, derecho subjetivo, interés legítimo e interés simple. III. Pilares que conforman los objetivos de la Superintendencia. IV. Importancia de la potestad sancionadora.V. ¿En quiénes puede recaer la potestad sancionadora?.VI. El procedimiento sancionador y ¿quiénes son parte de este?. VII. Consideraciones legales previas en torno a la figura del denunciante. A. La denuncia como un deber y otras cortapisas reconocidas en la doctrina a la participación del denunciante. B.Debate sobre el acceso al expediente contentivo del procedimiento sancionador. VIII. Consideraciones finales.IX. Bibliografía.*

I. Planteamiento.

Más que cualquier otra rama del derecho, al entrar en la esfera administrativa, debemos afrontar la *(i)* «interminable especialidad normativa» que nuestro legislador ha contemplado,a lo que corresponde sumar la potestad reglamentaria que forma parte de las funciones del Órgano Ejecutivo, en la expedición de los denominados «reglamentos de ejecución», así como aquella que no es exclusiva de dicho Órgano del Estado, cuando estamos ante los «reglamentos autónomos», los cuales, en palabras de la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá,*"constituyen actos normativos, primero, de la Administración, y luego de alguno de sus entidades autónomas"*[1]

Esta condición, de la mano con la *(ii)* «superposición de regulaciones» sobre una misma materia (término que la doctrina ha utilizado de forma recurrente) y, paradójicamente, la*(iii)* «aplicación supletoria o por analogía de normas» ante vacíos o lagunas legales, genera, sin lugar a dudas, gran dificultad al momento de determinar la disposición aplicable para un asunto en particular e interpretaciones contradictorias sobre el alcance un mismo precepto o institución jurídica, tal como veremos en los apartados del presente artículo.

[1] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 24 de mayo de 2002: advertencia de inconstitucionalidad promovida por la firma Galindo, Arias y López, en representación de Ricardo Alberto Arias, contra: el párrafo final del inciso primero del artículo 91 y el inciso primero del artículo 93 del Decreto Ley 1 de 1999, al igual que el Acuerdo No.16 de 2000 y el Acuerdo No.5 de 2000, subrogado por el Acuerdo 16 de 2000, expedidos por la Comisión Nacional de Valores.

Con justa razón, Roberto Dromi, destacado abogado especialista en derecho administrativo y egresado de la Universidad de Mendoza, Argentina, ha manifestado que: *"Las reglamentaciones casuísticas, aisladas, especiales, generan una normativa compleja, muchas veces ignorada, atentatoria contra la flexibilidad y rapidez que ha de tener la actuación administrativa".*[2]

De la problemática que hemos perfilado no escapa el tema que desarrollaremos. Con el presente artículo, queremos poner en escena el alcance de la potestad sancionadora a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores, pero ir más allá, abarcando diversos temas que consideramos imprescindibles, para lo cual haremos recorrido en cuatro (4) planos, a saber: *(i)*«jurídicosustantivo», a nivel de derechos –prerrogativas– y deberes; *(ii)* «jurídico adjetivo», a nivel del mecanismos de ejecución, de reconocimiento y/o de aplicación de estos, visto en la práctica; y *(iii)* de «tutela jurídica», enfocado en la búsqueda interés protegido por el ordenamiento jurídico.

No cabe duda que el plano*(iv)* «axiológico-técnicojurídico»,visto en los principios fundamentales de derecho, aquellas pautas esenciales dogmáticas y pétreas que imperan en el mundo jurídico, que definen la esencia y justifican la existencia de alguna institución jurídica o precepto, de una u otra forma, llegará a incidir en nuestro análisis.

II. Reflexiones en torno al derecho objetivo, derecho subjetivo, interés legítimo e interés simple.

De entrada, vayamos a la raíz, hagamos un repaso del vocablo «derecho», del cual no desconocemos el carácter polisémico que exhibe, pero más que en el ámbito del idioma, enfoquémonos en el aspecto jurídico.

Así, en la doctrina es bifurcado el «derecho» desde dos (2) grandes vertientes, por un lado *(i)* el «derecho objetivo» o, como ciertos autores han preferido denominarlo Derecho (en mayúscula), entendido, por simple, como el sistema de normas jurídicas que imponen deberes; y, por el otro, *(ii)* el «derecho subjetivo» o derecho (en minúscula), entendido, básicamente, como aquellos derechos que nacen de esas mismas normas jurídicas y que son susceptibles de exigir su cumplimiento.

[2] DROMI, Roberto: "El Procedimiento Administrativo"; Editorial Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1999.

Hay que tener en cuenta que diversas son las definiciones doctrinarias y teorías para cada una de estas vertientes, aunque es necesario decantarnos por alguna de estas, razón por la cual empezamos con el «derecho objetivo», visto como aquel conjunto de mandatos o normas jurídicas que, en un sistema jurídico estructurado por un régimen político, disciplinan el comportamiento de los miembros de la sociedad, a través de la imposición deberes y bajo apercibimiento de sanciones, teniendo como finalidad asegurar la validez y efectividad del Derecho existente y como interés primordial el bien común («interés general» o «interés público»).

El «derecho subjetivo», por su lado, comprende, en un concepto amplio, aquella facultad o potestad jurídica de exigencia que emana de una norma jurídica del derecho objetivo. Nace del derecho objetivo, debido a que este último reconoce la tutela de un «interés» y puede otorgar a un individuo el poder de exigir su reconocimiento o cumplimiento. Se dice, entonces, que el derecho subjetivo es un «interés» jurídicamente protegido.

Ahora bien, radica en ese «interés» jurídicamente protegido por el derecho objetivo, en su connotación, el que exista una tripartición de la categoría macro «derechos» que, a la postre, faculten o no a un individuoa exigir su reconocimiento o cumplimiento. Nos referimos a: *(a)* el «derecho subjetivo» propiamente, *(b)* el «interés legítimo» y *(c)* el «interés simple».

Así pues, para Roberto Dromi *"Los derechos, según la intensidad de la protección y la particularidad que se les confiera, se clasifican tradicionalmente con un enfoque jurídico plural y formal en derecho subjetivo, interés legítimo e interés simple"*; añadiendo que: *"La legislación suele señalar una gradación procesal de las situaciones subjetivas. Por la intensidad tutelar se ubica, en primer lugar, el derecho subjetivo, seguido por el interés legítimo y, finalmente, el interés simple.*[3]

Veamos cada una de estas categorías en la esfera administrativa.

(a) El «**derecho subjetivo**» propiamente: en la Ley 38 de 2000, que regula el procedimiento administrativo general en Panamá, encontramos que el artículo 201 (numeral 33) lo define como aquel *"...que corresponde a título personal o individual, a una persona natural o jurídica".*

[3] DROMI, José Roberto: "Derecho Administrativo"; Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1998.

Con todo respeto, esta definición tan simple y tímida que complica la propia existencia de esta Ley de procedimiento administrativo general, no solo por las interpretaciones contradictorias que, a partir de ella, han surgido en la aplicación de este y otros cuerpos normativos que subyacen y/o dependen supletoriamente del primero, dentro de la relación Administración-administrado y viceversa, sino también porque, existiendo de tal forma en esta norma jurídica, dificulta darle paso al amplio y desarrollado criterio que la doctrina ha dado sobre el mismo.

Es así que tomamos las palabras atinadas de Roberto Dromi, quien manifiesta que el «derecho subjetivo» *"Implica la predeterminación normativa de la conducta administrativa debida a un individuo en situación de exclusividad. Se trata de una actividad humana, imperativamente protegida. Genera interés propio, excluyente de titularidad diferenciada que habilita a exigir una prestación también diferenciada. Es la figura subjetiva activa por excelencia, modelo histórico de ellas, que se edifica sobre el reconocimiento de un poder en favor a un sujeto concreto respecto de otro, imponiéndole a éste obligaciones o deberes en su interés propio, que puede pedir hasta con tutela judicial".*[4]

Se tutela, entonces, un «interés propio o particularizado» por una norma jurídica del derecho objetivo, quien *(i)* se anticipa y regula una «situación concreta» *(ii)* en beneficio de un «individuo determinado», quien, *(iii)* ante su incumplimiento o violación; *(iv)* queda «facultado para invocar», de forma exclusiva, *(v)* una «consecuencia jurídica determinada».

Ensayemos un poco en la esfera que estamos tratando –administrativa–. Cuando un consumidor compra un equipo eléctrico nuevo y este no funciona adecuadamente o no se puede usar con normalidad, digamos que por algún defecto del producto, pero se da el caso que el proveedor, cualesquiera que sean sus razones, se niega a reparar y, mucho menos, reemplazar el bien, pese a que la reclamación ha sido presentada dentro del término de la garantía, estamos, entonces, ante una «situación concreta», que ha tenido lugar de la relación jurídica previamente entablada entre consumidor y proveedor, donde la Ley 45 de 2007 (derecho objetivo) reconoce la tutela del "interés superior del consumidor" («interés propio o particularizado»), materializado a través de una serie de derechos subjetivos contenidos en dicho cuerpo normativo a favor del consumidor («individuo determinado»), quien, por consiguiente, tiene la facultad de hacer valer su interés propio («facultado para invocar»), que considera afectado (en este caso: la garantía del funcionamiento adecuado o

[4] DROMI, Roberto: "El Procedimiento…", *op. cit.*
[5] DROMI, José Roberto: "Derecho…", *op. cit.*

normal del producto comprado por parte del proveedor), reclamando su reconocimiento ante la propia Administración (activando la vía del procedimiento administrativo especial contemplado por la citada Ley ante la Autoridad de Protección al Consumidor y Defensa de la Competencia) o ante la Jurisdicción (esto esto es: los Tribunales de Justicia competentes), dependiendo de la cuantía, lo que traerá consigo una «consecuencia jurídica determinada», que, en este supuesto, podrá ser una condena contra el proveedor, que lo obligue a devolver la suma pagada por el consumidor a cambio del equipo eléctrico.

Vemos, por lo tanto, que el derecho subjetivo de un sujeto vendrá a ser el reflejo material del deber jurídico de otro, como bien manifiesta Roberto Dromi, es *"omnicomprensivo de los poderes sustantivos y remedios adjetivos de que dispone el ciudadano".*[5]

Para los ilustres abogados y académicos del derecho civil chileno, Arturo Alessandri Rodríguez, Manuel Somarriva Undurraga y Antonio Vodanovic Haklicka, cuando se habla de derecho subjetivo *"se relaciona con el titular del mismo, la persona que tiene el poder de obrar, llamada sujeto del derecho. En cambio, el derecho objetivo es exterior a todo sujeto, no se refiere a ninguno determinado ni a sus relaciones, sino que al concepto del derecho desde el punto de vista del observador externo, vale decir, objetivo*".[6]

Continúan agregando que *"La distinción entre derecho objetivo y subjetivo no se opone a que ambos sean aspectos diversos de una misma esencia. Para convencerse basta pensar, por ejemplo, que el poder y las facultades que implica el derecho subjetivo de propiedad (uso, goce y disposición de una cosa) se los reconoce y garantiza el derecho objetivo que, por otra parte, impone a todos el deber de respetar el poder y las facultades del propietario. En general se dice que los derechos subjetivos se fundan en el derecho objetivo".*[7]

Ahora bien, la clasificación de derechos subjetivos es muy extensa y no tenemos la intención agotarla en el presente análisis, pero si consideramos importante destacar aquella que deriva de la calidad del sujeto obligado de la relación y del ordenamiento jurídico del que proviene.

---

[6] RODRÍGUEZ ALESSANDRI, Arturo; SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel; VODANOVIC HAKLICKA, Antonio: "Tratado de Derecho Civil – Partes Preliminar y General", Editorial Jurídica de Chile, Santiago de Chile, Chile, 1999.

[7] Ibídem.

En ese orden, sostiene Gabino Fraga, abogado egresado de la Universidad Nacional Autónoma de México, que: *"Los derechos subjetivos pueden clasificarse en razón de la naturaleza del acto jurídico de donde derivan. Si ese acto jurídico es de derecho público y si uno de los sujetos de la relación es el Estado, se tendrá el derecho público subjetivo. Si el acto es de derecho privado, aunque el Estado sea sujeto de la relación, se tendrá el derecho privado subjetivo".*[8]

Dentro de la categoría de «derechos públicos», el referido letrado continúa indicando que de estos, por razón de su contenido, derivan los «derechos administrativos» que *"tienden a obtener una prestación específica del Estado"*, como ocurre con *"los que tienen por objeto la realización de actos jurídicos, como son el otorgamiento de permisos o autorizaciones para el aprovechamiento exclusivo de los bienes públicos o para la realización de ciertas actividades sujetas a aquel requisito".*[9]

Es así que las «licencias» que expide la Superintendencia, respecto de las actividades reservadas en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, forman parte de aquella categoría de actos administrativos que amplían la esfera jurídica de los particulares y en ellas circulan derechos subjetivos públicos.

En ese sentido, retomamos las palabras de Gabino Fraga, quien manifiesta que *"La autorización, licencia o permiso, es un acto administrativo por el cual se levanta o remueve un obstáculo o impedimento que la norma legal ha establecido para el ejercicio de un derecho de un particular. En la generalidad de los casos en que la legislación positiva ha adoptado el régimen de autorizaciones, licencias o permisos, hay un derecho preexistente del particular, pero su ejercicio se encuentra restringido porque puede afectar la tranquilidad, la seguridad o la salubridad públicas o la economía del país, y sólo hasta que se satisfacen determinados requisitos que dejan a salvo tales intereses es cuando la Administración permite el ejercicio de aquel derecho previo."*[10]

(b) El «**interés legítimo**»:como hemos trazado, cuando el interés de un individuo es directamente protegido por el ordenamiento jurídico y este le da la facultad para que sea respetado estamos, *per se*, ante un derecho subjetivo, aquel que está enfocado en proteger un interés particular en su más clara e

[8] FRAGA, Gabino: "Derecho Administrativo"; 40ª Edición (revisada y actualizada por Manuel Fraga), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2000.
[9] Ibídem.
[10] Ibídem.

intensa expresión. Podemos decir, resumidas cuentas, que el derecho subjetivo es un «interés directamente protegido».

Ahora bien, ha sido a través de la doctrina y en legislaciones como la nuestra que se reconoce la protección de intereses individuales o propios pese a que no supongan o estén concebidos derechos subjetivos, cuando dichos intereses están fuertemente vinculados a un interés público.

He aquí el «interés legítimo», aquel que, en palabras atinadas de Alessandri, Somarriva y Vodanovic, es definido como: *"un interés individual estrechamente vinculado a un interés general o público y protegido por el ordenamiento sólo mediante la tutela jurídica de este último interés"*.[11] Se dice, entonces, que el interés legítimo es un «interés indirectamente protegido».

Obsérvese que la Ley 38 de 2000, en su artículo 201 (numeral 60), asimila este concepto, al definir el interés legítimo como un *"interés individual directamente vinculado al interés público y protegido por el ordenamiento jurídico."*

Recordemos, estamos viendo la intensidad con que el derecho objetivo –administrativo– protege un «interés jurídico» y la particularidad que les confiere. Con el interés legítimo, en el orden expuesto, vemos cómo no todo interés jurídico supone un derecho subjetivo en situación de titularidad.

Por consiguiente, se tutela un «interés general» por una norma jurídica del derecho objetivo, quien *(i)* predetermina «conducta administrativa concreta», *(ii)* que no es debida a un individuo concreto de forma exclusiva, sino a un «conjunto determinado de individuos en concurrencia», pero que, *(iii)* ante un «interés personal y directo» en dicha conducta administrativa por parte del individuo, quien considera existe una afectación,*(iv)*este último queda «facultado para reclamar» *(v)* el «cumplimiento del ordenamiento jurídico» para resguardar el interés general.

Le corresponde al Estado, a través de sus Autoridades, velar por el interés público o general y satisfacerlo. En la medida en que en que un interés público se lesione o sea desatendido por la Administración, y que esto conlleve consecuencias sobre los intereses propios de un individuo, pese a que no sea titular de un derecho subjetivo, este puede exigir ante las Autoridades la observancia de las normas jurídicas cuya infracción puede perjudicarle y/o el

[11] RODRÍGUEZ ALESSANDRI, Arturo; SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel; VODANOVIC HAKLICKA, Antonio, *op. cit.*

cumplimiento del ordenamiento jurídico, porque así da cabida el derecho objetivo.

Recapitulemos, el «derecho subjetivo» supone un interés propio y exclusivo del titular, que conlleva una obligación correlativa de dar, hacer o no hacer exigible de otra persona, mientras que en el «interés legítimo» se da una situación jurídica activa que ostenta un individuo ante la concurrencia de su interés personal con el interés general que tutela el derecho objetivo, el cual faculta al interesado, con relación a la actuación de un administrado, de exigir el respeto del ordenamiento jurídico ante la Administración, esto es: persigue la tutela eventual e indirecta o mediata de su interés propio a través del restablecimiento del interés general.

Por lo tanto, según la doctrina, importa la existencia de un interés personal y directo afectado que, de prosperar la acción, «se traduzca en un beneficio jurídico en favor del accionante», no de un mero interés en que la ley se cumpla.

El ejemplo dado por los ilustres Alessandri, Somarriva y Vodanovic ayuda a entenderlo: *"Si yo tengo una casa con vista al mar y el dueño del terreno intermedio me priva de esa vista levantando una construcción, no puedo impedirlo, porque no tengo derecho alguno para ello. Pero si una ley, por razones estratégicas, prohíbe hacer construcción alguna en dicha heredad, puedo exigir a la autoridad o a la justicia que haga cumplir la ley prohibitiva, porque su violación, además de vulnerar el interés general, también daña el mío. Otro ejemplo: si se establece una industria peligrosa o insalubre en una calle, infringiendo una ley que lo prohíbe, los vecinos, aunque no tienen un derecho subjetivo correlativo para impedirlo, pueden reclamar la infracción legal, porque su interés particular o individual está vinculado estrechamente al general o público"* .[12]

(c) El «**interés simple**»: se dice que es el mero interés de todo ciudadano en que la Ley se cumpla. Sin lugar a dudas, su alcance genera mucho debate; no existe para el mismo una definición armónica, aunque trataremos de orientar nuestra posición en la vía que consideramos correcta para el presente análisis.

Para Roberto Dromi, *"Es el que no pertenece a la esfera de las necesidades o conveniencias particulares del titular, sino sólo a la de las necesidades y conveniencias públicas."*[13]

[12] Ibídem.
[13] DROMI, José Roberto: "Derecho…", *op. cit.*

Veamos: en este, el derecho objetivo tutela el «interés general» en su más amplia dimensión, por cuanto que, si bien *(i)* predetermina una «conducta administrativa» sujeta a límites jurídicos, *(ii)* esta no es debida a un individuo determinado de forma exclusiva (caso del derecho subjetivo), sino a una «concurrencia de individuos», pero, a diferencia del interés legítimo, el ordenamiento jurídico respectivo está encaminado hacia la «colectividad», *(iii)* debido a que regula de forma «abstracta y genérica», trascendiendoel interés personal y directo de un individuo y, por consiguiente, *(iv)* «sin otorgarle la facultad de exigir», aunque da cabida a la «presentación de denuncias» para la protección del interés general.

Para Agustín Gordillo, doctor en derecho de la Universidad de Buenos Aires, Argentina,*"También en el interés simple hay una concurrencia de individuos, sólo que en tal caso dicha "concurrencia" abarca a todos los habitantes"*.[14]

La importancia de esta categoría, así como del resto que hemos expuesto, la veremos en adelante, por lo tanto, avancemos y entremos en materia.

III. Pilares que conforman los objetivos de la Superintendencia.

Con arreglo en lo dispuesto en el artículo 3 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, la Superintendencia *"tendrá como objetivo general la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas".*

(i) «Propiciar» la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y *(ii)* «garantizar» la transparencia, dos (2) de los pilares que conforman los objetivos de la Superintendencia, los cuales van de la mano y deben derivar de una eficaz regulación, supervisión y fiscalización por parte de esta Autoridad Administrativa sobre las actividades que se desarrollen en o desde la República de Panamá.

Los mismos atienden aquel objetivo que reza acerca de*"Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes"* y, ¿por qué no?, en cuanto a*"La reducción del riesgo sistémico"*[15], planteados por la Organización

[14] GORDILLO, Agustín: "Tratado de Derecho Administrativo - Tomo 2 - La Defensa del Usuario y del Administrado"; 9ª Edición, Buenos Aires, F.D.A., Buenos Aires, Argentina, 2009.
[15] OICV – IOSCO: "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores"; septiembre de 1998. Visto en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf

Internacional de Comisiones de Valores, conocida como IOSCO por sus siglas en inglés, para la regulación de los mercados de valores.

El tercero objetivo propuesto por IOSCO, *"La protección de los inversores",*[16] podemos verlo incorporado en nuestra legislación con palabras casi idénticas.

La protección de los derechos de los inversionistas es trazado por nuestra norma jurídica como causa o motivo relevante (de especial interés) por parte de los dos (2) primeros objetivos que antes identificamos.

Para IOSCO, *"El medio más importante para garantizar la protección de los inversores es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones"*, donde añaden que *"La supervisión de los intermediarios del mercado deberá lograr la protección de los inversores fijando unas normas mínimas para los partícipes del mercado."* y *"Además, para que los inversores estén protegidos adecuadamente, la complejidad de las operaciones con valores y la sofisticación de las técnicas fraudulentas, requieren la enérgica aplicación de la regulación".* [17]

Tengamos presente lo subrayado y lo que destacamos el siguiente enunciado que da IOSCO sobre el tema: *"Los inversores deberán tener acceso a un mecanismo neutral (como los tribunales u otros mecanismos para resolver conflictos) ocontar con medios de resarcimiento y compensación por conductas indebidas".*[18]

IV. Importancia de la potestad sancionadora.

La «enérgica aplicación de la regulación»en vías a la especial protección de los intereses de los inversionistas, frente a la mala conducta de los intermediarios y demás actores del mercado de valores, en palabras de IOSCO, demanda que el Ente Supervisor esté dotado de *"amplios poderes de investigación y aplicación de las normas"*, dentro de los cuales precisan el *"poder para imponer sanciones administrativas y/u obtener sentencias de los tribunales de justicia"* .[19]

[16] Ibídem.
[17] Ibídem.
[18] Ibídem.
[19] Ibídem.

Es así que en la Superintendencia, específicamente a través del artículo 260 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, descansa la competencia para *"…imponer las sanciones establecidas en este Decreto Ley... a los sujetos regulados, registrados y a las terceras personas que resulten responsables de la violación de las normas de la Ley del Mercado de Valores".*

Esta competencia para imponer sanciones administrativas se proyecta como una potestad administrativa en régimen de «prerrogativa» o de imperio, a través de la cual la Superintendencia ejerce este poder que le ha sido conferido para hacer cumplir, en rigor, el ordenamiento jurídico.

La sanción, de índole administrativa, es parte de los medios coactivos con que cuenta la Superintendencia para la efectividad de los tres (3) objetivos ya vistos.

Para Jesús De la Fuente Rodríguez, doctor en derecho por la Universidad Nacional Autónoma de México,*"El interés social protegido al establecer sanciones en el sistema financiero por violación a alguno de sus ordenamientos, es que las entidades y los particulares acaten las normas de interés público que regulan a dicho sistema, sometiendo su actividad a ellas, en protección de los intereses de los usuarios, de la sociedad y de la estabilidaddel sistema".*[20]

Nuestra posición sigue esta línea, la reducción del riesgo sistémico de que nos habla IOSCO conlleva no solo contar con normas jurídicas que limiten o prohíban prácticas que incrementen los riesgos de insolvencia o falta de liquidez, sino, también, la intervención del Estado, a través del Ente Supervisor correspondiente, para hacer respetar la norma –administrativa– infringida, en protección del propio sistema financiero, el cual puede resultar afectado al existir un mercado de valores vulnerado y vulnerable.

Por lo tanto, en el ejercicio de la potestad sancionadora por parte de la Super-intendencia, no se trata, *per se*, de dirimir los intereses de un inversionista en particular, y con esto no debemos pensar que no existen los mecanismos para que los inversionistas / clientes resuelvan sus conflictos contra intermediarios y obtengan resarcimiento por conductas indebidas cometidas por estos,es decir: para que hagan valer sus derechos subjetivos; más bien,esta competencia sancionadora persigue un fin amplio y, por ello, se da la tutela de un interés general.

[20] DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús: "Tratado de Derecho Bancario y Bursátil: Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. - Tomo II"; 4ª Edición (actualizada), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2002.

En esa línea, el doctor Jesús De la Fuente Rodríguez, al hablar de *"Las leyes del sistema financiero"*, manifiesta que su existencia se da garantizando *"el interés público"*, por lo que, seguidamente, agrega que *"cuando los sujetos de aplicación de las leyes, no respetan las normas de carácter general impersonal y abstracto, entonces el Estado a través de la autoridad sancionadora, que generalmente coincide con la autoridad supervisora, CNBV, CNSF, CONSAR, interviene para hacer respetar la norma violada mediante la potestad sancionadora de la administración pública"*.[21]

Al hablar de normas de carácter «impersonal y abstracto» en este tema sancionador, nos hace eco de la forma en que se regula un interés simple, aquel cuyo ordenamiento jurídico no faculta a un individuo para reclamar ante la Autoridad sancionadora la tutela, directa o indirecta, de sus intereses personales que considera afectados, aunque permite la presentación de denuncias para el resguardo del interés general protegido.

Desde luego, insistimos, existe en la legislación nacional «mecanismos neutrales» para que los inversionistas / clientes hagan valer la tutela de sus propios intereses, precisamente ante los Tribunales de Justicia competentes, conforme propone lOSCO y hemos expuesto en párrafos previos; empero, es importante tengamos presente que la protección de los intereses de los inversionistas por parte de la Superintendencia, a través de la aplicación de sanciones, se expresa de forma «persuasiva» y «preventiva», esto es: *(i)* persiguiendo evitar que el infractor incurra de nuevo en prácticas indebidas y *(ii)* dando el ejemplo de este último para que sea reflejo del resto de actores del mercado de valores sobre las consecuencias de no conducir sus actividades dentro de los límites y prohibiciones que establece la Ley del Mercado de Valores.

Antes de continuar, cerraremos este apartado con la siguiente opinión del doctor Jesús De la Fuente Rodríguez en torno a la naturaleza administrativa de las sanciones que dimanan de la potestad sancionadora:

> *"Se trata de infracciones a las disposiciones contenidas o emanadas de los ordenamientos legales que, además de referirse a la materia financiera, tienen el carácter de disposiciones administrativas, por cuanto que no tienen por objeto principal regular las relaciones entre particulares ni sus derechos y obligaciones, sino que su fin es regular la prestación de servicios financieros, lo que implica, desde el enfoque que aquí nos interesa, que es el sancionador, que dichos ordenamientos regulan las obligaciones, frente a la*

[21] Ibídem.

> *administración pública, de los que hemos denominado en sentido amplio, los intermediarios financieros, esto es, los sujetos que prestan o de alguna forma intervienen en la prestación de los servicios financieros".* [22]

V. ¿En quiénes puede recaer la potestad sancionadora?

Como hemos visto del artículo 260 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, la potestad sancionadora a cargo de la Superintendencia puede recaer sobre personas, naturales o jurídicas, que cuenten con alguna autorización proferida por esta Autoridad Administrativa (*v. gr.* licencia), así como en terceros, es decir: aquellos que, sin contar con la respectiva licencia o registro, estén llevando a cabo actividades reservadas por la Ley del Mercado de Valores, infringiendo así esta última.

Inmediatamente, es inevitable el picor, reticencia o sorpresa que a muchos genera el hecho que la Superintendencia tenga competencia para imponer sanciones sobre aquellos sujetos que no cuenten con alguna licencia o registro. Pensamos que estos son síntomas del desconocimiento del ordenamiento jurídico especial; sin embargo, en la mayoría de ocasiones, tales síntomas son provocados, teniendo pleno conocimiento de la normativa, para intentar evadir la responsabilidad administrativa. En la práctica, resulta inevitable afrontar un ambiente tenso al momento de realizar una inspección u otra diligencia tendiente a obtener documentación e información de estas personas.

Lo cierto es la legislación nacional va en sintonía con el razonamiento de IOSCO, quien, dentro de los amplios poderes de aplicación de la Ley, hace referencia a la necesidad de *"evitar que operen en el mercado las personas que no cuenten con la debida autorización."*, sosteniendo con implícita entereza que*"Estas personas deben ser perseguidas"*.[23]

En España, a estos sujetos que ofrecen servicios de inversión sin estar autorizados se les denomina, de manera coloquial, "chiringuitos financieros", de quienes dejamos al pie de esta referencia una guía informativa interesante[24] ,

[22] Ibídem.
[23] OICV – IOSCO: "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores"; septiembre de 1998. Visto en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf
[24] Guía informativa: "Los chiringuitos financieros", de la Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, España, marzo de 2012: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/chiringuitos.pdf

de la Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en dicho país.

Muchas de estas entidades no autorizadas para operar en el mercado de valores las vemos registradas en los listados de alertas o advertencias emitidos por Entes Supervisores de distintos países, como puede verificarse al pie de esta referencia para el caso de: España[25], Estados Unidos de América[26] y Panamá;[27] incluso, verifíquese el portal en línea utilizado por IOSCO.[28]

VI. El procedimiento sancionador y ¿quiénes son parte de este?

Roberto Dromi sostiene que: *"El procedimiento es en rigor respecto de la voluntad administrativa, lo que el acueducto al agua, el conducto por el que transita –en nuestro caso– en términos de Derecho, la actuación administrativa".* [29]

No cabe duda que para hacer efectiva la potestad sancionadora a cargo de la Superintendencia, el procedimiento sancionador vendrá a ser su vehículo, aquel que garantiza el debido proceso / derecho de defensa de quienes sean sujetos a una investigación por posibles infracciones a la Ley del Mercado de Valores. Así lo contempla el artículo 263 (numeral 4) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, cuando enuncia la «garantía de procedimiento», en el sentido que *"El ejercicio de potestad sancionadora de la Superintendencia requerirá la aplicación del procedimiento establecido en la Ley del Mercado de Valores. En ningún caso se podrá imponer una sanción sin que se haya tramitado el necesario procedimiento".*

Este procedimiento sancionador es conducido por la Superintendencia y se nos presenta como una unidad de estructura, comprensiva de una serie de etapas, graduales y coordinadas, delimitadas en el artículo 262 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, las cuales, a su vez, se alimentan de una diversidad actuaciones administrativas, que involucran la participación activa de quienes estén siendo investigados o resulten vinculados; de esta forma, al final del camino, persigue la preparación de la voluntad administrativa, en este caso: desplegar los efectos de la potestad sancionadora sobre quienes hayan infringido el ordenamiento jurídico compilado en la Ley del Mercado de Valores.

[25] https://www.cnmv.es/portal/advertenciaslistado.aspx?tipoAdv=1
[26] https://www.sec.gov/investor/alerts?TheDivision=Trading%20and%20Markets
[27] http://www.supervalores.gob.pa/informacion-del-mercado/alerta-al-inversionista
[28] http://www.iosco.org/investor_protection/?subsection=investor_alerts_portal
[29] DROMI, Roberto: "El Procedimiento…", *op. cit.*

Con el procedimiento sancionador, el Ente Supervisor cumple con su actividad administrativa de policía del mercado de valores, de allí que, como apuntamos, la relación jurídica dentro de dicho procedimiento se da, por un lado, entre la Administración (representada por la Superintendencia) y el investigado o vinculado, por el otro. Este binomio, visto de forma excluyente de otros participantes, no es aceptado para algunos en la doctrina, por lo que daremos nuestra posición más adelante, aunque específicamente sobre el «denunciante».

La denominación «investigado» es utilizada por nuestro ordenamiento jurídico especial para identificar a la persona sobre quien pesa la investigación ordenada por la Superintendencia, a través de acto administrativo (resolución), mientras que «vinculado» responde a aquél en quien se formulan cargos como resultado de la investigación adelantada, mediante un informe denominado "vista de cargos".

La ausencia de un Reglamento especial sobre el procedimiento sancionador en nuestra materia, pese a que el artículo 260 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 expresamente deja en el Órgano Ejecutivo la tarea de dar paso a su existencia –reglamentos de ejecución–, nos ha obligado, a lo largo del presente análisis, a remitirnos, supletoriamente, a la Ley 38 de 2000, donde su artículo 201 (numeral 72) define como «parte» a aquella *"Persona que reclama o defiende un derecho subjetivo en un proceso administrativo"*, mientras que el artículo 66 añade que: *"Para ser parte en un proceso administrativo y para actuar como peticionario o coadyuvante, o para oponerse a la pretensión del primero, se requiere tener afectado o comprometido un derecho subjetivo o un interés legítimo"* . A partir de estas normas jurídicas,claro está que el investigado o vinculado entra en la categoría de «parte» en el procedimiento sancionador llevado por la Superintendencia, por tener derechos subjetivos comprometidos, susceptibles de verse afectados, ante las decisiones –administrativas– que lleguen a adoptarse.

El Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, en sus artículos 272, 273 y 274, contempla un abanico de sanciones administrativas, tales como: multas, suspensión o limitación de operaciones o actividades, revocación o cancelación de licencias o registros, amonestación pública o privada,las cuales, de acreditarse la infracción a la Ley del Mercado de Valores en el procedimiento sancionador y según sea el caso, recaerán tanto sobre quienes cuentan con licencia o registro ante la Superintendencia, como en los "chiringuitos financieros" que hemos tratado. Estas sanciones tendrán su origen en la voluntad administrativa exteriorizada por la Superintendencia, a través de un acto administrativo que, sin lugar a dudas, llegará a afectar intereses personales

y directos de quienes sean parte en el procedimiento, reconocidos por el ordenamiento jurídico, en búsqueda del restablecimiento del interés público o general.

Un ejemplo claro de lo que hablamos, es el caso de una persona jurídica con licencia de casa de valores, quien debate su inocencia dentro del procedimiento sancionador ordenado por la Superintendencia y que, por la gravedad de las faltas investigadas, puede resultar sancionada con la revocación de la licencia, lo que traerá consigo que no pueda continuar prestando servicios propios de las actividades de casa de valores en o desde la República de Panamá, esto es: la afectación de un derecho subjetivo público que vio paso con motivo de una autorización administrativa –licencia– proferida por la Superintendencia para ejercer una actividad reservada por el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

Por ello, se dice que las sanciones entran en la categoría de actos administrativos que restringen la esfera jurídica de los particulares. En este sentido, Roberto Dromi señala que *"la sanción administrativa es la consecuencia dañosa que impone la Administración Pública a los infractores del orden jurídico administrativo"*.[30]

Podemos continuar analizando los efectos del procedimiento sancionador en el investigado o vinculado, quienes son fácilmente identificables como parte dentro del mismo y, por tanto, pueden actuar, tener acceso al expediente y ejercer en este los mecanismos legales en defensa de sus intereses, en los términos que establece el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y, supletoriamente, la Ley 38 de 2000.

Como adelantáramos, queremos enfocar nuestro análisis en la figura del «denunciante» y su estatus ante la afectación de derechos subjetivos o intereses legítimos por razón de los efectos de la potestad sancionadora a cargo de la Superintendencia, es decir, en cuanto a la posibilidad que este sea parte en el procedimiento sancionador y pueda actuar como tal.

[30] DROMI, José Roberto: "Derecho…", *op. cit.*

VII. Consideraciones legales previas en torno a la figura del denunciante.

Es conocido en la doctrina el choque de posiciones e interpretaciones que surgen al tratar de identificar el estatus del «denunciante» dentro del procedimiento sancionador, sobre todo frente a la existencia de distintas normas jurídicas especiales que rigen las actuaciones en este último para diversas actividades, en contraste con las disposiciones generales que gobiernan el procedimiento administrativo y que, supletoriamente, complementan las primeras, a lo que debemos sumar el «régimen de confidencialidad» que se le ha dado a actuaciones administrativas en ciertas materias versus el «régimen de transparencia» en la gestión pública contemplado, especialmente, en la Ley 6 de 2002.

En el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 no encontramos norma alguna que trate sobre el «denunciante» en el procedimiento sancionador, mientras que en la Ley 38 de 2000, que sí alude en ciertas disposiciones al mismo, vemos que define la «denuncia» como aquel *"Acto por el cual se da conocimiento a la autoridad, por escrito o verbalmente, de un hecho contrario a las leyes, con objeto de que ésta proceda a su averiguación y castigo. La denuncia administrativa no requiere de formalidad, y en cuanto se haga verbalmente debe levantarse un acta que han de firmar o suscribir el denunciante, así como la autoridad que recaba la denuncia y el Secretario o la Secretaria del Despacho o quien haga sus veces".*

Recordemos que, en el «interés simple», aquél que tiene todo individuo en que la Ley se cumpla y que sólo pertenece a las necesidades y conveniencias públicas, la denuncia es el medio que se plantea el resguardo del interés general protegido.

Sostiene Roberto Dromi que: *"Quien tiene un interés simple sólo tiene protección administrativa por vía de denuncias y no puede pretender revocación administrativa ni anulación judicial, como tampoco resarcimiento indemnizatorio."* y agrega que: *"La autoridad administrativa no tiene, en principio, obligación de tramitarla y resolverla".*[31]

En esa línea, Agustín Gordillo expresa que: *"La denuncia es una simple presentación de un sujeto de derecho, llamando la atención de la autoridad administrativa acerca de un hecho o acto irregular. La administración no tiene la obligación de tramitarla ni de resolverla pero no cualquier funcionario o*

[31] DROMI, Roberto: "El Procedimiento…", *op. cit.*

empleado puede proceder a su archivo o rechazo, sino que debe encauzarla hacia la autoridad competente para que sea ésta la que decida la consideración o no de la misma". [32]

En el procedimiento sancionador en manos de la Superintendencia, de acuerdo a lo establecido en el artículo 262 (numeral 2) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, se inicia la investigación *"de oficio o a petición de parte, mediante resolución motivada del superintendente".*

Esta norma jurídica, para bien y mal, reproduce la intención plasmada por el legislador en el artículo 64 de la Ley 38 de 2000, la cual reza que *"La iniciación de los procesos administrativos puede originarse de oficio o a instancia de parte interesada".*

Apuntamos que para bien y mal, debido a las interpretaciones que pueden surgir a partir de la línea *"a petición de parte"* en el procedimiento sancionador de la Superintendencia, lo cual procuraremos esclarecer seguidamente.

En la doctrina se reconoce que los procedimientos administrativos se rigen por el «principio de oficialidad» de la mano con la «verdad material», que versan acerca de la responsabilidad en cabeza de la Autoridad Administrativa de impulsar y dirigir dicho procedimiento,ajustándose a la búsqueda de los hechos (verdad material), no de las pruebas que lleguen a aportarse con la denuncia (verdad formal). Distinto de los procesos judiciales, donde predomina el «principio dispositivo»–o a instancia de parte–,en el que el impulso del proceso está en mano de las partes interesadas y puede extinguirse por mecanismos que la Ley reconoce a estos últimos (*v. gr.* desistimiento y transacción).

Sostienen diversos autores que la iniciación de oficio de los procedimientos sancionadores es predominante y que la denuncia no forma parte de este, sino que es un elemento anterior –*a priori*– al mismo. Felio José Bauzá Martorell, profesor de derecho administrativo en la Universidad de las Islas Baleares, manifiesta que *"la denuncia en el procedimiento sancionador se configura como una comunicación de alcance limitado: es una puesta en conocimiento del órgano administrativo, una notitiainfracionis o notitiacriminis, un simple acto instigador, o también denominado acto de excitación del procedimiento, sin que tenga capacidad de vincular al órgano competente para iniciar el procedimiento sancionador".* [33]

---

[32] GORDILLO, Agustín: "Tratado de Derecho Administrativo y obras selectas - Tomo 5 - Primeras obras"; 1ª Edición, Buenos Aires, F.D.A., Buenos Aires, Argentina, 2012.

[33] BAUZÁ MARTORELL, José Felio: "Habeas denuncia. Identidad del denunciante en el procedimiento sancionador", artículo publicado en la Revista General de Derecho Administrativo No. 40, octubre

Aun cuando el artículo 64 de la Ley 38 de 2000 habla sobre la iniciación *"a instancia de parte interesada"*, impera tener presente que este cuerpo normativo persigue servir de vehículo para todos los procesos administrativos que no cuenten con uno especial, de acuerdo al ordenamiento jurídico que regule un ámbito específico. En nuestra materia –actividades del mercado de valores– sí existe un cuerpo normativo especial, que contempla un procedimiento administrativo matizado con rasgos propios del interés tutelado a través de la potestad sancionadora, razón por la cual, la Ley 38 de 2000 vendrá a ser fuente supletoria para aquellas *"lagunas sobre aspectos básicos o trámites importantes contemplados en la presente Ley"*, tal como se desprende del artículo 37 de esta Ley.

Es así que, este artículo 64 de la Ley 38 de 2000 aclara que la iniciación de los procesos administrativos tiene lugar *"a instancia de parte cuando se accede a petición, consulta o queja de la persona o personas que sean titulares de un derecho subjetivo o de un interés legítimo".*

Como hemos perfilado, en el procedimiento sancionador de la Superintendencia no se dirimen los intereses de un inversionista en particular frente a un posible infractor de la Ley del Mercado de Valores, de allí que, por regla, no se entre a examinar un derecho subjetivo o un interés legítimo respecto del primero, ya que importa para la potestad sancionadora la protección del interés general tutelado –interés simple–, por lo que en el curso y resultado del procedimiento sancionador estará comprometido un derecho subjetivo de quien esté siendo investigado / vinculado, ante la eventual sanción que sobre el mismo recaiga.

Este pensamiento, en sintonía con el de Roberto Dromi y Agustín Gordillo (antes expuesto), nos lleva a creer que es inadecuada la inclusión de la línea *"a petición de parte"* en el artículo 262 (numeral 2) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999. Distinto de lo regulado en la Ley de procedimiento administrativo general, la naturaleza del procedimiento sancionador a cargo de la Super intendencia es que siempre inicie por decisión de esta –de oficio–, ejerciendo la –prerrogativa– que en ella descansa para la protección el interés general, siendo, entonces, la denuncia un medio idóneo para la tutela de este interés simple.

Precisamente, es dentro del «período de averiguaciones previas» –la primera de las etapas contempladas por el citado artículo 262 dentro del procedimiento

2015, disponible en el portal en línea de Iustel: http://www.iustel.com/v2/revistas/detalle_revista.asp?id_noticia=416587&d=1

sancionador–, en que la Superintendencia, ya sea que haya tenido conocimiento de posibles infracciones a la Ley del Mercado de Valores por vía de denuncia, adelanta las diligencias que estime necesarias para obtener información que le permita determinar la viabilidad de iniciar o no la investigación, lo cual confirma que la decisión siempre está en manos de esta Autoridad Administrativa, es decir: no se supedita a la denuncia ni a la petición que haga un particular en ese sentido.

Son positivas las palabras del Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, sobre este tema, donde han expresado que: *"la iniciación del procedimiento sancionador tiene lugar por el proveído de oficio, debidamente registrado, acordando la iniciación de las actuaciones, de manera que la denuncia no es acto de iniciación sino acto de excitación de la potestad administrativa de iniciación"*;[34] igualmente, han utilizado estas palabras *"Sabido es que la denuncia no pone en marcha el procedimiento sancionador, sino el acuerdo que esa denuncia trata de provocar",*[35] las cuales, entendemos, han mantenido recién (año 2016), al señalar que: *"el procedimiento no se inicia por las denuncias en cuestión, sino de oficio, como todos los procedimientos sancionadores"*.[36]

Aunque advertimos que la Ley del procedimiento administrativo común de las Administraciones Públicas de España contiene una redacción favorable para este tema, cuando el artículo 63 establece que: *"Los procedimientos de naturaleza sancionadora se iniciarán siempre de oficio por acuerdo del órgano competente y establecerán la debida separación entre la fase instructora y la sancionadora, que se encomendará a órganos distintos".*[37]

En este estado del análisis, entonces, importa plantear las siguientes interrogantes para ubicar –esclarecer– el estatus del denunciante en la potestad sancionadora de la Superintendencia: *(i)*¿acaso este procedimiento sancionador es el mecanismo idóneo para la obtención de una consecuencia jurídica

[34] Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 26 de febrero de 1990, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 15454/1990 - ECLI: ES:TS:1990:15454; Id Cendoj: 28079130011990104092

[35] Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 12 de diciembre de 1999, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 9129/1990 - ECLI: ES:TS:1990:9129; Id Cendoj: 28079130011990102799

[36] Tribunal Supremo con sede en Málaga, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 28 de marzo de 2016, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STSJ AND 408/2016 - ECLI: ES:TSJAND:2016:408; Id Cendoj: 29067330032016100001

[37] Véase Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a través del portal en línea de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, España: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-10565

determinada, ante un interés personal y directo –interés individual–, cuya afectación invoque el denunciante contra el denunciado (derecho subjetivo)?; *(ii)* o ¿la decisión que llegue a adoptarse en dicho procedimiento se traducirá en un beneficio jurídico en favor del denunciante (interés legítimo)?; *(iii)* o ¿quizás debamos reconocer que se tutela un interés general con la potestad sancionadora en manos de la Superintendencia, trascendiendo el interés personal y directo del denunciante y que, por lo tanto, no existe en este último la facultad de actuar en el procedimiento administrativo en mención (interés simple)?

Pasaremos a responder estas interrogantes en el siguiente punto.

A. La denuncia como un deber y otras cortapisas reconocidas en la doctrina a la participación del denunciante.

De partida, las primeras dos (2) interrogantes encuentran una misma respuesta: negativa. Enfocaremos nuestro planteamiento sobre el denunciante, visto como aquel inversionista o cliente que pone en conocimiento de la Superintendencia infracciones cometidas a la Ley de Valores y considera que ha sido afectado por la conducta del denunciado.

- Como hemos venido indicando, la potestad sancionadora en manos de la Superintendencia no tiene por objeto resolver los intereses propios de un inversionista o cliente –pretensiones– frente al denunciado, toda vez que persigue el restablecimiento y respeto del interés general que protege el ordenamiento jurídico especial, de allí que la aplicación de sanciones permea, en la «protección delos derechos de los inversionistas» y el resto de los pilares que conforman los objetivos de esta Autoridad Administrativa, de forma «persuasiva» y «preventiva».

No cabe duda que la conducta del denunciado puede traer consigo la afectación de derechos subjetivos del denunciante; sin embargo, es en «sede judicial», ante los Tribunales de Justicia correspondientes, donde deben presentarse las reclamaciones y demás acciones para el reconocimiento de estos derechos. Por ello, el artículo 278 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 determina la «independencia de la potestad sancionadora de la Superintendencia», registrando en su contenido que: *"El ejercicio de la potestad sancionatoria por parte de la Superintendencia es independiente de las demás acciones y responsabilidades, civiles o penales, que puedan derivarse de los hechos sancionados".*

Los Tribunales de Justicia responden a los «mecanismos neutrales» de que nos habla IOSCO, donde los inversionistas pueden resolver conflictos, obtener resarcimiento y compensación por conductas indebidas.

- Teniendo presente la independencia de la potestad sancionadora, la decisión que llegue a adoptarse en el procedimiento administrativo, por parte de la Superintendencia, no supedita ni limita el criterio que llegue a proferirse en sede judicial, por lo que, indistintamente de la sanción impuesta, esta no se traducirá en un beneficio jurídico para el denunciante –no produce un efecto positivo o negativo, cierto, sobre su esfera jurídica–, donde importa reiterar la forma en que se expresa esta voluntad administrativa por parte de la Superintendencia hacia el interés general.

El Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, nos da luces en estos puntos, cuando ha expresado, en cuanto al derecho administrativo sancionador, que: "*no se admite que el denunciante pueda impugnar la resolución administrativa final. El argumento crucial en esta materia es que el denunciante, incluso cuando se considere a sí mismo "víctima" de la infracción denunciada, no tiene un derecho subjetivo ni un interés legítimo a que el denunciado sea sancionado. El poder punitivo pertenece únicamente a la Administración que tiene encomendada la correspondiente potestad sancionadora… y, por consiguiente, sólo la Administración tiene un interés tutelado por el ordenamiento jurídico en que el infractor sea sancionado".*[38]

• De acuerdo al artículo 65 de la Ley 38 de 2000 la denuncia es un «deber» – *exlege* – limitado a poner en conocimiento de la Administración sobre la comisión de hechos que afecten o lesionen el interés público, sin que el denunciante se encuentre obligado a comprobar los hechos ni que la denuncia esté sujeta a formalidad, aunque sí se establece la condición de que el denunciante se identifique.

Sobre la base de este deber, la doctrina da firmeza en ubicar al denunciante fuera del procedimiento sancionador, desconociendo su intervención como parte en este último, máxime cuando la denuncia es considerada un elemento anterior / no vinculante en la decisión de la Administración,conforme señalamos anteriormente.

[38] Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 6 de octubre de 2009, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 5907/2009 - ECLI: ES:TS:2009:5907; Id Cendoj: 28079130062009100710

Ahora bien, se reconoce la existencia de una «relación de carácter cuasi procedimental» entre la Administración y el denunciante, distinta de la que existe entre la primera y el denunciado en el procedimiento sancionador. En esta, se considera al denunciante como un «colaborador o agente de la Administración», aquel que presta apoyo en las funciones que a esta última competen, o, incluso, como un «testigo cualificado», quien ha presenciado la comisión de los hechos y de quien puede obtenerse información y documentación importante para la investigación.

En esta relación, la colaboración o testimonio que preste el denunciante estará supeditada a la decisión que tome la Autoridad Administrativa.

- Pero existe otro aspecto, de suma importancia, que desestima, aún más, la participación activa del denunciante en el procedimiento sancionador a cargo de la Superintendencia, el cual pasaremos a revisar seguidamente.

B. Debate sobre el acceso al expediente contentivo del procedimiento sancionador.

La ausencia del Reglamento especial sobre el procedimiento sancionador y de una disposición en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 que toque específicamente el acceso al expediente que se adelante sobre el mismo, nos lleva, nuevamente, a la Ley 38 de 2000, donde su artículo 70 determina que:

> *"Al expediente sólo tienen acceso, además de los funcionarios encargados de su tramitación, las partes interesadas, sus apoderados, los pasantes de éstos, debidamente acreditados por escrito ante el despacho, y los abogados, sin perjuicio del derecho de terceros interesados en examinar el expediente u obtener copias autenticadas o certificaciones de la autoridad respectiva, siempre que no se trate de información confidencial o de reserva que obedezca a razones de interés público, o que pueda afectar la honra o el prestigio de las partes interesadas, conforme a las disposiciones legales vigentes".*

Es claro que, como parte del derecho de defensa, el investigado o vinculado dentro de un procedimiento sancionador tienen acceso al expediente comprensivo de las piezas probatorias y actuaciones que se han adelantado, al igual que sus apoderados legales designados. Lo mismo no ocurre para el denunciante o terceros, debido a que la información relativa a una investigación por infracción a la Ley del Mercado de Valores es de carácter confidencial, de

acuerdo a lo dispuesto en el artículo 331 (numeral 2) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999.

La excepción que registra el artículo 70 de la Ley 38 de 2000 existe en el ordenamiento jurídico especial que instituye el procedimiento sancionador de la Superintendencia, por consiguiente, no pueden tener acceso a tal expediente el denunciante ni alguna otra persona que no esté legitimada dentro del mismo.

La «confidencialidad» en esta información obedece a razones de interés público, aquel que, concretamente, hemos estado identificando dentro de la tutela de este ordenamiento jurídico especial por vía de la potestad sancionadora. Si bien es conocido el «régimen de transparencia» que debe imperar en la gestión pública, la propia normativa que lo regula en nuestro país, Ley 6 de 2002, reconoce la excepción que hemos estado expresando, cuando el artículo 8 dispone que: *"Las instituciones del Estado están obligadas a brindar, a cualquier persona que lo requiera, información sobre el funcionamiento y las actividades que desarrollan, exceptuando únicamente las informaciones de carácter confidencial y de acceso restringido".*

El legislador ha puesto correctamente peso en la balanza del lado en que el interés social prime sobre el interés personal o directo que cualquier persona, ajena al procedimiento sancionador, pueda tener sobre la información manejada en el respectivo expediente. Es importante tener en cuenta lo sensitivo y la diversidad de información que puede llegar a manejarse en el expediente de una investigación por infracción a la Ley del Mercado de Valores,siendo el ejemplo más claro:información relacionada a cuentas de clientes; estas son razones suficientes para no poner en riesgo la confianza depositada por los inversionistas ni la seguridad jurídica del resto de los participantes del mercado de valores, incluso este último, ante los intereses particulares que invoque el denunciante para tener acceso a dicha información.

La Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá ha dado su criterio en apoyo las decisiones de la Superintendencia en este tema, expresando que: *"la Superintendencia del Mercado de Valores, tiene una normativa con valor legal que le permite oponerse a la solicitud de información. Es decir, de las disposiciones transcritas se desprende con claridad la regulación de la confidencialidad de la información que es recabada por la Superintendencia del Mercado de Valores en el ejercicio de sus funciones, en cuanto a la información relativa a las investigaciones o procesos llevados a cabo por la misma sean de acceso restringido y de uso exclusivo de la Superintendencia… De allí que, es correcta la apreciación por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, respecto a la confidencialidad del expediente*

administrativos (sic) a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores, a los cuales no pueden tener acceso terceros". [39]

En esta dirección, Roberto Dromi sostiene que: *"Las actuaciones podrán ser declaradas reservadas, secretas o confidenciales sólo cuando esté comprometido el interés público, mediante decisión fundada de la autoridad con competencia para resolver sobre el fondo del asunto, previo dictamen jurídico"*.[40]

VIII. Consideraciones Finales

Conocemos que este es un tema en el que existen posiciones encontradas, por lo que nuestra intención es justamente dar pie al debate, que sea el propio lector quien, luego de una investigación profunda, encuentre su propia posición.

No queremos finalizar este artículo sin antes destacar la necesidad de contar con el Decreto Ejecutivo que reglamente el procedimiento sancionador de la Superintendencia, cuya existencia, estamos seguros, daría mayor fluidez en sintonía con la naturaleza de esta potestad sancionadora, según ha sido instituida en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, y esclarecería el papel del denunciante. Actualmente, existe un proyecto en esa vía, consultable en el portal en línea de la Superintendencia, del cual existen amplias expectativas.

Por otro lado, nos importa en gran medida que los clientes / inversionistas lleven consigo el pensamiento de que existe por parte de la Superintendencia la incansable tarea de proteger sus intereses, en la forma que hemos asentado a lo largo de nuestro análisis, y que, pese a la independencia que nuestro ordenamiento jurídico fija entre la potestad sancionadora a cargo de esta Autoridad Administrativa de aquellas reclamaciones de especial atención en sede judicial, el legislador ha previsto instituir, en el artículo 276 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, el «proceso colectivo de clase» como mecanismo por el que la Superintendencia puede demandar, en nombre propio y ante los Tribunales de Justicia, a infractores de la Ley del Mercado de Valores para recuperar el dinero de los afectados,de configurarse el daño en numerosas personas, de difícil identificación, y frente a una cuantía de daños que, de tratarse de forma individual, fuese tan pequeña que la acción resultara irrisoria.

[39] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 23 de septiembre de 2016: acción de Hábeas Data interpuesta por el licenciado Arnulfo Arias Olivares, en nombre y representación de la sociedad Mendota Equities, Corp., contra la Superintendencia del Mercado de Valores.
[40] DROMI, Roberto: "El Procedimiento…", *op. cit.*

IX. Bibliografía

Normas:

Ley 38 de 2000 y sus modificaciones, Panamá.

Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a través del portal en línea de la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado, España: https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2015-10565

Ley 45 de 2007 y sus modificaciones, Panamá.

Ley 6 de 2002, Panamá.

OICV – IOSCO: "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores"; septiembre de 1998. Visto en: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-Spanish.pdf

Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 y sus modificaciones, Panamá.

Conceptos y Fallos:

Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 24 de mayo de 2002: advertencia de inconstitucionalidad promovida por la firma Galindo, Arias y López, en representación de Ricardo Alberto Arias, contra: el párrafo final del inciso primero del artículo 91 y el inciso primero del artículo 93 del Decreto Ley 1 de 1999, al igual que el Acuerdo No.16 de 2000 y el Acuerdo No.5 de 2000, subrogado por el Acuerdo 16 de 2000, expedidos por la Comisión Nacional de Valores.

Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 23 de septiembre de 2016: acción de Hábeas Data interpuesta por el licenciado Arnulfo Arias Olivares, en nombre y representación de la sociedad MendotaEquities, Corp., contra la Superintendencia del Mercado de Valores.

Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 26 de febrero de 1990, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 15454/1990 - ECLI: ES:TS:1990:15454; Id Cendoj: 28079130011990104092

Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 12 de diciembre de 1999, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 9129/1990 - ECLI: ES:TS:1990:9129; Id Cendoj: 28079130011990102799

Tribunal Supremo con sede en Madrid, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 6 de octubre de 2009, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STS 5907/2009 - ECLI: ES:TS:2009:5907; Id Cendoj: 28079130062009100710

Tribunal Supremo con sede en Málaga, España, Sala de lo Contencioso, Fallo del 28 de marzo de 2016, disponible en el portal en línea del Poder Judicial España; Roj: STSJ AND 408/2016 - ECLI: ES:TSJAND:2016:408; Id Cendoj: 29067330032016100001

Libros y demás publicaciones:

BAUZÁ MARTORELL, José Felio: "Habeas denuncia. Identidad del denunciante en el procedimiento sancionador", artículo publicado en la Revista General de Derecho Administrativo No. 40, octubre 2015, disponible en el portal en línea de Iustel: http://www.iustel.com/v2/revistas/detalle_revista.asp?id_noticia=416587&d=1

DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús: "Tratado de Derecho Bancario y Bursátil: Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. - Tomo II"; 4ª Edición (actualizada), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2002.

DROMI, José Roberto: "Derecho Administrativo"; Ediciones Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1998.

DROMI, Roberto: "El Procedimiento Administrativo"; Editorial Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina, 1999.

FRAGA, Gabino: "Derecho Administrativo"; 40ª Edición (revisada y actualizada por Manuel Fraga), Editorial Porrúa, Av. República Argentina, 15, México, 2000.

GORDILLO, Agustín: "Tratado de Derecho Administrativo - Tomo 2 - La Defensa del Usuario y del Administrado"; 9ª Edición, Buenos Aires, F.D.A., Buenos Aires, Argentina, 2009.

GORDILLO, Agustín: "Tratado de Derecho Administrativo y obras selectas - Tomo 5 - Primeras obras"; 1ª Edición, Buenos Aires, F.D.A., Buenos Aires, Argentina, 2012.

Guía informativa: "Los chiringuitos financieros", de la Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, España, marzo de 2012: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/chiringuitos.pdf

RODRÍGUEZ ALESSANDRI, Arturo; SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel; VODANOVIC HAKLICKA, Antonio: "Tratado de Derecho Civil – Partes Preliminar y General", Editorial Jurídica de Chile, Santiago de Chile, Chile, 1999.

Nota: La opinión descrita en este artículo es responsabilidad exclusiva de su autor y no representa la posición oficial de la Superintendencia del Mercado de Valores o de sus funcionarios.

CAPÍTULO II

COOPERACIÓN INTERNACIONAL, INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN Y PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES EN EL MERCADO DE VALORES

UNA MIRADA A LAS MEDIDAS DE CUMPLIMIENTO APLICABLES AL MERCADO DE VALORES

Por: Pablo Epifanio y Ricardo Arias

La industria bursátil es sin duda una de las fuerzas económicas más importantes a nivel mundial. Cada año, se mueven billones de dólares a través de operaciones bursátiles, y año tras año se impulsa, en la mayoría de las jurisdicciones, el mercado de valores como una herramienta de financiamiento o captación de capital para los emisores, y de inversión para los miles de participantes que buscan colocar sus fondos en inversiones con mayor rendimiento.

Así, no es descabellado prever que el mercado de valores que tiene una finalidad tan positiva e importante, y en el cual se realizan transacciones cada vez más sofisticadas y complejas, pueda de ser utilizado para fines ilícitos, particularmente aquellos relacionados con delitos financieros, incluyendo el lavado de activos, el financiamiento de grupos terroristas, entre otros.

Este artículo analiza de manera sucinta las implicaciones y el alcance de las medidas de cumplimiento establecidas en el Acuerdo 6-2015 adoptado por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, con base en la Ley 23 de 27 de abril de 2015, por la cual se adoptan medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva (la “Ley de Cumplimiento”).

I. Marco Normativo de las Medidas de Cumplimiento en Panamá

La Ley de Cumplimiento aprobada en el año 2015, reglamentada mediante el Decreto Ejecutivo No. 363 del 13 de agosto de 2015, tiene como objetivo establecer medidas que permitan a los sujetos regulados bajo la misma, prevenir el uso de sus plataformas y negocios para fines relacionados a los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento al terrorismo y financiamiento a la proliferación de armas de destrucción masiva.

La Ley de Cumplimiento clasifica a los regulados bajo ésta como: sujetos obligados no financieros, sujetos obligados financieros y actividades

profesionales sujetas a supervisión. La Ley de Cumplimiento dentro de los sujetos obligados financieros incluye a la mayoría de los participantes en el mercado de valores, estableciendo que las disposiciones de la misma, aplican a:

a) Organizaciones Autorreguladas;
b) Casas de Valores;
c) Administradores de Inversión;
d) Administradoras de Fondos de Pensiones;
e) Administradoras de Fondos de Cesantía;
f) Sociedades de Inversión;
g) Sociedades de Inversión Auto Administradas;
h) Asesores de Inversión; y
i) Proveedor de Servicios Administrativos del Mercado de Valores.

Un hecho importante a destacar es que la Ley de Cumplimiento, el Decreto Ejecutivo 363 y el Acuerdo 6-2015 no incluyen dentro de su ámbito de aplicación a los emisores de valores registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores. Es probable que esto sea así, ya que la mayoría de los intermediarios esenciales para llevar a cabo una emisión y oferta pública de valores sí están sujetos a la normativa, incluyendo los custodios, agentes de pago, casas de valores y asesores de inversión, que son en definitiva los que llevan la relación directa con los inversionistas. A la vez, el emisor tendría pocas probabilidades de poder aplicar debida y eficientemente medidas de debida diligencia a inversionistas con los cuales usualmente no tiene un contacto directo.

La Ley de Cumplimiento busca más que nada en establecer el marco regulatorioaplicable a los sujetos obligados para facilitar la identificación adecuada de los clientes con un enfoque en base a riesgo, detectar fondos de origen ilícito, establecer directrices en cuanto a la debida diligencia que deben aplicar lo sujetos obligados regulados a sus clientes, en cuanto a la aplicación de la política “conozca a su cliente” y estimular la adopción de políticas de riesgo.

Para los efectos de entender de forma precisa la legislación aplicable en materia de cumplimiento, es importante tener en mente la definición de “cliente” bajo la Ley de Cumplimiento: “*persona natural o jurídica, según sea definida por las disposiciones legales que rigen para cada actividad económica o profesional indicada en la Ley, con la cual los sujetos obligados*

financieros, sujetos obligados no financieros y actividades realizadas por profesionales sujetas a supervisión establecen, mantienen o han mantenido, de forma habitual u ocasional, una relación contractual, profesional o de negocios para el suministro de cualquier producto o servicios propio de su actividad."

Por último, la Ley de Cumplimiento faculta a las respectivas autoridades reguladoras de las actividades que desarrollan los distintos sujetos regulados para fiscalizar el cumplimiento de la Ley de Cumplimiento y adoptar normativas que se ajusten a la realidad de cada actividad regulada.

II. Regulación Sectorial Aplicable al Mercado de Valores

A. Generalidades

La Superintendencia del Mercado de Valores ha adoptado el Acuerdo 6-2015 de 19 de agosto de 2015 (el "Acuerdo 6-2015"), mediante el cual dictó las disposiciones aplicables a los sujetos obligados financieros supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores, relativas a la prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Los sujetos obligados financieros supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores bajo el Acuerdo 6-2015 tienen la obligación de mantener en sus operaciones la debida diligencia y cuidado a fin de prevenir razonablemente que dichas operaciones se lleven a cabo con fondos provenientes de actividades relacionadas con los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Así, los sujetos obligados bajo supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores deberán contar con los mecanismos, políticas y metodologías requeridas para poder administrar el riesgo de blanqueo de capitales, de financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, tomando en consideración, factores como: el perfil de riesgo de la actividad que ejerce el sujeto obligado, el perfil y los tipos de clientes del sujeto obligado, los productos y servicios que ofrece el sujeto obligado, los canales de distribución o comercialización que utiliza el sujeto obligado, la ubicación de las instalaciones del sujeto obligado, de sus clientes y beneficiarios

finales, y el riesgo de el o los custodios o servicios de corresponsalía de los sujetos obligados.

Para la evaluación de los factores arriba descritos los sujetos obligados deben aplicar un "enfoque basado en riesgo", el cual no es más que la comprensión del nivel de riesgo de acuerdo a su naturaleza, a fin de focalizar sus esfuerzos de manera efectiva. De este modo, los sujetos obligados sometidos a supervisión deben clasificar sus clientes aplicando un enfoque basado en riesgo en: (i) clientes de riesgo alto, (ii) clientes de riesgo moderado y (iii) clientes de bajo riesgo; y deben revisar esta clasificación al menos una vez al año. Con este enfoque en mente, la normativa le da cierta flexibilidad a los sujetos obligados para evaluar los riesgos en los servicios que presta, de tal forma que puedan aplicar medidas reforzadas frente a riesgos mayores, medidas básicas frente a riesgo usuales y medidas simplificadas frente a riesgos menores, administrando y/o mitigando los riesgos, según sea el caso.

El Acuerdo 6-2015 establece expresamente la información y documentación mínima que se debe solicitar a los clientes y verificar, tanto para persona natural como jurídica, como parte de la debida diligencia básica que los sujetos obligados sujetos a supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores deben de aplicar, lo cual incluye: información general completa, copia de la identificación del cliente, referencias bancarias y comerciales, sustentación de fondos, detalle de actividades a la que se dedica, entre otros.

Para efectos de la debida diligencia básica en caso de personas jurídicas, el Acuerdo 6-2015 busca identificar plenamente al beneficiario final de la persona jurídica e impone medidas y requisitos a obtener de cada cliente que sea persona jurídica para dicho fin. Para los efectos del beneficiario final, el Acuerdo 6-2015 señala que se entenderá como tal, toda persona natural que individualmente o de común acuerdo con otras personas, directa o indirectamente, sea titular o tenga el derecho a ejercer el voto con respecto al diez por ciento (10%) o más de las acciones emitidas y en circulación de una persona jurídica. En adición a lo anterior, se deberá también identificar plenamente a: (i) en caso de sociedades: los administradores, representantes, apoderados y firmantes de la persona jurídica; (ii) en caso de fundaciones de interés privado: los miembros del consejo fundacional, fundador y protector; y en caso de fideicomisos: al fiduciario y al fideicomitente.

B. Debida Diligencia Reforzada o Ampliada.

El Acuerdo 6-2015 establece que los sujetos obligados bajo el mismo deberán aplicar medidas de debida diligencia ampliada o reforzada para sus clientes o actividades que puedan representar un alto riesgo, con el objetivo de profundizar en la información de este tipo de clientes. La Superintendencia del Mercado de Valores, así como otros reguladores de actividades bajo la Ley de Cumplimiento, ha emitido una guía de indicadores de operaciones y actividades sospechosas a fin de que los sujetos obligados puedan identificar clientes de alto riesgo y aplicar oportunamente las medidas de debida diligencia reforzadas.

Entre los tipos de clientes que deben ser objeto de debida diligencia ampliada o reforzada, tenemos, entre otros, a:

a) Personas naturales o jurídicas o relacionados de negocios con personas naturales o jurídicas domiciliadas o constituidos en jurisdicciones consideradas de alto riesgo por organismos nacionales o extranjeros;

b) Personas naturales o jurídicas que aparezcan en listas nacionales o extranjeras relativas a la prevención del blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva;

c) Personas expuestas políticamente (PEP), sus familiares cercanos y estrechos colaboradores;

d) Personas jurídicas que reciban u ofrezcan el servicio de corresponsalía, con especial atención a las domiciliadas en jurisdicciones que no hayan implementado de forma efectiva las recomendaciones en materia de prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva;

e) Negocios con un alto volumen de operaciones en efectivo o cuasi-efectivo; y

f) Negocios con un alto volumen de transferencias internacionales a países y hacia países de alto riesgo no haber implementado las reco-

mendaciones en materia de prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

Al aplicar las medidas de debida diligencia ampliadas o reforzadas, los sujetos obligados regulados por la Superintendencia del Mercado de Valores deberán requerir la misma información y documentación mínima establecida para la debida diligencia básica, y en adición deberán: (i) obtener la aprobación de la alta gerencia al inicio de la relación de negocios; (ii) actualizar los registros de su información y documentación, como mínimo, una (1) vez cada semestre; (iii) dar seguimiento continuo intensificado durante toda la relación comercial y/o (iv) aplicar cualquier otra medida que determine la alta gerencia del sujeto obligado.

C. Debida Diligencia Simplificada

La debida diligencia simplificada es la política, gestiones y medidas más básicas definidas en la Ley de Cumplimiento que pueden aplicar los sujetos obligados a sus clientes, y solo son aplicables en caso de que conforme a las políticas de riesgo de los sujetos obligados, en base a un enfoque de riesgo, se determine que los clientes a aplicársele son de riesgo bajo.

El Decreto Ejecutivo Nº. 363, que regula la Ley de Cumplimiento, establece expresamente las medidas de debida diligencia simplificada permitidas a los sujetos obligados:

a) Reducir el proceso de revisión documental;

b) Reducir la frecuencia de actualizaciones de la identificación del cliente; y

c) Reducir el seguimiento de la relación de negocios y el escrutinio de las operaciones que no superen el monto mínimo establecido por el organismo de supervisión.

Aunque no pareciera, las medidas simplificadas reducen significativamente la carga económica y gestora que representa para los sujetos obligados las medidas de debida diligencia, especialmente en los casos en los que es evidente que la relación de negocios no es o no puede ser utilizada para fines ilícitos.

Un punto importante a destacar es el Art. 28 de la Ley de Cumplimiento que establece que los sujetos obligados – sean intermediarios o no en el mercado de valores-aplicarán medidas de debida diligencia simplificada a sus clientes que sean personas jurídicas y estén listadas en una bolsa de valores reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores. Es decir, que a los emisores de acciones comunes o cuotas de participación, que estén debidamente registrados en la Superintendencia del Mercado de Valores y listados en una bolsa de valores, se les aplicará por ley medidas de debida diligencia simplificada. Por lo tanto, los intermediarios regulados podrán perfectamente aplicarles a sus clientes emisores dichas medidas de debida diligencia simplificada, siempre que éstos últimos cumplan con las condiciones establecidas en el Art. 28 de la Ley de Cumplimiento.

La finalidad principal de la normativa de cumplimiento en mención se basa más que nada en la prevención, es por eso que en casos de que algún cliente de un sujeto regulado no facilite el cumplimiento de las medidas pertinentes de debida diligencia, los sujetos obligados no podrán crear la cuenta o comenzar la relación comercial o no deberán realizar la transacción propuesta.

D. Perfil Financiero y Transaccional

El Acuerdo 6-2015 establece que toda nueva relación de cuenta o comercial debe cumplir con la evaluación del perfil financiero y perfil transaccional del cliente, a fin de medir el riesgo de los productos o servicios ofrecidos. Para estos efectos, "perfil financiero" significa "*el resultado del análisis de un conjunto de características y variables socioeconómicas y demográficas que son presentadas por un cliente y verificadas por el sujeto obligado al momento de la apertura de la cuenta o inicio de la relación comercial; y que debe ser enriquecido con información actualizada e histórica, con el propósito de establecer el comportamiento usual que el cliente mantendrá con el sujeto obligado*." Básicamente el análisis y procesamiento de la documentación financiera requeridas en el curso las medidas de debida diligencia básicas o reforzadas da lugar al perfil financiero que el sujeto obligado debe de desarrollar para cada cliente. Por otro lado, el "perfil transaccional" se refiere al "*contraste entre el perfil financiero y la frecuencia y capacidad de la transacción real de un cliente en uno o varios periodos de tiempo*."

En conclusión, la obligación de cada sujeto obligado supervisado por la Superintendencia del Mercado de Valores, es la de efectuar un análisis en

base a criterios en cuanto a capacidad y volumen de transacción financieras de cada cliente y posteriormente hacer el contraste entre dicho análisis y la realidad de cada caso.

E. Obligaciones Respecto a Empleados

El Acuerdo 6-2015 establece dos obligaciones importantes respecto a los empleados de los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores: la primera la obligación de contar con una política "Conozca a su Empleado", la cual busca que los sujetos obligados cuenten con los procedimientos de selección de personal y supervisen la conducta de sus empleados, en especial aquellos que desempeñan cargos relacionados con el manejo de clientes, manejo de fondos, control de información y controles importantes. Es importante también que los sujetos obligados establezcan un perfil de este tipo de empleados, el cual será actualizado como mínimo una vez año.

La segunda obligación de los sujetos obligados respecto a sus empleados es la obligación de realizar capacitaciones continuas y específicas al menos una vez año, a los empleados cargos relacionados con el trato, comunicación y manejo de relaciones clientes y proveedores, recepción de dinero, procesamiento de transacciones, diseño de productos y servicios, cumplimiento, riesgo, recursos humanos, tecnología y auditoria interna de forma tal que les permita estar actualizados sobre las diferentes tipologías, casos y regulaciones de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo, y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

F. Reportes a la Unidad de Análisis Financieros

Una de las herramientas más importantes que da la Ley de Cumplimiento y el Acuerdo 6-2015 a los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores son los Reportes de Operaciones Sospechosas (ROS) y Reportes de Operaciones Inusuales (ROI) a la Unidad de Análisis Financiero (UAF). Muchas veces tendemos a utilizar dichos términos como sinónimos cuando son distintos y tienen distintas implicaciones.

Se entiende por "operación sospechosa**"** aquella operación que no puede ser justificada o sustentada contra el perfil financiero o transaccional del cliente o aquella que pudiere estar relacionada con fines ilícitos. Por otra parte, se entiende por "operación inusual**"**aquella que no es cónsona con

perfil financiero o transaccional declarado por el cliente o que se excede de los parámetros fijados por el sujeto obligado en el proceso de debida diligencia realizado al cliente, y que por consiguiente debe ser justificada.

Así pues, la operación inusual significa más que nada una alerta para el sujeto de obligado de que la operación no es regular basado en el comportamiento esperado del cliente o supera los criterios fijados para el cliente en cuanto capacidad financiera o volumen de transacciones, y por tanto debe de requerírsele al cliente sustento. La operación sospechosa por otra parte, es aquella operación que no tiene forma de ser justificada o que razonablemente se considere pueda estar ligada a los delitos de blanqueo de capitales, el financiamiento al terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

El Decreto Ejecutivo No.363 que reglamenta la Ley de Cumplimiento establece que los sujetos obligados deben contar con medidas que les permita la detección oportuna de operaciones inusuales a fin de analizarlas para descartar o corroborar la inusualidad. Las operaciones inusuales que no puedan ser corroboradas o verificadas conforme al perfil del cliente, podrán ser reportadas por el sujeto obligado como operaciones sospechosas.

Además, las operaciones en que se sospeche están relacionadas a los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo, financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva deberán ser reportadas como operaciones sospechosas a la Unidad de Análisis Financiero dentro de los 15 días calendarios a partir de la detección del hecho, transacción u operación o falla en los controles.

Además, los sujetos obligados tienen la obligación de reportar las transacciones en efectivo o cuasi efectivo, por montos superiores a la suma de diez mil dólares (US$10,000.00), moneda de curso legal de los Estados Unidos de América, dentro de los primeros 10 días hábiles de cada mes. “Cuasi efectivo”, significa para estos efectos, cheques de gerencia, de viajes, órdenes libradas al portador, con múltiples endosos, con endoso en blanco, y demás documentos negociables.

Todos los reportes a la Unidad de Análisis Financiero deberán realizarse a través del oficial de cumplimiento, quien será la persona de enlace con dicha entidad respecto a los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

G. Controles y Gobierno Corporativo

El Acuerdo 6-2015 establece la obligación para los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores de adoptar por medio de su Junta Directiva un Manual de Prevención que deberá ser revisado al menos una (1) vez al año y deberá contener como mínimo:

1) Mecanismo, políticas y metodologías para la administración y políticas de mitigación del riesgo de blanqueo de capitales, de financiamiento del terrorismo y de financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva;

2) La clasificación de los clientes conforme al enfoque basado en riesgo;

3) La política “Conozca a su Cliente”;

4) La política “Conozca a su Empleado”;

5) La periodicidad de las revisiones y actualización de la información y documentación de los clientes;

6) Las políticas relativas a las relaciones de corresponsalía;

7) Las políticas relativas a los clientes o actividades de alto riesgo;

8) Las políticas relativas a la confidencialidad y resguardo de la información;

9) Planes de contingencias para recuperación de información en casos de desastres;

10) Políticas de control interno;

11) Normas de auto-evaluación del grado de riesgo y buenas prácticas para la prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva;

12) Normas y estándares éticos;

13) La persona de enlace con la Unidad de Análisis Financiero;

14) Manejo de ROS y demás reportes a la Unida de Análisis Financiero;

15) Conformación del Comité de Ética y Cumplimiento y del Comité de Auditoría.

En cuanto al Comité de Ética y Cumplimiento, el Acuerdo 6-2015 dispone que todos los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores deberán contar con uno para aprobar la apertura de cuentas o el inicio de relaciones de negocios para clientes o actividades a los que se deba realizar medidas de debida diligencia ampliada a reforzada, y el seguimiento a este tipo de clientes de alto riesgo. Este comité deberá estar conformado mínimo por tres (3) miembros de la Junta Directiva. El Comité de Ética y Cumplimiento además deberá planificar, coordinar y velar por el cumplimiento de la normativa vigente en materia de prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

También, el Acuerdo 6-2015 dispone que todos los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores deberán contar con un Comité de Auditoría que sea responsable de la ejecución, evaluación y efectividad de los sistemas de control interno del sujeto obligado, de tal forma que se monitoreen las medidas internas y softwares utilizados con relación al resguardo de información, prevención de actos ilícitos y el cumplimiento de la normativa vigente en materia de prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva.

H. Resguardo y Actualización de Información

Todos los sujetos obligados supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores deben actualizar la información y documentación de sus clientes al menos una (1) vez al año para todos los clientes y una (1) vez al semestre para los clientes objeto de medidas de debida diligencia ampliada o reforzada. A la vez, éstos deberán resguardar la información, documentación y registros de las operaciones realizadas, por un periodo mínimo de cinco (5) años contados a partir de la terminación de la relación comercial con el cliente.

I. Sanciones

La Ley de Cumplimiento clasifica las sanciones en dos tipos: Sanciones genéricas y Sanciones Especificas. Las Sanciones genéricas son aquellas establecidas por dicha Ley para incumplimientos a las disposiciones de la Ley de Cumplimiento o sus reglamentos sectoriales, incluyendo como tal al Acuerdo 6-2015, para lo cual no haya una sanción específica, lo cual consistirá en una multa de US$5,000.00 a US$1,000,000.00. Las Sanciones Específicas son aquellas aplicables por incumplimientos específicos a la Ley de Cumplimiento o sus reglamentos sectoriales, según sea regulado por la autoridad reguladora de la actividad respectiva. En el caso de la Superintendencia del Mercado de Valores a la fecha no ha regulado las sanciones específicas, por lo cual aplicaría por el momento las sanciones genéricas (multas) conforme al artículo 60 de la Ley de Cumplimiento.

Las multas impuestas por incumplimiento a la Ley de Cumplimiento podrán ser cobradas a través de la jurisdicción coactiva de cada organismo de supervisión, o en su defecto mediante el proceso de cobro coactivo ante la Dirección General de Ingresos. Estas multas son sin perjuicio de la responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar.

El Decreto Ejecutivo No. 363 da más luces en cuando a la gravedad de las infracciones, ya que lista algunos incumplimientos como infracciones con gravedad leve, gravedad media y gravedad máxima. Esto permite a los sujetos obligados poder identificar el nivel de severidad de la sanción por los incumplimientos listados.

Finalmente, el Decreto Ejecutivo Nº. 363 da derecho a los organismos de supervisión de cada actividad a cancelar, retirar, restringir o remover licencias, certificados de idoneidad u otras autorizaciones a los sujetos obligados infractores de las disposiciones vigentes en materia de cumplimiento, sujeto a la verificación de los procesos sancionatorios que correspondan.

30 de septiembre de 2016

EL NUEVO PROCESO DE CONGELAMIENTO PREVENTIVO

Oscar J. Rawlins Rodríguez
Abogado

Con la entrada en vigencia de la Ley 23 de 27 de abril de 2015, se pone a prueba una de las herramientas más efectivas en materia de lucha contra del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de las armas de destrucción masiva, nos referimos al Proceso de Congelamiento Preventivo.

Es importante conceptualizar a que se refiere dicho proceso. El Proceso de Congelamiento Preventivo no es más que la facultad que tienen los sujetos obligados financieros para proceder de forma inmediata a congelar aquellos fondos, bienes o activos de clientes que coincidan con los nombres establecidos en las listas emitidas por el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas. La misma Ley 23 de 2015, establece que dichas resoluciones emitidas por el Consejo de Seguridad responden a los números S/RES/1267, S/RES/1988, S/RES/1373, S/RES/1718, S/RES/1737, así como todas las resoluciones sucesoras, u otras resoluciones que se emitan respecto a esta materia.

El mismo artículo 49 de la Ley, establece que dichas listas serán recibidas de parte del Ministerio de Relaciones Exteriores, y será la Unidad de Análisis Financiero para la Prevención del Delito de Blanqueo de Capitales y Financiamiento del Terrorismo la encargada de proceder con su distribución a los sujetos obligados financieros. Debemos hacer énfasis, que si bien es cierto, la lucha contra el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva es integral, las listas emitidas por el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas sólo responden a la lucha contra actos de terrorismo, su financiamiento, así como el financiamiento de la proliferación de las armas de destrucción masiva.

Por su parte, el Decreto Ejecutivo Nº. 587 de 4 de agosto de 2015, procede a reglamentar el congelamiento preventivo. Tanto la Ley 23 de 2015, como el Decreto Ejecutivo Nº. 587 de 2015, establecen que es obligación del sujeto obligado financiero, una vez encontrada alguna coincidencia entre la lista y algún cliente, proceder a:

1. Suspender toda transacción con el cliente, y proceder a congelar preventivamente los fondos que posea,

2. Deberán notificar de inmediato a la Unidad de Análisis Financiero que se ha procedido con el congelamiento preventivo sobre los fondos, bienes o activos, debiendo esta última proceder a comunicarlo al Ministerio Público, para que dicha acción de congelamiento sea sometida de inmediato al control de la autoridad judicial competente.

En este caso, la autoridad judicial competente será la Sala Segunda de lo Penal, de la Corte Suprema de Justicia, quién deberá proceder a verificar si existe o no coincidencia entre la lista con relación a la persona física o persona jurídica, o entidad que sea dueña, posee, controla o administra los fondos, bienes y activos que han sido congelados, a fin de ratificar dicha medida.

En este mismo sentido, debemos distinguir dos formas de accionar dicho procedimiento. La primera forma como dicho procedimiento se ejecuta es a través de una coincidencia entre el cliente y los nombres establecidos en las listas emitidas por el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, la segunda forma de ejecutar dicho procedimiento, es en virtud de alguna solicitud de un país, en el marco de la cooperación judicial y administrativa internacional, en cuyo caso, las solicitudes se recibirán por vía diplomática a través del Ministerio de Relaciones Exteriores, quien a su vez procederá con la comunicación a la Unidad de Análisis Financiero, que debe proceder de forma inmediata y sin demora a informar al sujeto obligado financiero para que proceda con la medida de congelamiento preventivo.

La Guía Técnica sobre la aplicación y efectividad de las medidas de Congelamiento Preventivo, al igual que el Decreto Ejecutivo No. 587 de 4 de agosto de 2015, prevén la forma del cese del congelamiento, por las siguientes razones:

a) Cuando la persona natural o jurídica a la que se le haya aplicado el congelamiento sea excluida de la lista emitida por el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, o según comunicación del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas.

b) Los fondos o activos inmovilizados correspondan a una persona natural o jurídica distinta a la designada en la lista del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas o exista error por homonimia (coincidencia en la escritura o en la pronunciación de dos palabras).

c) En el caso de la Resolución 1373 del Consejo de Seguridad, el congelamiento preventivo sólo cesará cuando se reciba comunicación formal por parte de la autoridad competente del país designante donde comunique que la persona natural o jurídica, ya no satisface los criterios de designación.

No cabe duda que el flagelo del terrorismo y el financiamiento de armas de destrucción masiva es uno de los grandes retos que tiene toda la comunidad internacional, debiendo establecer estrategias e implementar herramientas efectivas, que permitan limitar dicho riesgo de nuestras economías y actividades financieras.

DEL LEVANTAMIENTO DEL SECRETO PROFESIONAL Y OBLIGACIÓN DE REPORTE DE ACTIVIDADES ILÍCITAS

Gustavo Gordón Guerrero

Hace un año se promulgó en nuestro país la Ley 23 del 27 de abril de 2015 que adopta medidas para prevenir el blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva. La Ley 23 es, en muchas maneras, una norma marco para los entes reguladores dentro de Panamá que deberá modelar sus regulaciones con base a ésta Ley; para la SMV sería el Acuerdo 6-2015.

Esta norma exige muchos cambios en la manera en que los panameños hacemos negocios pero, para los regulados de ésta Superintendencia, no es un tema tan ajeno como para las profesiones liberales. En tal sentido, uno de los artículos cuya mayor duda genera es el artículo 25 de la Ley 23, que a su tenor establece:

> *"Los abogados y contadores públicos autorizados que en el ejercicio de su actividad profesional se clasifique como actividades realizadas por profesionales sujetas a supervisión no tienen que reportar las transacciones sospechosas si la información pertinente se obtuvo en circunstancias en las que estos están sujetos al secreto profesional o privilegio legal en la defensa de su cliente o la confesión que su cliente realice para su debida defensa."*

Al dar lectura al artículo surgen algunas preguntas como¿cuál es la obligación de reporte en el evento de observar conductas indebidas? Y, ¿en qué momento deja de ser secreto profesional y uno se convierte en cómplice del cliente?

Para dar respuesta a éstas dudas, debemos, en primer lugar, revisar el código de ética de ambas profesiones y de lo que está dentro de la normativa para tener un parámetro de lo que se considera dentro y fuera del ámbito de relación cliente – abogado/contador. En segundo lugar, separar los tiempos en que ocurra la conducta.

Análisis Normativo

El Código de Ética y Responsabilidad Profesional del Abogado (CERP) establece, entre las funciones del abogado, la de desempeñar su función con integridad. Adicionalmente, el artículo 14 del CERP dentro de la relación cliente – abogado, establece lo siguiente:

> ***Artículo 14:*** *El abogado no debe renunciar a su mandato, salvo que medien causas justificadas, tales como:*
> *a) Razones de honor y decoro;*
> *b) La persistencia por parte del cliente en una gestión inmoral;*
> *c) […]*
> *d) Incumplimiento unilateral injustificado por el cliente de un convenio u obligación con respecto al abogado;*
> *e) Incompetencia o conflicto de intereses que le impidan proseguir su gestión con efectividad;*
> *f) Otras causas que admitan la debida justificación. En todo caso, el abogado debe dar aviso de su renuncia al cliente con razonable anticipación, a fin de que el cliente pueda obtener los servicios de otro abogado.*
>
> ***Artículo 37.*** *Incurre en falta a la ética el abogado que:*
> *1) […];*
> *2) […];*
> *7) Divulgue, violando el secreto profesional, cualquier confidencia que su cliente o terceros le hagan, salvo que ello sea autorizado por éste o aquel o que lo haga con mira directa a su propia defensa; […];*
> [….]

Por otra parte, en lo referente a la información confidencial del cliente, el código de ética de los contadores – Decreto No. 26 del 17 de mayo de 1984 – establece:

> **"Artículo 91:** Un Contador Público Autorizado no debe revelar la información confidencial que obtuvo del cliente durante el curso de su compromiso profesional, excepto con el consentimiento del propio cliente."

> "**Artículo 92:** El artículo anterior no debe ser interpretado para:
> a) […]
> b) Afectar de alguna manera su cumplimento con un emplazamiento o requerimiento mandatorio por orden judicial.
> […]"
>
> **"Artículo 94:** La prohibición de la revelación de la información confidencial obtenida del cliente durante el curso de un compromiso profesional, no se aplica cuando dicha revelación es requerida para relevar la responsabilidad a un Contador Público Autorizado de acuerdo a las normas de conducta. La prohibición tampoco se aplica a la revelación requerida sobre eventos que existan a la fecha del dictamen del auditor, pero descubiertos posteriormente."

Como podemos ver, en ambos cuerpos normativos para cada profesión se establece que, en el evento de que se comprometa la relación abogado/ contador – cliente, prevalece la prohibición de revelar información confidencial del cliente, excepto en el evento de que *sea necesario relevar responsabilidad del Contador Público* – en el caso de Contadores – o *que lo haga con mira directa a su propia defensa* – en el caso de los abogados.

Sin embargo, queda la duda de *qué hacer* cuando, en la mitad de la prestación del servicio profesional acordado, el profesional observa o tiene indicios razonablemente suficientes para comprobar que el cliente se desenvuelve en actividades al margen de la ley y que sus ingresos y patrimonio son producto de actividades ilegales. Lo anterior nos lleva al siguiente punto del análisis, que es la exploración de situaciones hipotéticas en la que las conductas pueden configurarse y, en qué momento el profesional deja el amparo de la excepción de la regla para ser parte activa de una investigación. *Análisis de Hipotéticos y Posibles Consecuencias Jurídicas.*

Para hacer análisis hipotéticos, debemos partir por establecer que la norma es muy clara: crea una excepción a la regla de reporte de actividades sospechosas. En otras palabras, refuerza lo establecido en los códigos de ética de ambas profesiones, pero la duda queda en la parte operativa de esta norma. Qué pasa cuando creas sociedades o haces gestiones como mandatario en ejercicio de la profesión liberal o, llevas la contabilidad y sabiendo que la actividad es ilegal o razonablemente se puede esperar que, en base a lo que se observe en sus estados financieros y en movimiento,

que la actividad es ilegal, ¿qué se debe hacer? ¿Se sigue prestando el servicio? ¿Se reporta? ¿Aplica o no la excepción creada por el artículo 25? La situación en realidad es mucho más compleja que lo que se lee en papel, por lo que la pregunta queda: ¿cómo debe actuar un profesional? La situación no se hace tan clara como descrita en la norma cuando nos planteamos este escenario.

Para simplificar la duda planteada, debemos plantear el hipotético desde *cuando se tiene conocimiento del posible incumplimiento.*

Si el profesional sabía ab initio del porqué se le contrataba y se le logra probar su pleno conocimiento desde antes, no amerita mayor discusión.

Si se contrata con el cliente ya iniciada la actividad que configura posibles infracciones de lavado de dinero, y el profesional se da cuenta de la actividad dentro del ejercicio de sus funciones, en ese momento nace el conflicto de interés. En tal caso tal cual ordena la ley la persona no está en obligación de reportarlo por el privilegio de relación profesional, pero el profesional estaría en la libertad de terminar la relación profesional si considera inmoral. En el evento de que el cliente fuere investigado, el profesional puede levantar el privilegio a fin de ser liberado de cualquier investigación.

Manteniendo presente que la norma básica es que *no se revela información del cliente*, la Ley 23 la reafirma al eximir de reporte a los contadores y abogados siempre y cuando se haya obtenido la información *"en circunstancias en las que estos están sujetos al secreto profesional o privilegio profesional legal".* El Código de Ética de cada profesión también establece que puede renunciar si hay conflicto de intereses o persista en alguna actividad inmoral o para suministrar su propia defensa.[1] Ambos códigos de ética tienen lenguaje similar en cuanto a la revelación de información de clientes.

Para Panamá, las situaciones que ampararía la revelación de información o que se permite que se revele información serían:

1. Que lo exija un tribunal de justicia,
2. Que haya conflicto de interés,

[1] El código de ética de abogados no establece 'actividades ilegales' pero se cae de su peso que el abogado no debe patrocinar conductas ilegales.

3. Que se considere inmoral o
4. Que se haga en defensa propia.

La mejor salida que queda a los profesionales en este caso es considerar la actividad realizada por el cliente como inmoral – que es un concepto subjetivo – o considerar que hay un conflicto de interés en el ejercicio de la profesión para con el cliente, pero ¿cuándo hay *conflicto de interés?* Cuando hay un riesgo sustancial de que la relación entre las partes sea comprometida por los intereses del profesional. La manera de sanar un conflicto de interés es mediante la revelación de lo que motiva el conflicto en el actuar del profesional *vis – á – vis*el cliente.

Debemos concluir que, en primer lugar, este es un análisis somero de la situación que se presentará en un futuro; en segundo lugar, que dará de que no estamos seguros de qué ocurrirá hasta que se presente la situación pero nuestra intención fue predecir qué puede hacer un profesional una vez se presente dicha situación y que aunque será un tema de mucho escrutinio en los próximos años y que solo será dirimido en los tribunales de justicia, es válido el ejercicio y tener presentes el cuándo y el cómo puede presentarse una situación que ponga a prueba el artículo 25 de la Ley 23.

FRAUDE, CORRUPCIÓN Y LAVADO DE DINERO EN VALORES

Juan Ivan Rogers Harper,
Ph.D., CACM, MBA, CICA, CPE, AFA, CAMS, FCPA, CFE, CPA
Socio Director
ROGERS FORENSIC AUDITORS
rogers@cwpanama.net

El mercado de valores en una economía de crecimiento puede convertirse en un motor de desarrollo económico si participan más los inversionistas locales. Para las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores el fraude más conocido y temible es el Fraude de Estados Financieros por medio del cual se logran perpetrar trucos financieros ("financial shenanigans") o maquillaje contable ("window dressing"), donde el auditor externo no pudo o no supo detectar la ocurrencia del fraude significativo antes de que ocurriera la debacle.

La Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMV) debe implementar las regulaciones y acuerdos con enfoque de auditoría forense efectivos que conlleven a la adecuada supervisión y vigilancia de los emisores y sus auditores, estableciendo requerimientos de diversa naturaleza y de índole antifraude, anticorrupción y antilavado, tal como ocurre en parte, con la Comisión Nacional de Valores de los Estados Unidos de América (SEC por sus siglas en inglés). Así será la única forma de crear una cultura estricta de compromiso.

El punto clave es que la SMV debe exigir, analizar y dar seguimiento a la ejecución de un buen gobierno corporativo y las cartas de recomendación que emiten los auditores externos a sus clientes (que en una gran mayoría contienen los indicios de la posible perpetración fraudulenta que desconoce la Superintendencia), así como examinar los presupuestos donde muchas veces se originan metas inalcanzables de manera normal frente a las realidades actuales de sus emisores. Para ello la SMV debe dotarse de mayor plataforma de recursos.

Toda persona natural o jurídica que participa en el mercado de valores debe aportar Estados Financieros Auditados, con detalles adicionales anticorrupción, ya que esto filtraría el testaferrato y el consecuente lavado de dinero producto de sobornos o extorsión, entre otras categorías precedentes. Mayor

regulación requiere el uso de los fondos por parte de la persona natural o jurídica que participa en el mercado de valores. Todo esto debe estar tecnológicamente hablando al alcance inmediato en base de datos de la SMV para el análisis masivo forense.

También se requiere la implementación de un sitio accesible de denuncias anónimas que permitan descifrar o aclarar la inminente actividad ilícita (ya que ese dato crucial de fuentes anónimas que sospechan de un fraude de valores prefieren hacerlo discretamente). La sofisticación del lavado de dinero mediante valores y también fideicomisos, ya no se trata tanto de identificar los movimientos originarios en efectivo debido a que este proceso de colocación inicial del dinero se realiza mediante múltiples formas que a su vez llegan a una cuenta bancaria.

Lo clave es identificar la naturaleza, movimientos bancarios e información financiera del activo, la transferencia o cheque del cual proviene la inversión inicial en la compra venta de valores y quienes estén asociados a las personas naturales y jurídicas dueños que invierten. Lo ideal es que lo hagan los proveedores de servicios financieros, el Intermediario y el Oficial de Cumplimiento, pero la regulación debe indicarlo detalladamente en todos los casos, aprovechando las técnicas de manejo de riesgo integral antifraude, anticorrupción y antilavado.

A lo largo de nuestra experiencia en la identificación de estos flagelos tanto en emisores como en casa de valores y corredores de valores, intermediarios y analistas, está probado que con la sexta puerta de salida que tienen el resto de las sociedades anónimas (incluyendo las off-shore) que no responden a la supervisión directa de los actuales cinco reguladores en la Republica de Panamá, a saber: SBP, SMVP, SSRP, ISRSNF e IPACOOP; la lucha contra el fraude, corrupción y lavado de dinero en valores es dura.

PANAMÁ EN LISTAS DE TODOS LOS COLORES

Carlos Barsallo
Expresidente de la Comisión Nacional de Valores de Panamá

¿En cuántas listas (negras o grises) está Panamá?

Es legítima la confusión que produce la referencia a diversas listas de diversos colores generadas por diferentes organizaciones y el impacto que cada una puede generar en el caso de Panamá.

Ayudemos a entender mejor el tema.

En cuanto a listas y sus colores se ha hablado usual y predominantemente de dos: La lista negra y la lista gris.

En cuanto a organizaciones generadoras de estos listados, las principales son:

a. El **Grupo de Acción Financiera (GAFI)** que es un cuerpo inter gubernamental establecido en 1989 con el mandato de fijar los estándares y promover la efectiva implementación de las medidas legales, regulatorias y operativas para combatir el blanqueo de capitales, y el financiamiento del terrorismo. Panamá es miembro del miembro asociado del GAFI conocido como Grupo de Acción Financiera de América Latina (GAFILAT) y

b. La **Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).**

c. Otros que pueden mencionarse son la **Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO**, por sus siglas en inglés), y listados individuales de países, entes privados incluidos medios de comunicación influyentes y activistas, entre otros.

En cuanto al impacto que producen estas denominadas listas el mismo va desde, la toma de medidas de diligencia especial o reforzada, monitoreo permanente, afectación seria a la reputación, pérdida de inversionistas de calidad, aislamiento, hasta la imposición, por quienes se sienten afecta-

dos, de medidas sancionatorias contra el país que resulte incluido en alguna de las llamadas listas.

Lo primero que debe aclararse es que, en materia de blanqueo de capitales y el GAFI, oficialmente no se reconocen en la actualidad listas de colores. La referencia a lista gris que prevalece en reportes de medios, y es aceptada comúnmente por los entendidos al referirse al tema de forma coloquial,es real y técnicamente el conjunto de países que GAFI categorizó en su momento como *países y territorios no cooperadores en la lucha contra el blanqueo de capitales y el financiamiento del terrorismo*.

Hoy la denominación correcta, desde el punto de vista técnico, es el resultado directo de una serie de documentos que publica el GAFI y que se dividen en dos:

a. Jurisdicciones con serias deficiencias estratégicas que el GAFI llama a sus miembros y no miembros a tomar contramedidas y
b. Jurisdicciones que el GAFI llama a sus miembros a aplicar una debida diligencia reforzada proporcional a los riesgos que surgen de las deficiencias asociadas con la jurisdicción.

Existe además el proceso continuo para mejorar el cumplimiento de medidas contra el blanqueo y financiamiento de terrorismo. Este proceso identifica a países con debilidades estratégicas, pero que se han comprometido al más alto nivel con un plan de acción con el GAFI. Si el país no hace el esfuerzo suficiente y oportuno, el GAFI aumenta la presión sobre el país para que haga el esfuerzo colocándolo en el comunicado público que se emite 3 veces al año y en el que se reportan las categorías antes señaladas y de donde se origina la llamada lista gris.

En febrero de 2016 ha sido considerada por GAFI como una jurisdicción que no está sujeta al monitoreo permanente del GAFI, lo que se denomina coloquialmente salir de la lista gris.

El caso de la OCDE hace referencia a tema fiscal o tributario y el concepto denominado en el pasado de paraíso fiscal.

Basado en los estándares internacionalmente aceptados en materia tributaria, la OCDE ha formuladotres listas: la lista blanca, la lista gris y la lista negra.

Lista blanca: Jurisdicciones que han implementado los estándares internacionalmente aceptados en materia tributaria. Por ejemplo, no son paraísos fiscales.

Lista gris: Jurisdicciones que se han comprometido con los estándares internacionales en materia tributaria, pero no han implementado sustancialmente el estándar. Por ejemplo, reúnen algunos de los criterios de paraíso fiscal.

Lista negra: Jurisdicciones que no se ha comprometido con los principios internacionalmente aceptados. Por ejemplo no han dado ningún paso para cooperar con la OCDE para implementar el estándar.

En cuanto a la OCDE la situación de Panamá consiste en que el país pasó a la llamada segunda fase de la revisión paritaria del Foro Global sobre Transparencia e Intercambio de Información Fiscal, de la OCDE. Esto se dio luego de la verificación de que el marco legal panameño está acorde a los estándares internacionales de transparencia y envío de información.

En una reunión celebrada en París, Francia, en Septiembre de 2015 un grupo revisor integrado por 30 países recomendó que Panamá pasará a la fase II, en la que se analiza la aplicación efectiva del intercambio.

Anteriormente Panamá no había logrado superar la revisión paritaria y permanecía en la fase I. El principal problema era el tema de las acciones al portador y la dilatada entrada en vigencia del régimen de custodia de este tipo de acciones, originalmente establecida para 2018. En 2015 se introdujo una modificación a la ley para hacerla efectiva a partir de 2016.

En el reporte brindado por el OCDE en la reunión de los Ministros de Finanzas del G20 en Shanghai en febrero de 2016 se incluyó a Panama la categoría de jurisdicciones a las cuales se les ha solicitado que se comprometan con un calendario para adherirse al plan de intercambio automático de información tributaria, pero que no lo han hecho. Son solo 4 países los no comprometidos. Panamá está junto a Bahrain, Nauru y Vanuatu.

Panamá ha planteado a la OCDE que preparará su propio mecanismo para el intercambio de información tributaria y que el mismo será en todo caso bilateral. El gobierno de Panamá alega que hacerlo de otra manera afecta-

ría la competitividad del centro financiero panameño y que le preocupa la confidencialidad de los clientes.

96 países se han comprometido al intercambio automático. Países como Andorra, Bahamas, Belice, Singapur, Suiza, Uruguay, entre otros, han indicado que los primeros intercambios se darán en el 2018. Argentina, Barbados, Islas Vírgenes Británicas (BVI), Bermuda, Islas Caimán, Irlanda, Jersey, Liechtenstein, Reino Unido y España, entre otros, harán los primeros intercambios en 2017.

Una aclaración fundamental para no perpetuar una confusión muy extendida. Los temas de blanqueo de capitales y paraísos fiscales e intercambio de información fiscal tienen puntos en común, uno de ellos por ejemplo la transparencia, pero son a la vez, por el momento, temas distintos, con sujetos y reglas distintas, por ejemplo GAFI y sus recomendaciones y la OCDE y sus estándares.

En la actualidad, en el derecho positivo panameño el blanqueo de capitales contempla unos veinte delitos, entre los que se incluye el narcotráfico, pero no incluye los delitos fiscales como blanqueo de capitales.

En el aspecto de recomendaciones internacionales, GAFI ha propuesto en febrero de 2012 que los delitos fiscales se incluyan como un nuevo delito que constituye blanqueo de capitales. Hay que tener muy en cuenta este importante cambio a futuro para el cual Panamá debe estar preparado.

Menos conocida en Panamá, pero de mucha importancia, es la situación de Panamá frente a IOSCO que es la organización que aglutina a los reguladores de mercados de valores del mundo, Panamá incluido.

IOSCO requiere que sus miembros firmen un memorándum multilateral de entendimiento (MMoU) para el efectivo intercambio de información para combatir las violaciones a las normas de mercados de valores en el mundo. El MMoU tiene como objetivo proporcionar a cada firmante la más completa asistencia mutua posible para facilitar la ejecución de sus funciones para asegurar el cumplimiento de sus leyes y regulaciones. Panamá, no ha firmado dicho memorándum. Tiene más de 10 años en mora. Como consecuencia al regulador panameño, y por ende a Panamá, le ha sido suspendido el derecho a voto en reuniones y no se le permite la participación en comités de trabajo. Para ser miembro de IOSCO se debe ser firmante del

IOSCO MMoU. Panamá mediante la ley 67 de 2011 ha efectuado modificaciones legislativas para poder firmar el IOSCO MMoU y poder salir del estado en que se encuentra en cuanto a su rol en IOSCO. Si el cambio legislativo funciona en la práctica Panamá debería poder solucionar esta situación particular. Es evidente que el costo a la reputación es alto.

Hay grupos de países o países individuales que han mantenido o mantienen listas en las que se incluye a Panamá, ya sea como un paraíso fiscal o como un país no cooperador. Por citar algunos ejemplos, el reconocido medio ***The Economist*** reporta una lista que denominó "los 30 sucios", que contiene la llamada lista de la Unión Europea de jurisdicciones no cooperadoras en materia fiscal. Para aparecer en la lista, los países, por área geográfica,son nominados por diez o más miembros de la Unión Europea. En América aparecen dos países: Panamá junto a Bermudas.

El 8 de octubre de 2014, Colombia incluyó a Panamá en listado de países que considera paraíso fiscal. Posteriormente se llevan acabo negociaciones para tratar el tema y Panamá fue retirada. El asunto se encuentra por concluir.

The *Tax Justice Nextwork*, una red independiente internacional lanzada en 2003 que cubre temas relacionados con impuestos, paraísos fiscales mantiene un llamado **índice de secreto financiero**. En el que corresponde al año 2015, tiene ubicado a Panamá en la posición 72 de un total de 100 lo cual le otorga un alto grado de secretismo (connotación negativa), comparado con otras jurisdicciones.

El 18 de marzo de 2016, el Ministerio de Relaciones Exteriores de Panamá anunció que la República del Paraguay excluyó a Panamá del listado de Países y Regímenes de Baja o Nula Tributación, en la cual había sido incluido en el 2014.

Ecuador en resolución de la Directora General del Servicio de rentas internas incluye en su lista de enero 2015 a Panamá como paraíso fiscal.

Se podría continuar con múltiples ejemplos. El problema central radica en que ningún país que pretenda ser un centro financiero internacional o regional puede permitirse el lujo de estar en ninguna lista o agrupación con países que se les señale como incumplidores de estándares internacionales en materia financiera, bancaria, fiscal, tributaria, de mercado de valores o de prevención del blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo.

¿Cuáles organismos, además de OCDE y GAFI mantienen vigilancia sobre el centro financiero panameño?

Se puede mencionar al **Financial Crime Enforcement Network (FINCEN)** del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos el cual reacciona directamente a lo que señale el GAFI. Así Panamá ha experimentado consecuencias concretas en el tema de los servicios de corresponsalía para los bancos y otras entidades financieras. Se reporta que, producto de la permanencia en la lista gris de GAFI, en Panamá se han perdido cerca de 36 corresponsalías instituciones financieras con Estados Unidos.

El 12 de noviembre de 2014, FINCEN recordó a las entidades bajo su esfera en Estados Unidos que el GAFI había actualizado su lista de jurisdicciones son deficiencias estratégicas en materia de blanqueo. Les advirtió que estos cambios pueden afectar la obligación de las instituciones financieras de Estados Unidos de debida diligencia basada en el enfoque de riesgo. Las invitó a considerar los riesgos asociados con instituciones bancarias de los países en la lista que incluyen, entre otros, Afganistán, Albania, Angola, Guyana, Iraq, Kuwait, Nicaragua, Pakistán y Panamá.

El resultado práctico fue en gran medida el cierre de corresponsalías.

¿Consecuencias de estar en una u otra lista?

Las consecuencias son múltiples. Primero se afecta la reputación. Siendo el tema financiero un negocio basado en la confianza, resulta difícil generar la necesaria confianza para atraer capitales por parte de aquellos países que aparecen en listas como no cumplidores de estándares internacionales aceptados.

Ahora bien, lo anterior requiere una matización. Resulta difícil generar confianza para atraer capitales serios y legítimos. Otro tipo de capitales por el contrario se siente en ocasiones muy atraídos por jurisdicciones que no cumplen con estándares en materia de intercambio de información o prevención del blanqueo de capitales.

Requisitos para salir de cada una. ¿Son negociables?

Las evaluaciones se han ido perfeccionando en todas sus etapas, incluida la fase de recomendaciones y plan de acción para atender los incumpli-

mientos. En estos planes de acciones se establecen las acciones concretas que debe ejecutar el país, cuando las debe completar y como se demuestra el cumplimiento efectivo. Así se establecen por ejemplo cambios legislativos, con la aprobación de nuevas leyes y reglamentos, cambios institucionales con la creación de nuevas estructuras y entes, como es el caso de la creación de la nueva intendencia y la demostración en la práctica del uso de dichas normas y autoridades.

En grandes términos los requisitos no son negociables, ahora menos que antes ya que este es un proceso que viene de décadas y que se va acumulando. Panamá que ha sido evaluado varias veces (ejemplo en los años 2000, 2007, 2012), y ha preparado varios planes de acción. El no cumplirlos, es decir, el no cumplir lo prometido, pone presión adicional cuando se presenta el último plan ya que se afecta la credibilidad del país.

¿Está Panamá dispuesta a cumplir con lo establecido?

Se entiende que al país presentar su plan de acción hay un compromiso político al más alto nivel de cumplir con lo establecido. Es poco conveniente no cumplir. La entrada y salida del sistema conocido de listas, en el caso del GAFI y la OCDE es dinámica y no estática. El salir una vez no significa que no se pueda volver a ingresar. A Panamá le consta de primera mano. Panamá no resistiría una tercera ocasión en la que fuese colocada en un listado del GAFI.

El problema en el aspecto de negocios es un tanto más complejo. A corto plazo y de manera no muy sostenible, se puede generar una apariencia y llegada de más capitales al convertirse el país en imán para los que buscan refugio de otros centros en los cuales se han endurecido las reglas. Lo que sucede es que ello es solo a corto plazo. A largo plazo el país queda aislado de los inversionistas más serios.

En la práctica, en Panamá el compromiso de cooperación efectiva necesita más evidencia concreta. Así tenemos por ejemplo que a febrero de 2012 se habían recibido quince solicitudes de información, producto de tratados firmados por Panamá, catorce de ellas trataban sobre acciones al portador. En catorce casos no fue posible identificar el beneficiario final, no obstante, se supone, existe una norma que así lo obliga. No se conoce de información más reciente. El manejo de la estadística y su divulgación es muy importante.

Más recientemente en diciembre de 2015, Francia ha manifestado públicamente que no recibe respuesta adecuada en los casos de solicitudes de intercambio de información que se basan en el acuerdo firmado entre los dos países.

En Malta se ha publicado en marzo de 2016 un reporte que indica que en los últimos 10 años, Panamá no ha respondido a la mitad de las solicitudes de información efectuadas por Malta.

Pasos que Panamá ha dado para salir de la lista. ¿Basta con las reformas legislativas?

Panamá responde como se ha acostumbrado a hacerlo. Ha introducido la Ley 23 de 27 de abril de 2015. Ha creado la Intendencia de Supervisión y Regulación de Sujetos no financieros. Ha generado numerosas normas reglamentarias ya sea mediante Decretos Ejecutivos o acuerdos de reguladores de banca, valores y seguros, entre otros.

No obstante, todo esto, si bien muy importante, también es manifiestamente insuficiente.

Considero que el impacto que tendrá está normativa será el que la voluntad de todas las partes involucradas quieran que tenga. A mi juicio, y me apoyo en la historia, es un asunto de voluntades.

La ley 23 de 2015 es formalmente la presentación de una iniciativa legislativa del Ejecutivo y fue aprobada por el Legislativo. Corresponderá a autoridades administrativas, tipo Superintendencia de bancos, entre otras, su ejecución y sanción en la esfera administrativa y al Ministerio Público, la investigación de posibles delitos y al Órgano Judicial, la imposición de sanciones. El no cumplimiento por cualquiera de estas partes de sus responsabilidades hace que el esfuerzo de cualquier otra parte sea en vano.

La iniciativa no parece responder a un motivador estrictamente local, nacional. El motivador es externo. Es la respuesta a informe negativo del Fondo Monetario Internacional sobre el cumplimiento de Panamá de los principios y recomendaciones para el combate del blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo emitidos por el Grupo de acción financiera. Es parte de un plan de acción presentado a GAFI.

Es la repetición de la historia. En el año 2000 Panamá vivió una situación muy similar. Fue colocada en la llamada lista negra por no cumplir con las recomendaciones del GAFI. Como resultado se generaron iniciativas que produjeron las leyes 41 y 42 de 2000.

Considero que se intenta nuevamente solucionar vía cambio de leyes, problemas que son producto de falta de voluntad y aceptación de la realidad. Se trata de amparar el problema en lo jurídico.

Luego de estar en la lista negra de GAFI en el año 2000, en el año 2007 Panamá fue evaluada nuevamente. En la evaluación de 2007 el resultado fue que cumplíamos 11 recomendaciones, no cumplíamos 1, cumplíamos parcialmente 6 y cumplíamos ampliamente 22. De las 9 recomendaciones especiales, cumplíamos ampliamente 5, cumplíamos 1 y cumplíamos parcialmente 3.

Con evaluación efectuada en el año 2012 y publicada en 2014 se observa una evidente desmejora. Cumplimos 1 recomendación, no cumplimos 13, cumplimos parcialmente 23 y ampliamente 3. De las recomendaciones especiales no cumplimos 6 y cumplimos parcialmente 3.

¿Por qué hemos desmejorado? Algunos, y solo algunos, aspectos puntuales: No hay estadísticas adecuadas de investigaciones, procesamiento y condenadas (página 9 del extenso reporte de más de 300 páginas). Ley no se extiende a importantes actividades (página 9). Limitación operativa en la cooperación nacional e internacional por no obtención de información en caso de personas jurídicas (página 9). Número de investigaciones penales relativamente bajo en proporción con sistema financiero panameño (página 11). Sanciones impuestas son moderadas, relativamente bajas y no son suficientemente disuasivas o proporcionadas para ser consideradas efectivas (página 15). Dudas en la efectividad del monitoreo de efectivo que entra y sale del país (página 84).

Se han dado cambios legislativos desde la última evaluación. Con esto algunos estiman que se demuestra un grado de compromiso y acción. Los cambios normativos son necesarios, pero no suficientes. La evaluación toma en cuenta la efectividad de la implementación, es decir uso, cantidad de veces y calidad de resultados. En ese punto hay camino por recorrer.

Ha quedado demostrado que no es suficiente dictar nuevas normas. Lo fundamental es cumplirlas y luego como resultado de una actividad real, efectiva y eficiente, poder demostrar que se cumplen.

Una de las debilidades panameñas indicada en los informes del FMI ha sido el no poder demostrar el uso adecuado de la normativa en lo que se refiere a la imposición de sanciones por violaciones de las normas.

Veamos para explicar mejor nuestro punto en este tema como responde otro centro financiero internacional en estos apartados.

En el reporte de evaluación mutua de Suiza, reporte de seguimiento de 27 de octubre de 2009 y disponible en la página web de GAFI, se pueden observar las catorce páginas de detalladas estadísticas que incluyen el número y tipo de sanciones impuestas, número de casos manejados, por delitos precedente, número de solicitudes de intercambio de información por país requirente etc.

Panamá se ha concentrado en una etapa mecánica y operativa en la apertura de relaciones bancarias y la política conozca a su cliente. Anecdóticamente se señala lo difícil que es la apertura de una relación bancaria en Panamá producto de los estrictos controles con la política conozca a su cliente. Este enfoque, como ha quedado demostrado, no es suficiente.

No se observa información igual en las etapas posteriores en cuanto a investigaciones a personas que puedan haber burlado estos controles iniciales ni a las personas que pueden haberlos asistido. Tampoco se observa información igual en la etapa de sanciones.

Por ello, y a manera de conclusión: nuestros cambios normativos han sido motivados por las razones equivocadas, buscan solucionar el problema, que otros nos observan y que nosotros no admitimos tener, con nueva normativa para complacer a terceros, pero no para solucionar un problema el cual, reitero, negamos tener.

Toda nueva normativa, más moderna, y toda nueva autoridad, dotada de recursos, serán siempre algo positivo y bienvenido, pero como nos ha enseñado la práctica en Panamá, no es suficiente de no aplicarse vigorosamente a todos sin excepción. Voluntad es la clave.

IMPACTO DE LA LEY 23 DE 2015 EN BANCOS, FIDUCIARIAS Y FINANCIERAS

Carlos Barsallo
Abogado
Ex presidente Comisión Nacional de Valores Panamá

Se me ha pedido tratar el tema Impacto de la ley 23 de 27 abril 2015 que adopta medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva y dicta otras disposiciones, en bancos, fiduciarias y financieras. Esta norma fue promulgada en la Gaceta Oficial No 27768-B del 27 de abril de 2015.

Voy a presentar a continuación 10 temas dentro de la ley 23 de 2015 que presentan, a mi juicio, un mayor impacto. La selección es evidentemente subjetiva y por ende bien puede ser tildada de caprichosa y arbitraria. No importa.

La ley 23 de 2015 entró en vigencia el 28 de abril de 2015, es decir hace casi 3 meses.

1. Más normativa o más leña a un fuego que no quema

Considero que el impacto que tendrá está normativa será el que la voluntad de todas las parte involucradas quieran que tenga. A mi juicio, y me apoyo en la historia, es un asunto de voluntades.

La ley 23 de 2015 es formalmente la presentación de una iniciativa legislativa del Ejecutivo y fue aprobada por el Legislativo. Corresponderá a autoridades administrativas, tipo Superintendencia de bancos, entre otras, su ejecución y sanción en la esfera administrativa y al Ministerio Público, la investigación de posibles delitos y al Órgano Judicial, la imposición de sanciones. El no cumplimiento por cualquiera de estas partes de sus responsabilidades hace que el esfuerzo de cualquier otra parte sea en vano.

La iniciativa no parece responder a un motivador estrictamente local, nacional. El motivador es externo. Es la respuesta a informe negativo del Fondo Monetario Internacional sobre el cumplimiento de Panamá de los principios

y recomendaciones para el combate del blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo emitidos por el Grupo de acción financiera. Es parte de un plan de acción presentado a GAFI.

Es la repetición de la historia. En el año 2000 Panamá vivió una situación muy similar. Fue colocada en la llamada lista negra por no cumplir con las recomendaciones del GAFI. Como resultado se generaron iniciativas que produjeron las leyes 41 y 42 de 2000.

Considero que se intenta nuevamente solucionar vía cambio de leyes, problemas que son producto de falta de voluntad y aceptación de la realidad. Se trata de amparar el problema en lo jurídico.

Son como bien ha comentado alguien: Huidas hacia adelante. Como no tenemos la voluntad política, para hacer cumplir determinadas normas, la reemplazamos por una nueva norma que tampoco podremos hacer cumplir, y así, sucesivamente.

Como ha comentado esa misma persona: Se dan una especie de pactos de villanos: Todos tratamos de engañar a todos pero hacemos ver que no nos damos cuenta.

¿Por qué esa cita?

Luego de estar en la lista negra de GAFI en el año 2000, en el año 2007 Panamá fue evaluada nuevamente. En la evaluación de 2007 el resultado fue que cumplíamos 11 recomendaciones, no cumplíamos 1, cumplíamos parcialmente 6 y cumplíamos ampliamente 22. De las 9 recomendaciones especiales, cumplíamos ampliamente 5, cumplíamos 1 y cumplíamos parcialmente 3.

Con evaluación efectuada en el año 2012 y publicada en 2014 se observa una evidente desmejora. Cumplimos 1 recomendación, no cumplimos 13, cumplimos parcialmente 23 y ampliamente 3. De las recomendaciones especiales no cumplimos 6 y cumplimos parcialmente 3.

¿Por qué hemos desmejorado? Algunos, y solo algunos, aspectos puntuales: No hay estadísticas adecuadas de investigaciones, procesamiento y condenadas (página 9). Ley no se extiende a importantes actividades (página 9). Limitación operativa en la cooperación nacional e internacional por no

obtención de información en caso de personas jurídicas (página 9). Número de investigaciones penales relativamente bajo en proporción con sistema financiero panameño (página 11). Sanciones impuestas son moderadas, relativamente bajas y no son suficientemente disuasivas o proporcionadas para ser consideradas efectivas (página 15). Dudas en la efectividad del monitoreo de efectivo que entra y sale del país (página 84).

Se han dado cambios legislativos desde la última evaluación. Con esto algunos estiman que se demuestra un grado de compromiso y acción. Los cambios normativos son necesarios, pero no suficientes. La evaluación toma en cuenta la efectividad de la implementación, es decir uso, cantidad de veces y calidad de resultados. En ese punto hay camino por recorrer.

Ha quedado demostrado que no es suficiente dictar nuevas normas. Lo fundamental es cumplirlas y luego como resultado de una actividad real, efectiva y eficiente, poder demostrar que se cumplen.

Una de las debilidades panameñas indicada en los informes del FMI ha sido el no poder demostrar el uso adecuado de la normativa en lo que se refiere a la imposición de sanciones por violaciones de las normas.

El informe del FMI del año 2012 en el punto 322 señala:

> "Hasta el momento no ha sido establecido que las funciones de la UAF en cuanto a generar información de inteligencia financiera por medio de la recopilación, análisis y divulgación de información hayan conducido a la detección, persecución y condena en casos significativos de blanqueo de capitales. **La mayor parte de los casos enviados para investigación son cerrados en el ámbito de la persecución y, de acuerdo con las autoridades judiciales, ellas no están en conocimiento de informe alguno de la UAF que haya llevado a una condena por blanqueo de capitales".**

No podemos dejar de preguntarnos: Para que se llenan tanto reportes? Para que se remiten tantos informes?

No se cuenta con la jurisprudencia que confirme el uso constante de la normativa.

En el reporte del FMI de 2007 se señala que a la fecha del reporte los diez casos de blanqueo de capitales, que se habían dado hasta el momento, han tenido todos como delito subyacente el narcotráfico. No se indica el resultado de dichos casos.

El reporte del 2012 señala en su página 19 que no existe un sistema computarizado que permita seguir los casos en la cadena penal, estadísticas en el número de investigaciones, sumarios y condenas por blanqueo de capitales son incompletas o faltan.

Veamos para explicar mejor nuestro punto en este tema como responde otro centro financiero internacional en estos apartados.

En el reporte de evaluación mutua de Suiza, reporte de seguimiento de 27 de octubre de 2009 y disponible en la página de GAFI, se pueden observar las catorce páginas de detalladas estadísticas que incluyen el número y tipo de sanciones impuestas, número de casos manejados, por delitos precedente, número de solicitudes de intercambio de información por país requirente etc.

Estadísticas completas también las podemos encontrar en el reporte de evaluación de Estados Unidos del año 2006 en el cual se observa en su página 69 entre otras, la cantidad de investigaciones, arrestos, y condenas por blanqueo de capitales, que incluye, sin que el sistema haya sucumbido, a entidades bancarias.

Panamá se ha concentrado en una etapa mecánica y operativa en la apertura de relaciones bancarias y la política conozca a su cliente. Anecdóticamente se señala lo difícil que es la apertura de una relación bancaria en Panamá producto de los estrictos controles con la política conozca a su cliente. Este enfoque, como ha quedado demostrado, no es suficiente.

No se observa información igual en las etapas posteriores en cuanto a investigaciones a personas que puedan haber burlado estos controles iniciales ni a las personas que pueden haberlos asistido. Tampoco se observa información igual en la etapa de sanciones.

Por ello y a manera de primera conclusión: nuestros cambios normativos han sido motivados por las razones equivocadas, buscan solucionar el problema con nueva normativa. Ello será bueno, pero no suficiente de no aplicarse vigorosamente a todos sin excepción.

2. Cuidado con el riesgo

La moda ahora es el riesgo. El mayor riesgo, pienso, es que nos enfoquemos demasiado en el riesgo.

Uno de los cambios que introduce la ley 23 de 2015 es el tema de la consideración del riesgo. El tema de riesgo ya se ha venido tratando en materia bancaria y no es nada nuevo en este negocio.

El impacto de la introducción del tema de riesgo en banca, fiduciarias y financieras será importante, pero menor que en el resto de los sectores que ahora se convierten por primera vez en sujetos obligados en materia de prevención de blanqueo de capitales.

El impacto en la práctica y de forma realista me atrevo a predecir se verá reflejado en aumento de costos, inversión de recursos humanos y económicos, más consultorías, y más tecnología.

El tema del riesgo como sabemos está de moda. Se debe ver como un todo por ello ahora se hace referencia a las estrategias nacionales de riesgos de los delitos de blanqueo de capitales cuya aprobación es una función de la Comisión presidencial de alto nivel contra el blanqueo de capitales, organismo que también tiene entre sus funciones el seguimiento del plan nacional de evaluación de riesgo nacional de riesgos.

La ley 23 de 2015 hace referencia ahora al concepto riesgo y lo define como: (i) la posibilidad de la ocurrencia de un hecho, una acción o una omisión que podría afectar adversamente la capacidad de una organización de lograr sus objetivos de negocio y ejecutar sus estrategias con éxito; (ii) el evento o la acción que pueda afectar en forma adversa a una institución u organización; y (iii) el riesgo puede percibirse como una función de tres factores; amenaza, vulnerabilidad e impacto."

Se hace referencia igualmente al concepto de enfoque basado en riesgo que se define como el proceso mediante el cual los sujetos obligados financieros, los sujetos obligados no financieros, y los organismos de supervisión, **según su compresión de los riesgos,** adoptan medidas de prevención y supervisión acordes con la naturaleza de estos riesgos a fin de focalizar sus esfuerzos de manera más efectiva; es decir, entre mayores son los riesgos se deberán aplicar medidas ampliadas o reforzadas para adminis-

trarlas, mitigarlos y cuando se trate de riesgo menores, deberán ser permitidas las medidas simplificadas".

La incidencia del enfoque basado en riesgo se refleja en la función que tiene ahora el organismo de supervisión de elaborar el manual para la supervisión del blanqueo de capitales con un enfoque basado en riesgo y adoptar un enfoque de supervisión basado en riesgos que le permita al supervisor tener un entendimiento claro de los riesgos de los delitos de blanqueo presentes en el país.

Riesgo contempla dos variables el impacto y la probabilidad. Es decir qué impacto tendrá el acontecimiento y cuál es la probabilidad de que ocurra.

En Panamá estos conceptos se ven afectados por ciertos comportamientos. Por ejemplo se estima que el impacto de que cualquier entidad bancaria, y mucho menos las personas naturales que la administración y las que supervisan a los que la administran, sean encontradas responsables por blanqueo de capitales es tan grande que se ha reducido, hasta la fecha, la probabilidad de que ello ocurra. Con ello artificialmente se genera una apariencia de riesgo cero para quienes serían los responsables. Esto se comprueba jurídicamente con la información sobre jurisprudencia.

Esta situación altamente atípica si se compara con otras jurisdicciones no es sostenible jurídicamente.

La normativa penal ha ido ampliando los delitos que constituyen blanqueo de capitales. Si inicialmente se concentraban en el blanqueo de capitales producto del narcotráfico hoy en día se abarcan unos 20 delitos en adición al delito de tráfico de drogas, a saber: el soborno internacional, los delitos contra el derecho de autor y derecho conexos, contra los derechos de la propiedad industrial o contra la humanidad, tráfico de drogas, asociación ilícita para cometer delitos relacionados con drogas, estafa calificada, delitos financieros, tráfico ilegal de armas, tráfico de personas, secuestro, extorsión, peculado, homicidio por precio o recompensa, contra el ambiente, corrupción de servidores públicos, enriquecimiento ilícito, actos de terrorismo, financiamiento de terrorismo, pornografía y corrupción de personas menores de edad, trata y explotación sexual, comercial, robo o tráfico internacional de vehículos.

Nuestras normas penales son severas al mismo grado que poco usadas. Por ejemplo:¿cuántos casos se conocen de aplicación del artículo 255 del código penal? Señala la norma citada que será sancionado prisión de 5 a 12 años quien personalmente o por interpuesta persona, natural o jurídica, suministre a otra persona o establecimiento bancario, financiero comercial o de cualquier otra naturaleza, información falsa para la apertura de cuenta bancaria o para la realización de transacciones con dinero, títulos, valores, bienes u otros recursos financieros, procedentes de algunas de las actividades antes descritas.

A mayor cantidad de delitos debe esperarse una mayor cantidad de casos, investigaciones y eventuales sanciones. No es lo que reflejan las estadísticas, cuando están disponibles.

Sirva de conclusión anticipada: la ley 23 de 2015 no conlleva gran novedad para la banca en este punto concreto del riesgo. Urge que se haga uso constante por los bancos del artículo 255 del código penal citado, denunciando activamente cuando se les ha brindado información falsa para la apertura de cuentas bancarias.

3. ¿Reforzada o simplificada? Lo que importa es que la haga y bien.

Tanto en el pasado, presente como en el futuro con la ley 23 de 2015, la conducta de las entidades financieras en general, y los bancos en particular, a la hora de cumplir con sus obligaciones de conocer al cliente son fundamentales.

La ley 23 de 2015 contempla los conceptos de debida diligencia, debida diligencia ampliada o reforzada y debida diligencia simplificada.

Por debida diligencia debe entenderse: el conjunto de normas, políticas, de procedimientos, de procesos y gestiones que permitan un conocimiento razonable de los aspectos cualitativos y cuantitativos del cliente, del beneficiario final, con especial atención al perfil financiero y transaccional del cliente del cliente, el origen de su patrimonio, y el seguimiento continuo de sus transacciones u operaciones, cuando aplique, conforme a la reglamentación de esta Ley por parte de cada Organismo de Supervisión."

Las debidas diligencias ampliada y simplificada no parecen requerir mayor definición, luego de explicada la diligencia debida como concepto.

El enfoque es en la etapa preventiva o de evitar que el sistema sea penetrado. Falta el enfoque de que las diligencias efectuadas sirvan como medida de mitigación o inclusive exoneración total de la responsabilidad de le entidad bancaria. Esto es cónsono con lo que he venido explicando sobre la evidente ausencia de sanciones penales, cuyo ejemplo típico, más no único, son las sanciones privativas de libertad. No nos referimos a las sanciones administrativas ya que la mismas se manejan, hasta el momento,con un criterio de no publicidad por el regulador bancario lo cual imposibilita conocerlas formalmente y por ende no pueden ser objeto de estudio y análisis jurídico.

La entidad bancaria de manera general, y así se observa en el derecho comparado, puede y debe demostrar que ha efectuado una actuación diligente a la hora de conocer al cliente y que si el cliente delincuente ha entrado al sistema ha sido por medio del engaño, de un fraude imposible se superar.

La otra posibilidad lógica sería que el banco no ha sido engañado sino que ha sido, por conducto de algunas de las personas naturales que actúan por él, cómplice en la actividad de blanqueo de activos. Esta posibilidad no puede ni debe ser descartada y debe ser obviamente sancionada. Por ahora no se observa voluntad.

Es realmente novedoso el impacto para los sujetos obligados financieros? En realidad en el tema de debida diligencia no lo es del todo. Ya existe la obligación de una diligencia especial o diferente en el caso de personas políticamente expuestas.

Se dedica especial atención a las empresas fiduciarias, lo cual era un comentario reiterado de las evaluaciones de FMI sobre el seguimiento de las recomendaciones de GAFI. Se señala expresamente que las empresas fiduciarias deberán aplicar la debida diligencia sobre los clientes de otras actividades distintas al negocio de la fiducia que esta realice.

4. ¿Ahora si de verdad no empezamos hasta de verdad conocernos?

Otro tema que la ley 23 de 2015 contempla es que expresamente prohíbe a la entidad establecer una relación o realizar una transacción cuando el cliente no facilita el cumplimiento de las medidas pertinentes de debida diligencia. No se deberá crea la cuenta o comenzar la relación comer-

cial, o no se deberá realizar la transacción y PODRÁ hacer un reporte de operación sospechosa.

A contrario sensu, toda apertura de cuenta presupone que se ha facilitado el cumplimiento de las medidas pertinentes de debida diligencia. En otras palabras, la mala práctica, producto de la presión de los negocios, combatida con mayor o menor éxito por los oficiales de cumplimiento serios, de abrir cuenta y terminar luego la debida diligencia es una costumbre contra legem, ya que es una costumbre contra la ley 23 de 2015.

5. ¿Solo al empleado y que hay del que vigila al empleado?

Otro impacto, pero limitado está en la política de conocimiento del empleado. El concepto debe ser más abarcador. No solo empleado es decir relación laboral, debe incluir a los directores y dignatarios que son los vigilantes de los administradores.

El buen gobierno corporativo contempla la existencia de un comité de nominación, elección y evaluación de directores que permite poner en práctica una política del conozca al director dignatario.

6. ¿Y quién vigila al vigilante, quien ayuda al ayudante?

La efectividad de los controles podrá ser efectuada por auditores externos u otros especialistas independientes con experiencia sobre el tema. Llama la atención el uso del verbo podrá y que no sea deberá.

Se lanza un auxilio en la ley 23 de 2015 a la función de auditoria interna lo cual es positivo, pero en cierta medida insuficiente. Se señala que deberá ser dotada con presupuesto para poder ejercer su rol con independencia y efectividad. La auditoríainterna requiere un tratamiento más completo en el régimen jurídico panameño. En la actualidad está mal regulada.

7. ¿Con la misma vara que midas serás medido?

Un impacto se da en el tema de los servicios de corresponsalía. Es interesante observar que Panamá ha experimentado cambios en el tema de evaluación por parte de las entidades corresponsales producto del ingreso del país a la lista gris del GAFI. El 12 de noviembre de 2014 FINCEN del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, mediante su comunicación FIN 2014

10009 señaló a las entidades en Estados Unidos que el 24 de octubre el GAFI había actualizado su lista de jurisdicciones son deficiencias estratégicas en materia de blanqueo. Les advirtió que estos cambios pueden afectar la obligación de las instituciones financieras de Estados Unidos de debida diligencia basada en el enfoque de riesgo. Las invitó a considerar los riesgos asociados con instituciones bancarias de los países en la lista que incluyen, entre otros, Afganistán, Albania, Angola, Guyana, Iraq, Kuwait, Nicaragua, Pakistán y Panamá.

Esto a la inversa es precisamente lo que requiere el artículo 27 numeral 2 de la ley 23 de 2015

8. Ayuda externa

Otro impacto importante será el tema de la tercerización. Con el fin de ser teóricamente más eficientes y efectivos, la ley 23 de 2015 introduce la figura a la tercerización por medio de las denominadas empresas de cumplimiento. Surge un nuevo negocio. Nuevos costos. Nuevos actores. Todo ello está bien siempre y cuando vaya claramente acompañado de nuevas responsabilidades que no puedan ser obviadas en la práctica.

Estas empresas de cumplimiento: “Son aquellas que debidamente registradas ante el organismo de supervisión, se dedican a ofrecer el servicio de debida diligencia a sujetos obligados financieros, sujetos obligados no financieros y actividades realizadas por profesionales sujetas a supervisión, que los contraten para cumplir con los objetivos de esta ley.”

Aquí es importante tener claro donde se mantienen las responsabilidades. Se puede recurrir a empresas de cumplimiento para que asistan en los procedimientos de identificación de cliente, identificación de beneficiario final y comprensión de la naturaleza comercial o transaccional del cliente. No obstante los sujetos obligados financieros son responsables con respecto de las medidas desarrolladas por el tercero.

Igualmente no debe afectarse la figura del oficial de cumplimiento. Figura clave que se ha desarrollado con los años de ejercicio y que debe ser apoyada y no desmejorada.

En el derecho comparado por ejemplo, se observa un interesante caso en el que el presidente de una entidad financiera ha sido sancionado por no apoyar a su oficial de cumplimiento.

El 19 de junio de 2015, la Comisión de Valores de Estados Unidos suspendió por año al presidente de una firma de asesoría de inversiones de actuar en funciones de cumplimiento y de supervisión por los reclamos de que dicha persona le dedicaba consistentemente recursos insuficientes al oficial de cumplimiento. Como parte del arreglo el presidente de la empresa acordó pagar un multa de US45,000. En adición la firma pagará US150,000 de multa y dos de sus antiguos ejecutivos pagarán una multa de US45,000 cada uno.

El presidente no llevó a cabo de forma oportuna programas de revisión de cumplimiento en dos años y no implementó y no hizo cumplir las políticas y procedimiento y el código de ética durante el mismo periodo.

De acuerdo al regulador el presidente de la empresa decidió no hacer del cumplimiento una prioridad, en su lugar instruyó al oficial de cumplimiento a enfocarse en otras responsabilidades no de cumplimiento.

No evaluó adecuadamente la efectividad de las políticas de cumplimiento, procedimiento y código de ética ni probó la implementación en la firma e ignoró numerosos pedidos de ayuda por el oficial de cumplimiento. ¿Qué tal si seguimos el ejemplo en Panamá?

9. Un cambio en acceso a la información.

El artículo 16 de la ley 23 de 2015 dispone que la SBP podrá solicitar la identidad de los depositantes que sea necesaria para el debido cumplimiento de las normas de prevención de blanqueo de capitales. La norma limita a la SBP al indicar que la información que se requiera de las entidades debe ser parte únicamente de la supervisión en materia de prevención de blanqueo de capitales.

Esta norma donde se observa claramente una especie de solución de compromiso se debe complementar con la siguiente disposición, bastante más abarcadora y que dispone que en cumplimiento de memorandos de entendimiento, el superintendente de valores puede requerir información bancaria, la misma será solicitada a través de la Superintendencia de bancos. La Superintendencia de bancos para tales efectos está facultada para solicitar a las entidades bancarias información de pasivos e identidad de los depositantes.

10. Congelamiento preventivo

Los sujetos obligados se convierten ahora en entidades con la facultad legal para efectuar lo que se denomina un congelamiento preventivo. La consecuencia práctica es que entes privados proceden a poner fuera del comercio con la simple recepción de listas emitidas por el Consejo de Seguridad de la Naciones Unidas por parte del Ministerio de Relaciones exteriores y la UAF. La intervención judicial es posterior como medida de ratificación vía el sometimiento del congelamiento preventivo al control judicial de la Sala Segunda de lo penal de la Corte Suprema de Justicia. La medida se encuentra revestida del principio de legalidad. Solo podría ser declarada inconstitucional la norma por el pleno de la Corte Suprema de Justicia. Consideramos que la medida puede ser considerada inconstitucional por atribuir organismos privados la facultad, privativa de autoridad judicial, de determinar la puesta fuera del comercio de bienes, en este caso cuentas bancarias.

Por último y como punto aparte de los diez mayores impactos he dejado el tema casi que tabú de las sanciones.

Las sanciones deberán ser aplicables no solo a los sujetos obligados, sino también a quienes permiten o autoricen el incumplimiento de las disposiciones de la ley.

Se hace referencia a la Responsabilidad corporativa. Para los efectos exclusivos de las sanciones los actos y conductas del personal directivo, dignatario, ejecutivo, administrativo o de operaciones de los sujetos obligados son imputables al sujeto obligado y a las personas que ejercen las actividades por cuya cuenta actúan.

Por su parte las personas naturales autoras de tales actos y conductas quedan sujetas a las responsabilidades civiles y penales en los términos previstos en la ley 23 de 2015 y en el código penal, ello conforme al artículo 57 de la ley 23 de 2015

Conforme al artículo 51 del código penal vigente cuando una persona jurídica sea creada o usada para cometer delito, siempre que sea beneficiada por él, se le aplicará cualquiera de las siguientes sanciones:

1. Cancelación o suspensión de la licencia o registro por un término no superior a cinco años.

2. Multa no inferior a cinco mil balboas ni superior al doble de la lesión o al beneficio patrimonial.

3. Pérdida total o parcial de los beneficios fiscales.

4. Inhabilitación para contratar con el Estado, directo o indirectamente, por un término no superior a cinco años, la cual será impuesta junto con cualquiera de las anteriores.

5. Disolución de la sociedad.

Conforme al artículo 129 del código penal los autores y los partícipes están obligados solidariamente al pago de los daños y perjuicio también están obligados solidariamente con los autores y los partícipes del hecho punible, al pago de los daños y perjuicios, las personas señaladas en el artículo 1645 del código civil. Dicho código civil señala desde 1917:

- Artículo 1645. Código Civil: La obligación que impone el artículo 1644 es exigible no solo por los actos u omisiones propios, sino por los de aquellas personas de quienes se debe responder.

- … son responsables solidariamente los dueños o directores de un establecimiento o empresa respecto de los perjuicios causados por sus dependientes en el servicio de los ramos en que los tuvieran empleados, o con ocasión de sus funciones.

- La responsabilidad cesará cuando las personas prueben que emplearon toda la diligencia de un buen padre de familia para prevenir el daño.

- Artículo 1646. El que paga el daño causado por sus dependientes puede repetir de éstos lo que hubiese satisfecho.

Debemos usar más dicha norma y exigir responsabilidades a las entidades y las personas naturales que las administran y quienes supervisan a los administradores.

Estoy convencido que así no estaríamos en listas de colores. Pero como he dicho la clave es la voluntad.

LOGROS ALCANZADOS POR LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES PARA LA PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES, EL FINANCIAMIENTO DEL TERRORISMO Y LA LUCHA CONTRA EL FINANCIAMIENTO DE ARMAS DE DESTRUCCIÓN MASIVA

Autor: Oscar J. Rawlins Rodríguez

La República de Panamá tuvo un año 2016 lleno de retos y objetivos por alcanzar, la Superintendencia del Mercado de Valores como organismo supervisor de la actividad bursátil no escapó de dicha realidad y jugó un papel vital dentro de los objetivos alcanzados.

Es indiscutible como los panameños nos unimos para que en un año y medio, nuestro país lograse salir de la Lista Gris del Grupo de Acción Financiera (GAFI), a la cual había sido incluida durante el mes de junio del 2014. Fue una oportunidad para hacer un alto en el camino y revisar todo nuestro marco regulatorio, metodologías de supervisión, y la adopción de nuevas y mejores prácticas por parte de nuestras entidades financieras, siendo una gran oportunidad para conservar nuestro liderazgo financiero en la región.

El hecho de que Panamá, una de las grandes economías con mayor crecimiento sostenible de la región, se hubiese visto vulnerada en junio 2014, por motivo de debilidades y actualizaciones en su marco regulatorio, nos hizo replantear nuestros objetivos como país, debido a que estábamos bajo una observación minuciosa por parte de grandes entidades financieras internacionales, bancos extranjeros y jurisdicciones extranjeras que seguían con cautela los pasos que tomaría Panamá para mejorar su imagen reputacional. Nuestro país ha gozado de gran trayectoria debido a que siempre ha sido una plaza financiera en donde se reconoce su seguridad para invertir, certeza jurídica, gran reputación y facilidad para hacer negocios; pero al ser incluidos en la Lista Gris del Grupo de Acción Financiera, y Lista de Observancia de la Organización Internacional de Comisiones del Mercado de Valores (OICV, IOSCO por su siglas en inglés) en octubre del 2014 se creó cierta desconfianza en algunos mercados de capitales, lo que nos hizo reaccionar y darnos cuenta que tan vulnerable puede ser nuestra fortaleza como una economía de servicios financiero en general.

En su momento el mensaje para la Superintendencia fue claro: “Si la República de Panamá no es firmante pleno del Anexo A del Memorando

Multilateral de Entendimiento (MMoU) de IOSCO, las consecuencias serían demasiado graves a mediano y largo plazo". Debemos entender que este organismo internacional como miembro de la Junta Directiva del Fondo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) se encuentra comprometido en cuidar de la confianza en el mercado de capitales, teniendo como objetivo cerrar todas las puertas a las actividades prohibidas o ilegales dentro de la industria bursátil.

Independiente a lo reflejado en los distintos informes internacionales, no existía duda alguna sobre el reto que recaía sobre la Superintendencia del Mercado de Valores, pues tenía que reformar todo su marco legal a fin de que las actividades del mercado de valores realizadas en y desde Panamá se vieran fortalecidas. En materia de cooperación internacional, la Superintendencia del Mercado de Valores realizó reformas profundas sobre su marco regulatorio, a fin de contar con las herramientas técnicas y jurídicas para brindar todo lo relacionado a materia de consulta, cooperación e investigaciones internacionales. Una de las consecuencias directas a las que se enfrentó la plaza panameña fue el cierre inminente de ciertas cuentas de corresponsalía y la imposibilidad de abrir cuentas corresponsales nuevas, por tener presiones internacionales de otros reguladores del sector bursátil, en donde emitían advertencia sobre el evitar desarrollar actividades con la República de Panamá, las distintas instituciones financieras procedían con el fiel cumplimiento de la instrucción dada por los organismos de regulación, incluso se emitían alerta a los grandes inversionistas sobre desarrollar actividades bursátiles en Panamá.

En conclusión, desarrollar actividades relacionadas al mercado de valores se tornaba riesgoso, con mayores costos, y realmente restrictivo, debido a que tanto los clientes como sus transacciones eran sometidos a mayores revisiones por parte de los intermediarios financieros internacionales.

La Superintendencia del Mercado de Valores no dudó un segundo en hacer una revisión integral de todo el marco regulatorio, desarrollando tareas conjunta entre el sector privado y el sector público, a fin de corregir lo que fuese necesario en materia de prevención de blanqueo de capitales y el facilitar todo lo relacionado con la cooperación internacional, teniendo el convencimiento de ser una herramienta importante en la lucha contra la prevención de la comisión de actividades prohibidas dentro del sector bursátil local e internacional.

Así, se procedió con las reformas necesaria, cuyos objetivos alcanzados hoy podemos mencionar:

a. En materia de Prevención contra el Blanqueo de Capitales, Financiamiento del Terrorismo y Financiamiento de Armas de Destrucción Masiva, se emitieron los siguientes acuerdos reglamentarios:

FECHA	DETALLE DE LAS REGULACIONES
Acuerdo 4-2015 de 07 de julio de 2015	"Que dicta la Guía de Indicadores de Operaciones Sospechosas para las actividades del mercado de valores realizadas en o desde la República de Panamá."
Acuerdo 5-2015 de 15 de julio de 2015	""Por el cual se dictamina información y documentación adicional que deberá mantenerse bajo reserva, a la establecida en el artículo 331 de la Ley del Mercado de Valores". Con el objetivo de proteger la confidencialidad en materia de cooperación y asistencia internacional-MMoU de IOSCO.
Acuerdo 6-2015 de 19 de agosto de 2015.	"Que dicta las disposiciones aplicables a los Sujetos Obligados Financieros supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores, relativas a la prevención de los delitos de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva." Modificado por el Acuerdo 9-2015 de 25 de noviembre de 2015. (Texto Único).
Acuerdo 7-2015 de 19 de agosto de 2015	"Por el cual se establecen los requisitos para que las Casas de Valores y las Centrales de Valores actúen como Custodio Local Autorizado de los Certificados de Acciones Emitidas al Portador". Publicado en Gaceta Oficial No. 27853 de 25 de agosto de 2015.
Acuerdo 10-2015 de 15 de diciembre de 2015.	"Que reglamenta el cargo y establece las responsabilidades del Oficial de Cumplimiento de conformidad con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y la Ley 23 de 27 de abril de 2015; y se subroga el Acuerdo 9-2001 del 06 de agosto de 2001"

b. En materia de Cooperación Internacional, a fin de ser signatarios del Memorando Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información a nivel Internacional, las reformas fueron las siguientes:

FECHA	DETALLE DE LAS REGULACIONES
Ley 23 de 27 de abril de 2015	Reformas a la Ley del Mercado de Valores a fin de contar con las facultades facilitar la cooperación internacional.
Acuerdo 5-2015de 15 de julio de 2015.	"Por el cual se dictamina información y documentación adicional que deberá mantenerse bajo reserva, a la establecida en el artículo 331 de la Ley del Mercado de Valores". Publicado en Gaceta Oficial No. 27830 de 23 de julio de 2015.
Decreto Ejecutivo No. 408 de 19 de diciembre de 2016.	"Que establece los lineamientos aplicables al intercambio de información entre la Superintendencia de Bancos de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores". Publicado en Gaceta Oficial No. 28180-A de 19 de diciembre de 2016.

Las nuevas reglamentaciones emitidas fueron productos de muchas reuniones de trabajo para hacer frente al plan de acción acordado con la Secretaría Técnica de IOSCO y el Grupo de Acción Financiera (GAFI).

Retos para el Año 2017

Si el año 2015 y 2016, fueron años de grandes transformaciones y retos para los reguladores del sector financiero, el 2017 no se perfila distinto. Tenemos una hoja de ruta que seguir y un plan de acción que cumplir con el firme propósito de demostrar la efectividad e implementación de todo el marco regulatorio adoptado, tarea que debe hacerse de forma conjunta entre el sector público y el sector privado.

Para esto, la Superintendencia del Mercado de Valores se encuentra plenamente preparada a fin de hacer frente a estas evaluaciones, adoptando una nueva estructura organizativa a nivel institucional que busca fortalecer la Dirección de Prevención de Operaciones Ilícitas de personal especializado, herramientas tecnológicas e implementación efectiva de una metodología de supervisión basada en riesgo para los temas de prevención del blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de armas de destrucción masiva.

En materia de cooperación internacional, actualmente ya se tiene firmado varios convenios bilaterales con reguladores internacionales miembros de

IOSCO, a través de los cuales se encuentra dando atención a las cooperaciones internacionales. Todo este esfuerzo lleva un sólo mensaje a la comunidad internacional:"Panamá está comprometida a fortalecer su sector financiero, proteger su industria del mercado de valores, y conservar su nivel de competitividad en la región". El sector bursátil panameño debe sentirse confiado que el regulador del mercado de valores está tomando todas las medidas necesarias a fin de reestablecer la confianza en la plaza panameña y la recuperación de las cuentas de corresponsalía, trabajo que debe llevarse en forma conjunta entre todos los grupos de interés de la industria del mercado de valores.

Además de lo arriba mencionado, la Superintendencia ha trabajado de forma activa dentro de la elaboración del Plan Nacional de Evaluación de Riesgos y en las Estrategias Nacionales de Riesgos de los delitos de blanco de capitales, financiamiento del terrorismo y financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, ha formado parte de las mesas redactoras de la Declaración de Panamá para la obtención de la Presidencia del Comité Interamericano contra el Terrorismo (CICTE) de la Organización de los Estados Americanos (OEA) el cual tiene como objetivo principal promover y desarrollar la cooperación entre los Estados miembros para prevenir, combatir y eliminar el terrorismo, de acuerdo a los principios consagrados en la Carta de la Organización de los Estados Americanos.

Como parte de todo este proceso, la Superintendencia del Mercado de Valores continuará fortaleciendo sus planes de capacitación y especialización tanto para sus colaboradores, otros organismos de supervisión financiera y el sector privado. Como panameños debemos ver esta fase como una gran oportunidad para el fortalecimiento del desarrollo del mercado de valores y las actividades que se desarrollan alrededor de él, adoptando todas las reglamentaciones y herramientas de supervisión que incentiven que grandes instituciones financieras se establezcan en el territorio nacional, tomando ventaja de nuestra economía dolarizada, posición geográfica, nuestros servicios de registro y estructuración financiera, perfilándonos como una sede para la integración del mercado de capitales a nivel de la región.

Nuestro gran reto en el corto plazo es trabajar en la percepción internacional, mejorando el impacto reputacional sobre el sector financiero y la economía del país, procurando llevar nuestro sector del mercado de capitales al cumplimiento de las mejores prácticas internacionales.

DESPUÉS DE 16 AÑOS ESTAMOS VIENDO LA LUZ

Marelissa Quintero de Stanziola

Si nos remontamos al año 2002, cuando fue adoptado el *IOSCO MMoU* por el organismo internacional, como una herramienta de cooperación internacional e intercambio de información entre los reguladores del mercado de valores del mundo. Para el año 2005 IOSCO ratifica como punto de referencia para la cooperación internacional el requerimiento por parte de los países miembros de la firma de este memorando multilateral; y se fijó como fecha límite para que los reguladores se adhirieran el 1 de enero de 2010. Periodo aquel suficientemente prudencial para que los países miembros realizaran todos los esfuerzos para modificar sus leyes y lograr las facultades necesarias para su firma y su cumplimiento.

Posteriormente, la fecha límite fue pospuesta hasta el año 2013, en virtud de que varios países todavía no habían logrado los cambios necesarios tomando en cuenta lo complicado que puede ser las modificaciones de leyes ante órganos legislativos. En dicho año se establecieron medidas sancionatorias para aquellos países que aún no hubieran logrado las modificaciones necesarias en sus leyes para cumplir con los estándares.

IOSCO, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (conocida por sus siglas en ingles), fue fundada en el año 1983. Panama para el año 1996, antes de la creación de la antigua Comisión Nacional de Valores en junio de 1999, ya era miembro de este organismo internacional.

Antes de IOSCO existía creada en el 1974 la Asociación Interamericana de Comisiones de Valores, organismo serio que agrupaba únicamente a países como México, Canadá y Estados Unidos de Norteamérica y a países de Suramérica. En 1983 se reúnen en Chile con la propuesta de decidir ampliar el organismo a jurisdicciones de todo el mundo; uniéndose en el año 1984 Francia, Indonesia, Corea y Reino Unido; quienes fueron los primeros miembros fuera del continente americano. En la reunión anual en Paris en 1986 se toma la decisión de crear una secretaria permanente.

La organización que agrupa a la mayoría de los reguladores del mercado de valores del mundo y dicta las pautas de buenas prácticas y estándares con miras a proteger a los inversionistas y a los riesgos sistémicos. A la fecha

sus miembros representan el 95% de los mercados de valores del mundo. De los 128 miembros a la fecha 112 ya han firmado el MMoU. Quedando Panamá rezagada con países como Algeria, Bolivia, Kazajistán, Gana, Ucrania, Zambia entre otros que no son reconocidos por sus centros financieros como es el caso de Panamá.

Paralelo a la creación del MMoU en el año 2002, se ventilaba de moda los famosos principios de IOSCO y una metodología para evaluar su implementación. Eran 30 principios rectores del mercado de valoresdespués se incorporaron un par de principios más, relacionados a las centrales de compensación y liquidación, estos últimos eran los cucos sobre los cuales nadie quería entrar en la verificación de fondo y su cumplimiento, se percibían como complicados de entender y cumplir.

En aquel tiempo tuve la grata oportunidad de participar en eventos de capacitación relacionados al entendimiento de la metodología de evaluaciónde los principios de IOSCO, Panama posteriormente en el 2006 fue sujeto de evaluación por parte del Fondo Monetario Internacional en cuyo resultado obtuvimos un débil cumplimiento de los principios, informe se puede ver en la siguiente dirección: https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr0766.pdf

De estos principios principalmente el más difícil de lograr cumplir para nosotros era el de la facultad que debe tener el regulador de poder requerir información sobre cuentas bancarias y compartirla con homólogos en el extranjero, igualmente intercambio de información confidencial relacionada a las inspecciones e investigaciones. Precisamente aquellos necesarios para lograr firmar el MMoU de IOSCO.

En efecto la Superintendencia tienen firmados memorandos de entendimiento y cooperación entre varios países de la región como el Salvador, República Dominica, Honduras, Chile, México, Argentina, Costa Rica, y de Europa con España. Sin embargo esos memorandos no son efectivos, no han sido ni siquiera utilizados, ya que si en el fondo no se puede compartir la información que realmente es relevante para combatir las irregulares que se dan en los mercados de valores, no sirven de nada.

El 6 de noviembre de 2003 Panama hizo su solicitud formal para ser incluido como firmante del del IOSCO MMOU y en el 2005 se nos comunicó, que el regulador presentaba deficiencias legales para poder hacer cumplir con el

memorando y por tanto no era posible firmarlo. Cuales fueron esas deficiencias, principalmente las mencionadas anteriormente como imposibilidad de la antigua Comisión del Mercado de Valores (CNV) de obtener información y registros de cuentas bancarias para reconstruir una transacción de valores y de productos derivados. Y que la CNV no contaba con la facultad de compartir información no publica con sus homólogos en otros países.

Básicamente lo que teníamos que hacer era simplemente modificar los artículos sobre facultades del regulador, sobre las investigaciones y acceso a la información y confidencialidad, estos era los artículos 8, 263 y 267 del Decreto Ley 1 de 1999 (recuerdo estos números mejor que los actuales); en la actual Ley del mercado de valores serían los artículos 14, 30 y 331. Que sencillo suena y que ingenua era al pensar que se podía lograr en un corto o mediano plazo.

Me fui dando cuenta que lograr obtener información bancaria y peor aún compartirla con autoridades del mercado de valores era el insulto más grande que se le podía hacer al sistema bancario panameño, o por lo menos era lo que se pensaba hasta hace poco; ya sea por una cultura de confidencialidad que funcionó muy bien por muchos años en este país o simplemente por otros intereses y resistencia al cambio.

Lamentablemente al tocar las puertas con las autoridades panameñas y explicarles, (i) que no se trabada de *fishingexpedition* o de buscar información tributaria o fiscal sino única y exclusivamente se enmarcaba a irregularidades o infracciones propias del mercado de valores, (ii) que la cooperación debía estar dentro del marco de una investigación administrativa, (iii) que la información debía dársele el tratamiento de confidencial, es decir no era que se levantaba el secreto bancario, la información sigue siendo confidencial y el regulador extranjero no lo puede compartir con terceras personas; a menos que las conductas administrativas propias del mercado de valores se deriven actuaciones en otras esferas incluyendo la penal; no resultada ni remotamente viable.

La respuesta era con otras preguntas, ¿pero IOSCO tiene dientes? ¿qué nos pueden hacer? dejemos eso así, no nos va afectar. Y así estuvimos por largos 16 años, como el cangrejo para atrás y luchando contra la corriente. Resistencia y más resistencia.

Sin perder las esperanzas regresábamos una y otra vez al Ministerio de Economía y Finanzas quienes son por Ley nuestro enlace con el Ejecutivo y quienes tienen la iniciativa legislativa. Es decir sin el apoyo del MEF, esto no iba para ningún lado. Se ventilaron y redactaron proyectos de Ley con iniciativas innovadoras para lograr la firma como por ejemplo que fuera otra autoridad la autorizada a recibir la información y a compartirla con la SMV. Tiempo perdido verificando a la recordada ANIP (Autoridad Nacional de Ingresos Públicos) hoy día Dirección General de Ingresos. No es lo más recomendable, IOSCO busca que las autoridades del mercado de valores tengan los poderes amplios y suficientes, sin embargo al consultar al organismo era viable; no obstante, igualmente a los otros esfuerzos este tampoco prospero.

En la conferencia anual realizada en junio de 2010 realizada en Montreal, Canadá y a la cual tuve el placer de participar ya que Panamá era líder del grupo de trabajo sobre integración de mercados en Latinoamérica dentro del IARC (*InteramericanCommittee*) y COSRA y me instruyeron realizar la presentación de los avances del grupo de trabajo. En dicha conferencia el Comité de Presidentes de IOSCO decidió crear un *watchlist* o lista de observación que incluyera a los miembros que no habían aplicado a ser firmantes del MMoU para el 1 de enero de 2013.

Posteriormente en la conferencia anual llevada a cabo en Beijing, China en Mayo de 2012, se aprueban medidas sancionatorias para impulsar el cumplimiento de los países miembros que todavía no podían firmar el MMoU. Además de la lista de observación, como medida estaba la no participación en los comités o grupos de trabajo y el derecho a voto.

Y llegó GAFI a estremecer al sistema financiero panameño, con su lista gris. Las presiones empezaron a sentirse, con temas relacionados a la prevención del delito de blanqueo de capitales, corresponsales extranjeros cerrando cuentas a bancos y casas de valores. No quedó de otra que empezar a correr para lograr salir de esa lista gris.

Para el año 2014 empezamos a trabajar en las modificaciones necesarias para lograr salir de la lista gris de GAFI. El gobierno instauró un plan de acción liderado por el MEF para estos propósitos. Mientras tanto el tema de IOSCO continuaba ahí y por primera vez en la historia vimos la luz en el camino, nos dieron el visto bueno para aprovechar la coyuntura de la Ley antiblanqueo para incorporar lo que fuera necesario para salir adicionalmente de la lista de observación de IOSCO.

Por qué tenemos que esperar a que tengamos esta clase de presiones de organismos internacionales, que golpean al centro financiero panameño, que dañan nuestra reputación, que seamos considerados como jurisdicción de alto riesgo y no cooperadora, que cierren relaciones de corresponsalías, para realmente darnos cuenta que el mundo cambio, que la forma de hacer negocios es otra, que no podemos quedarnos en el *status quo* mientras el mundo gira hacia el cumplimiento de los estándares internacionales.

Dentro de los objetivos de la Ley 23 de 2015 para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento de terrorismo y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, se encuentra que los diferentes organismos de supervisión deben establecer las medidas para facilitar la cooperación internacional. En los que respecta el mercado de valores esta cooperación internacional está establecida y basada en el MMoU, así se aprovecha la coyuntura y se incorporan las modificaciones a los artículos que darían las facultades necesarias al regulador.

Recuerdo bien que en el momento de discusión del primer debate, tuvimos la suerte de que consultores del IMF y de IOSCO estuvieran en Panamá verificando las normas y los borradores de modificación. En dicho momento tuvimos que realizar ajustes a los artículos a fin de que cumplieran con los estándares internacionales, los cuales fueron vistos en segundo y tercer debate en la asamblea.

Sentada ante el pleno se acerca un diputado, y me dice licenciada, voy a poner una objeción a la modificación del numeral 28 del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores, toda vez que no puede tener el regulador facultades amplias para poder pedir información a toda persona. El regulador únicamente debe tener facultades para pedir información a sus regulados; en ese sentido estoy colocando una objeción. Quedé fría, y dije llegó mi momento para defender la norma propuesta y procedí a explicar al diputado que resulta que en Panamá existen personas que realizan o pueden realizar la actividades propias del mercado de valores sin la debida licencia y son a esas personas principalmente a los que nosotros estamos llamados a detener y poder cuestionar y poder sancionar. Que esto no era nada nuevo, que es el estándar internacional. Sin esas facultades no podíamos realizar nuestras funciones y objetivos fiscalizadores y sancionadores. Todavía el diputado no estaba convencido. Y por obra y gracia del espíritu santo, al lado mío tenía sentado al Lic. Rolando de León de Alba, excomisionado y quien entiende perfectamente del funcionamiento de los mercados. El Lic.

Del león salió a la defensa, y fue cuando el diputado dijo ok vamos a dejarlo así. Después me enteré quien era la casa de valores que estaba detrás de esa solicitud.

Ley 23 salió promulgada en marzo 2015 con los cambios necesarios, era momento para celebrar, me decía ahora si vamos rápido y vamos a lograr salir de la lista de observación de IOSCO. Que mejor momento para Panamá para su mejorar la reputación en relación al sector financiero y en especial en lo que respecta al mercado de valores.

En tiempo record se logró salir de la lista gris de GAFI. Fueron tomadas las acciones y lo logramos. Ahora nos corresponde un trabajo arduo de implementación y una revisión que ya inició la cual culminara en el 2017, no será nada fácil mantenernos fuera de dicha lista gris pero estamos haciendo lo mejor que podemos en tiempo record.

Pero la cosa no fluía tan rápido para el tema de IOSCO a pesar de contar ya con todas las facultades y poderes establecidas por Ley. Lo que único que se requería era firmar un memorando entre ambos reguladores financieros, Superintendencia de Bancos de Panama y Superintendencia del Mercado de Valores, tal y como lo dispone el numeral 28 del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores.Para septiembre de 2015 solicitamos formalmente al organismo internacional la incorporación de Panamá en el apéndice A del MMoU, aunque todavía no lográbamos la firma del mencionado memorando entre reguladores. Nos tocó difícil paso el 2015, paso el 2016, mesas de trabajo y discusiones entre ambas superintendencias y malentendidos que tuvimos que ir diplomáticamente solucionando.

Llegamos a un acuerdo, la Superintendencia de Bancos requería un instrumento con fuerza de Ley para dictar los lineamientos y parámetros en ese intercambio de información, por lo sensitivo de la información a ser intercambiada con el propósito de salvaguardar el manejo de la misma y su confidencialidad. Nosotros entendimos la preocupación, aceptamos y procedimos a trabajar en la redacción de un Decreto Ejecutivo. Todo esto implicaría mucho más demora, pero queríamos hacer las cosas bien.

Se suponía que para la reunión del *verificationteam* de IOSCO en noviembre de 2016 ya Panama debía tener firmado tanto el Decreto ejecutivo mencionado y el memorando entre ambos reguladores. Lamentablemente no pudimos estar listos.

Así las cosas, surge el Decreto Ejecutivo 408 del 16 de diciembre de 2016. Si bien ha tardado un poco más la remisión de toda la información y documentación al grupo revisor de IOSCO liderado por Portugal con el apoyo solicitado de España, me siento satisfecha que las cosas se están haciendo bien, que son producto del mejor de los consensos entre gremios y en búsqueda de un sistema transparente.

El día jueves 19 de enero de 2017 en una ceremonia sencilla pero significativa, llevada a cabo en las oficinas de la Superintendencia del Mercado de Valores firmamos finalmente el memorando entre ambos reguladores.Teniendo ya todos las herramientas legales promulgadas y firmadas remitimos el paquete para revisión. Para marzo del 2017 se tiene la siguiente reunión del *verificationteam* y tenemos la esperanza de que nos den luz verde y que podamos lograr la firma después de tantos años de trabajar en este tema. Queda después ver la implementación, que no todo quede en letra muerta y que realmente seamos efectivos como país en la prevención y la sanción de conductas infractoras del mercado de valores, tanto a nivel local como internacional.

A veces me siento incrédula, sueño con ver hechos no sólo letras en un papel.

CIERRE DE CORRESPONSALÍAS, CÓMO AFECTA AL MERCADO DE VALORES PANAMEÑO

Marelissa Quintero de Stanziola

El cierre de corresponsalías es un fenómeno que empezamos a experimentar en el mercado de valores panameño a partir del año 2014. Viene derivado de la Banca y por sus secuelas en cascada afecta directamente al mercado de valores.

Primero los grandes bancos corresponsales de los Estados Unidos, Suiza entre otros, cierran relaciones con bancos locales a fin de minimizar riesgos, a su vez entonces el banco local establece políticas para cerrar relaciones con clientes denominados de "alto riesgo" llamase casas de valores, y estas a su vez cierran con clientes individuales.

El problema ha llegado hasta el nivel de que los bancos no desean abrir ni siquiera cuentas administrativas a entidades catalogadas como de "alto riesgo" situación que ha permeado hasta a los asesores de inversión, con el objetivo final de disminuir riesgos.

En términos prácticos, la corresponsalía consiste simplemente en contratos que realizan entidades financieras con otras entidades en otras jurisdicciones con el objeto de brindarles servicios a los clientes de estos últimos que se encuentran en otros países. Traducido al mercado de valores, contratos entre casas de valores y bancos o casas de valores extranjeras para accesar a mercados internacionales.

Este es un tema que realmente preocupa debido a que la plaza financiera panameña se mueve principalmente por sus corresponsales y en especial en el mercado de valores. En específico el apetito para establecer una casa de valores en Panamá es principalmente por las ventajas regulatorias en donde es permitido realizar operaciones en o desde la República de Panamá. Ese "desde" precisamente esta enlazado con la corresponsalía, es decir; obtengo la licencia de casa de valores, monto las oficinas en Panamá y através de contratos de corresponsalías acceso a los mercados de todo el mundo. Sin la celebración de estos contratos o la cancelación de los mismos, sencillamente no se puede realizar el negocio. Es imprescindible este tipo de relaciones.

Nos preguntamos entonces, ¿será que el cierre de relaciones sólo está ocurriendo en Panama?, ¿será que por estar en la lista gris de GAFI, será que FINCEN colocó como alto riesgo a las casas de valores panameñas y que por tanto los corresponsales merecen la realización de una debida diligencia ampliada, que en definitiva tiene mayores costos?. Hay de todo un poco. Lo cierto es que no se trata sólo de Panama, o que los corresponsales más grandes del mundo sólo cierran cuentas a entidades panameñas, esto está ocurriendo en todas partes del mundo.

No se trata de Panamá es un fenómeno mundial, que apunta directamente a un incremento de exigencias en los mecanismos de prevención del lavado de dinero, financiamiento del terrorismo, requerimientos a los bancos de cumplir con Basilea III sobre la solvencia y liquidez de la banca, las exigencias de GAFI en donde a través de su lista logra presionar a los países para que se pongan a tono con los estándares interrelaciónales y principios generales para prevenir el blanqueo de capitales, están son la cosas que han incrementado las exigencias de los bancos corresponsales con sus clientes financieros (casas devalores) determinado por factores de costo beneficio y por políticas internas sobre *de-risking* el cierre de las cuentas con intermediarios financieros.

El denominado *de-risking* precisamente está asociado con temas de rentabilidad, de los nuevos costos regulatorios para prevenir el lavado y sobre todo de un tema reputacional.

Aunado a lo anterior, en Panama existe otro factor que suma al riesgo que se percibe de las entidades financieros panameñas y es en general una falta de políticas de gobierno corporativo en especial de las casas de valores; a parte de una falta de cultura real de denuncias de transacciones sos-pechosas.

Por todo lo anterior, es que los bancos corresponsales como todo negocio buscan aumentar su rentabilidad y los rendimientos que les dejan estas relaciones son bajos en proporción con lo que cuesta mantenerlas en término de cumplimiento.

Los bancos tienden a irse por posiciones más conservadoras, pero consideramos que no es necesario rechazar totalmente todos los riesgos; lo

más importante es cómo saber administrarlos, teniendo los controles, las políticas, un buen gobierno corporativo se puede en gran medida minimizar.

CAPÍTULO III

ÉTICA, TRANSPARENCIA Y GOBIERNO CORPORATIVO EN EL MERCADO DE VALORES

LA TRANSPARENCIA EN EL MERCADO DE VALORES

Yolanda G. Real S.
Directora de Emisores, Superintendencia del Mercado de Valores

Para desarrollar el tema sobre la transparencia en el mercado de valores, es importante definir lo que es el mercado de valores, tomando como referencia el Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales de Manuel Ossorio quien lo define como "el conjunto de acciones, títulos y efectos mercantiles, privados y públicos, que se negocian en bolsa, con expresión de sus cotizaciones en la última sesión celebrada o en otro lapso a que se haga referencia".[1]

Continúa el Autor señalando que, "se trata de una actividad especulativa en gran parte, sin excluir la provisión de fondos que los titulares de los valores consiguen enajenándolos cuando quieren, y la inversión que puede significar para los que cuentan con capitales disponibles y juzgan sólida y remuneratoria la adquisición de esos títulos; a todo lo cual se suman las ventas y compras basadas en las ganancias por el alza o baja actual o las previsibles a cierto plazo".[2]

En otras palabras, el mercado de valores es un mercado especializado donde se canalizan los ahorros internos y externos para su inversión en actividades productivas, poniéndolos a disposición de aquellos que buscan financiamiento en condiciones atractivas y competitivas. De esta forma las empresas y los distintos proyectos encontrarán en este mercado oportunidades para financiar sus necesidades; las cuales serán además usualmente ventajosas.

Es un mercado que basa su desarrollo en la confianza que inspira, ésta a su vez depende de la protección que se diseñe a favor del inversionista. La protección al inversionista es primordial y para ello es importante que no tome decisiones al azar. Debe evaluar apropiadamente su decisión, y para contribuir a ello necesita acceder a la información que se requiera.

[1] Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales, Manuel Ossorio, p. 619.
[2] Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales, Manuel Ossorio, p. 619.

Por lo anteriormente expuesto, es esencial que exista un buen estándar de transparencia de información. En virtud de ello, las entidades que intervienen en el mercado de valores están expuestas a la observación del público en general, por lo que se hacen públicas sus operaciones y actividades.

Cuando un emisor decide emitir valores para oferta pública, adquiere el compromiso de someterse a condiciones de información más severas, en razón de que el mercado exige conocer con la mayor precisión posible la situación económica y financiera de la empresa emisora para así permitir al público adoptar decisiones correctas de inversión.

El principio de transparencia somete al emisor a la disciplina del mercado, estimula el manejo profesional pues al hacerse público requiere demostrar eficiencia en su administración, operatividad y por ende en los resultados.

En Panamá, al igual que en países que cuentan con mercados de valores regulados, la información se logra a través del "Prospecto Informativo", documento que sirve de medio de venta de los valores, y de los reportes que periódicamente deben remitir los emisores a los tenedores de los valores, a la entidad reguladora, y a la bolsa en la que son negociados.

La obligación de informar es continua y permanente, es decir, no es suficiente con la remisión periódica de estados financieros, sino también la divulgación de aquellos hechos que podrían influir en la toma de decisiones de los inversionistas que se conocen como "hechos de importancia o relevantes".

Un ingrediente esencial en el manejo del mercado de valores es la confianza de sus actores, donde la transparencia se convierte en la piedra angular para obtener y mantener una relación de confianza al tener a disposición del público inversionista o general, información suficiente, oportuna y fidedigna que permita que esos actores puedan tomar mejores decisiones de inversión.

Se traduce en la presencia de mecanismos que permitan el acceso oportuno, por parte de todas las entidades y personas que participan en el mercado de valores (inversionistas), a información adecuada respecto a los valores que se negocian en el mercado y a los emisores de dichos valores.

Además de contribuir en el desarrollo eficiente del mercado de valores, en cierta forma instaura un componente de equidad en dicho mercado, toda

vez que equipara las oportunidades y minimiza el uso de información privilegiada. Siendo la transparencia un principio a seguir, su alcance será gradual en función de la evolución de cada mercado de valores.

La transparencia no se logra por sí misma, para que ésta cumpla con la función de protección al inversionista es necesario que exista un conjunto de mecanismos convenientemente implementados, a saber:

a. Estándares de contabilidad y de auditoría internacionalmente aceptados.

b. Existencia de intermediarios honestos, capitalizados y supervisados adecuadamente.

c. Posibilidad de que el inversionista formule sus reclamaciones.

d. Leyes que permitan la supervisión y sanción de los que operan en el mercado de manera no adecuada.

"ÉTICA SE ESCRIBE CON "E" DE ÉXITO"

Oscar J. Rawlins Rodríguez
Abogado

Cada día toma mayor relevancia el tema ético en los negocios. El pensamiento de la dicotomía entre la relación comercial y el escrutinio entre los trabajadores, clientes, proveedores, anunciantes e incluso entre las relaciones verticales dentro de la organización, sobre el debido cumplimiento de estándares éticos necesarios para el éxito de toda organización, deja de tener fundamento práctico.

Cuando se habla de la ética en los negocios, muchas veces es asociado a pensamientos filosóficos o incluso etéreos, entendiendo esto como un estado del deber ser, o algo que se desea alcanzar. En otras ocasiones se confunde con términos como lo son, responsabilidad social corporativa, ciudadanía corporativa, responsabilidad social empresarial, entre otros. La ética en los negocios lo tenemos que ver desde una óptica real y práctica, partiendo del hecho que es una disciplina que estudia el conjunto de valores, normas y principios incorporados en el quehacer diario de la empresa y en los negocios, con el objetivo de alcanzar una excelencia en la comunicación entre los negocios de la organización, la alta dirección o alta gerencia, los colaboradores, clientes, proveedores y demás grupo de interés.

Si lo conceptualizamos de esta forma, nadie podrá ver la ética como algo etéreo o filosófico, muy por el contrario, es algo concreto que debe estar siempre en el "*ADN*" de nuestras organizaciones, sin parecer que tiene un costo adicional; más bien, es algo que le da valor a la empresa, permitiéndole alcanzar logros u objetivos de acuerdo a su actividad y metas trazadas.

Si como emprendedores sólo nos preocupamos por la constitución de organizaciones que busquen el éxito económico, con elevados beneficios y rentabilidad, una envidiable cotización en bolsa, cumpliendo sólo de forma aparente con los elementos y leyes exógenos del negocio, como lo son: el no contaminar, pagar salarios justos y a tiempo, contar con un clima organizacional medianamente aceptable, no lograremos dar un valor agregado y sostenible a nuestras organizaciones.

En los últimos años hemos visto como escándalos de corrupción, afectaciones sociales o medioambientales, o incluso daños a la imagen

corporativa de una organización, destruyen la forma de hacer negocios, llevando empresas u organizaciones consideradas exitosas, a situaciones difíciles que le impiden continuar operando o mantenerse competitivas en su sector.

Debemos tener presente que, el adoptar prácticas éticas en los negocios, nos permite:

a. Crear una fortaleza e imagen empresarial, logrando obtener ventajas competitivas con relación a nuestros competidores.

b. Estrategia en la comunicación; elemento importantísimo para el éxito en los negocios, siempre comparto con mis colegas que el éxito de toda empresa se encuentra en la forma en cómo, tanto a nivel interno como externo, deseas comunicar tus ideas, valores y principios.

c. Clima organizacional, si se adoptan valores éticos empresariales, todos dentro de la organización deben saberlos y conocerlos, no es suficiente el contar un "Código de Ética y Reglamento Interno" para los colaboradores, cuando los miembros de la alta dirección o alta gerencia no lo ponen en práctica en el diario desempeño de sus funciones o toma de decisiones.

d. El desarrollar el nuevo concepto "de empresa económica-social", institución que se preocupa no sólo por cumplir con las normas a través de las cuales se desarrolla todo su entorno económico y de negocios, sino que también se preocupa por que sus colaboradores desempeñen sus funciones en un clima organizacional de forma motivada, colocando al ser humano por encima del negocio, sin sacrificios sociales, humanos o ambientales, creando una identidad corporativa por parte del trabajador.

Si trasladamos este concepto al mercado de valores, vemos que la Ley del Mercado de Valores (Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Texto Único), en su artículo 52 titulado *"Suspensión y revocación de licencia y otras medidas",* establece de forma clara la facultad que tiene la Superintendencia del Mercado de Valores para suspender o revocar una licencia concedida a una casa de valores, un asesor de inversiones, a un ejecutivo principal, a un corredor de valores o a un analista, restringir sus operaciones, o incluso prohibir la relación de una persona natural con licencia con una casa de

valores o con alguna entidad regulada o supervisada por la Superintendencia, siempre que se determine la comisión de prácticas deshonestas a la ética en la industria bursátil.

Con la emisión del Acuerdo 6-2015 de 19 de agosto de 2015, las entidades reguladas y supervisadas por la Superintendencia deben conformar un Comité de Ética y Cumplimiento que debe aprobar la apertura de las cuentas e inicios de las relaciones de negocios para clientes o actividades que deben realizar medidas de debida diligencia ampliada o reforzada; así como monitorear o tomar la decisión de suspender o dar por terminada la relación de negocios cuando así sea instruido por las autoridades competentes para estos tipos de clientes o actividades.

Es importante la implementación efectiva a lo interno de las estructuras corporativas de nuestros intermediarios, del Comité de Ética y Cumplimiento, el cual debemos diferenciar del Comité de Auditoría, debido a que sus funciones son totalmente distintas.

Las organizaciones, empresas y demás entidades del sector financiero, por lo general cuentan con sus Códigos de Éticas, Manuales de Procedimientos y Manuales de Prevención, que si bien es cierto son documentos importantísimos para la adecuada administración del riesgo de blanqueo de capitales, adopción de principios y pautas éticas en los negocios, se debe contar con una estructura encargada de la implementación efectiva de dichos principios éticos, con funciones claras dentro de la organización, siendo el responsable de realizar reuniones periódicas para coordinar actividades que no sólo permitan difundir dichos principios éticos-empresariales, sino que puedan concretizar y actualizar dichos principios al entorno dinámico de los negocios y la organización.

GOBIERNO CORPORATIVO EN FUSIONES Y ADQUISICIONES

Allan Binns

Diversos informes coinciden en que es altamente probable que el sector financiero panameño pudiera experimentar fusiones y adquisiciones en el corto plazo; producto, entre otros factores, de recientes cambios regulatorios (principalmente en materia de liquidez y cumplimiento). Este tipo de transacciones por medio de las cuales dos empresas se combinan (fusión) o una compra otra (adquisición), implican intrínsecamente un cambio del control de la empresa; tanto en los casos en que la transacción haya sido previamente negociada por la Junta Directiva y/o sus accionistas principales (oferta amistosa), como en los que no (oferta hostil o toma de control).

Ante una posible "ola"de fusiones y adquisiciones, es vital que las Junta Directivas de las empresas estén conscientes de su rol ante estas transacciones. En Panamá, como explicaremos a continuación, no existe claridad del rol de la Junta Directiva ante fusiones o adquisiciones; y la respuesta no parece ser obvia pues convivimos con dos sistemas contradictorios.

El sistema anglosajón ("SA") sostiene que la Junta Directiva tiene amplias facultades para actuar conforme mejor lo considere ante fusiones y adquisiciones, hasta el punto de realizar maniobras defensivas para evitar una toma de control. Este sistema se apoya en tribunales de justicia con larga tradición y precedentes judiciales, factores que permiten un resultado oportuno. Si bien nuestra ley de sociedades anónimas fue redactada en base a este sistema, nuestra ley solamente indica que, en caso de fusión, la Junta Directiva deberá someter el convenio de fusión a la aprobación de la Asamblea de Accionistas. No se indican expresamente otros deberes o facultades para la Junta Directiva en fusiones o adquisiciones. Aunado a lo anterior, esta materia no es usual de nuestros tribunales de justicia.

Por otra parte el sistema europeo ("SE"), que influyó nuestro sistema jurídico en general, sostiene que la Junta Directiva tiene un "deber de pasividad": una vez se presente una oferta y hasta que sea aceptada o rechazada por los accionistas, la Junta Directiva se deberá abstener de realizar cualquier operación que no sea propia de su actividad ordinaria o que tenga por objeto perturbar la oferta. En Panamá, este deber existe en un Acuerdo de la

Superintendencia del Mercado de Valores ("SMV"), aplicable exclusivamente a Ofertas Públicas de Compras de Acciones (conocidas como "OPAs") por empresas con acciones registradas ante la SMV. En otras palabras, aplica a un universo muy pequeño de empresas.

En vista de que convivimos con estos dos sistemas contradictorios y no habiendo claridad en cuál se debe seguir, listaremos algunas de normas y casos de ambos sistemas que consideramos aplicables para todo tipo de empresas:

1. Cuando se presenta una oferta, la Junta Directiva debe emitir públicamente su opinión, y adjuntar el dictamen de los trabajadores (SE, Directiva Europea 2004//25/CE); de forma tal que los accionistas puedan tomar una decisión informada.

2. Salvo la búsqueda de otras ofertas, la Junta Directiva deberá obtener la autorización de la Asamblea de Accionistas para realizar cualquier operación que no sea propia de su actividad ordinaria o que tenga por objeto perturbar una oferta (SE, Directiva Europea 2004//25/CE).

3. Cuando la venta de una empresa es inevitable, el deber de la Junta Directiva cambia de la preservación a la maximización del valor de la empresa para el beneficio de los accionistas (SA, caso *Revlon v. MacAndrews*). Lo anterior se traduce en la búsqueda de otras ofertas y/o procurar el mejor precio posible.

4. En fusiones, la Junta Directiva tiene el deber de actuar de manera informada y razonada respecto a la aprobación del convenio de fusión, antes de presentarlo para aprobación de la Asamblea de Accionistas *(*SA, caso *Smith v. Van Gorkom).*

5. Cuando directores o accionistas tengan conflictos de interés, estos deben demostrar que la transacción es justa, tanto en su estructura como en el precio (SA, *Weinberger v. UOP*). No obstante, la transacción se presumirá justa si se logra obtener la aprobación de la mayoría de los accionistas minoritarios, o de un comité de directores independientes. (SA, casos *Kahn v. Lynch*, *Unocal v. Mesa*).

Lo anterior son sólo recomendaciones que hemos "fusionado" de ambos sistemas, aplicables tanto a empresas que negocien sus acciones públi-

camente como a aquellas que no. Lo importante es debatir y normar, preventiva y no reactivamente. En otras latitudes, la ausencia de normas claras en esta materia ha provocado conflictos y/o transacciones truncadas que perjudican a los inversionistas, trabajadores y la economía en general.

BUEN GOBIERNO DE LOS REGULADORES

Dr. Carlos Barsallo
Abogado. Ex presidente Comisión Nacional de Valores

El sistema financiero panameño lo componen fundamentalmente las áreas de seguros, mercado de valores y las instituciones captadoras de recursos del público que incluyen los bancos, cooperativas y las sociedades de ahorro y préstamo. En el modelo panameño actual cada una de estas áreas tiene reguladores/supervisores especializados con su correspondiente gobierno corporativo.

El gobierno de los reguladores y supervisores, inspirados en la definición de **Kaufmann** de gobierno del sector público, es: *"la capacidad de la agencia para manejar sus recursos eficientemente y para formular, implementar y hacer cumplir políticas sólidas y regulaciones, y su habilidad para llevar adelante su mandato consistente con las más amplias metas y políticas formuladas por un cuerpo legislativo electo por el pueblo*".

Este artículo no aborda el tema del gobierno corporativo de las entidades privadas, empresas registradas en regulador de valores o de las empresas de propiedad estatal, total o mixta. Este artículo trata del buen gobierno de los reguladores del sector financiero, es decir de los que en muchos casos imponen las reglas de buen gobierno a los entes regulados. Para información sobre buen gobierno de las entidades privadas puede verse, entre otros, a Humberto Sierra Gómez, Edgar Suárez Ortiz y Mónica Restrepo Campiño, ***Prácticas de Buen gobierno corporativo en el Sector Financiero Latinoamericano***. Federación Latinoamericana de Bancos. FELABAN. Octubre 2007.

Los reguladores especializados panameños forman parte del aparato gubernamental y por lo tanto sus reglas y prácticas de gobierno son materia de derecho público y deben estar contenidas en sus leyes orgánicas, aun cuando la práctica panameña ha sido que sus estatutos orgánicos no sean, en el caso de banca y parcialmente en valores, leyes orgánicas sino decretos leyes. Seguros es la excepción.

Las normas más importantes en cuanto al gobierno de los reguladores son las siguientes: En materia de banca el Decreto Ejecutivo Nº. 52 de 30 de

abril de 2008 que adopta el Texto Único del Decreto Ley 9 de 26 de febrero de 1998, modificado por el Decreto Ley 2 de 22 de febrero de 2008; en materia de seguros, la ley 12 de 3 de abril de 2012 por la cual se regula la actividad de seguros en Panamá y en materia de mercado de valores, el Decreto Ley 1 de 1999, sus leyes reformatorias y la ley 67 de 2011. Estas normas especiales se complementan con normas gubernamentales de aplicación general siendo las fundamentales en materia de buen gobierno la ley 32 de 1984 reguladora de la Contraloría General de la República, la ley 38 de 2000 que regula el procedimiento administrativo, la ley 6 de 2002, llamada ley de transparencia, y el Decreto Ejecutivo 246 de 15 de diciembre de 2004 sobre el código de ética del servidor público panameño.

En Panamá la evolución de los entes reguladores en las últimas décadas los ha llevado por diferentes etapas: Desde un inicial vacío normativo, a dependencias ministeriales con órganos de gobierno compuestos de forma directa e importante por los propios regulados del sector privado (ejemplos, antigua Comisión Bancaria Nacional 1970-1998 y Comisión Nacional de valores en funciones de 1970 a 1999), a entes relativamente más independientes (ejemplo, Comisión Nacional de Valores en funciones de 1999-2011).

Las mejores prácticas internacionales sobre buen gobierno de los reguladores, en adición a las normas de derecho público,pueden encontrarse en los Principios de Supervisión Bancaria de Basilea, los Principios y Objetivos de la Regulación de Mercados de Valores de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y los Principios de la Supervisión de Seguros de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS). Existen además códigos de mejores prácticas y transparencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del Banco Mundial.

El buen gobierno de los reguladores se reconoce cada día más como un elemento de estabilidad financiera. El seguimiento o no de estas mejores prácticas de buen gobierno por los reguladores sale a relucir de tiempo en tiempo en los resultados de las diferentes evaluaciones internacionales a las que se someten los países en general y en específico los reguladores. Así concretamente el **Programa de Evaluación del Sistema Financiero. (*Financial Sector Assessment Program, FSAP,*** en inglés) es un trabajo conjunto entre el FMI y el Banco Mundial, contiene el tema del buen gobierno de los reguladores y supervisores en sus evaluaciones del cumplimiento de los estándares de regulación internacionales. (Ver: Carlos Barsallo. ***El buen***

gobierno de las agencias reguladoras y supervisoras. XVII Seminario sobre Actualización Aseguradora organizado por la Asociación Panameña de Aseguradora (APADEA, 18 de mayo de 2005).

Además del conjunto de referencias citadas, se han realizado esfuerzos por conocer más sobre las mejores prácticas de buen gobierno de los reguladores. A estos efectos, entre febrero a abril de 2007, el FMI condujo una encuesta a los reguladores del sector financiero de sus países miembros sobre prácticas de buen gobierno. Participaron 140 reguladores de 103 países. Panamá participó por conducto de la Superintendencia de Bancos y la Comisión Nacional de Valores. (Ver: Steven Seelig y Alicia Novoa. ***Governance Practices at Financial Regulatory and Supervisory Agencies.*** IMF Working Paper. 2008).

La encuesta permite ver lo que otros países y sus reguladores están haciendo en materia de buen gobierno y usar la información para determinar si las prácticas de gobierno del regulador afectan su desempeño regulatorio.

Podemos para efectos didácticos agrupar las principales áreas en materia de buen gobierno de los reguladores en cuatro, a saber: **A. Independencia, B. Responsabilidad, C. Transparencia y D. Integridad.** Veamos cada una de ellas.

A. Independencia

Contiene varios elementos fundamentales, entre ellos: 1. El mandato del regulador, 2. El nombramiento y la composición de sus autoridades, 3. La remoción por causa establecida en ley y 4. La independencia operativa y normativa del regulador. Todos ellos son esenciales, en la norma, y sobre todo en la práctica, para el buen gobierno del regulador.

1. Mandato del regulador

Uno de los elementos cruciales de todo regulador es su mandato. Es decir, ¿qué es lo que por ley debe hacer? Este mandato sirve de guía para el cumplimiento de sus funciones y constituye el parámetro por el cual se le exigirán resultados y se podrá brindar una adecuada rendición de cuentas y no una rendición de cuentos.

90%, de los reguladores bancarios que participaron en la encuesta mencionada ven el monitorear el riesgo sistémico y mantener la estabilidad financiera como sus mandatos. Las áreas de seguros y valores no consideran las actividades antes indicadas como sus mandatos. En lo que coinciden todos los reguladores encuestados es que ven la vigilancia y supervisión del sector financiero y sus instituciones, asegurar el cumplimiento con regulaciones, desarrollar regulaciones, prevención de crimines financieros y la protección del sistema de conductas indebidas en el mercado y/o de malas prácticas de negocios, como sus mandatos.

En Panamá se observa una tendencia originada en los años 70 de tener como mandato la promoción del respectivo sector que corresponde al regulador. Con ello se deja claro en la norma legal que la principal función del regulador es la promoción de la actividad específica, ya sea banca, valores o seguros. Este tipo de mandatos, superados en gran medida en la actualidad a nivel internacional, presentan importantes problemas a la hora del aseguramiento del cumplimiento de la normativa y de hacerla cumplir de forma firme, enérgica y sin contemplaciones.

La función promotora, importante sin duda - pero diferente -, en la misma cabeza que la función supervisora y de cumplimiento (conocido en inglés como *enforcement*) genera poderosos e insalvables conflictos de interés y usualmente lo que se observa es una tendencia a que exista menos exigencia en *enforcement* y más en promoción (Ver: Ana Carvajal y Jennifer Elliott. ***The Challenge of enforcement in Securities Markets: Mission Impossible?.*** IMF Working Paper. 2009), y Ana Carvajal y Jennifer Elliott. ***Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis.*** IMF Working Paper. 2007).

Podemos ver como ejemplo de independencia y del ejercicio de la función de hacer cumplir las normas (*enforcement*) las estadísticas reflejadas en la evaluación efectuada por el FMI al sector financiero de Panamá del año 2006 que señalan que la entonces nueva CNV impuso, por violaciones a la normativa de valores, en el año 2000, 153 sanciones administrativas, en el año 2001, 119 sanciones, en el año 2002, 67 sanciones, en el año 2003, 25 sanciones, en el año 2004, 21 sanciones y en el año 2005, 18 sanciones para un total de 403 sanciones en 6 años, algunas de ellas por el máximo permitido por la ley. (Ver: ***Offshore Financial Center Center Assessment Program. Republic of Panama. Detailed Assessment of Observance of Standards and Codes.*** September, 2006. Página 36).

La anterior cifra contrasta con las solo 8 sanciones impuestas en 30 años (1970-1999) por la antigua CNV (formado su órgano de gobierno parcialmente por los propios regulados), sin que ninguna fuera por monto significativo.

2. Nombramiento del regulador

El enfoque tradicional ha sido que el nombramiento del regulador responda a voluntad y discreción total de la autoridad correspondiente, usualmente jefe del Órgano Ejecutivo en conjunto con el Ministro de Economía. Es una selección sin investigación pública y sin ratificación por otro órgano del Estado, por ejemplo el Legislativo. El esquema tradicional presenta así poca transparencia y no utiliza las herramientas profesionales y científicas de búsqueda de talentos.

Al no haber filtro previo, oculta o posterga los problemas de conflictos de interés, lo cuales cuando son de conocimiento *a posteriori* por la opinión publica afectan la credibilidad y prestigio del regulador.

Las mejores prácticas recomiendan un nombramiento por concurso, con un proceso amplio y transparente de investigación y selección profesional del candidato/a y una ratificación pública por otras instancias independientes de quien nombra. Todo esto bien llevado, ayuda a fomentar la transparencia y rendición de cuentas. Mal ejecutado el proceso de nombramiento y ratificación, no constituye avance alguno.

En Panamá tenemos un sistema mixto. Un regulador, el de valores, es sometido a proceso de ratificación producto de reforma reciente a la normativa (ley 67 de 2011), otros dos reguladores (banca y seguros)no son sometidos a proceso a ratificación, no obstante en el caso de seguros ser la normativa de dicho sector la más reciente de las tres. Así el artículo 10 de ley 12 de 2012 expresamente exonera al regulador de la ratificación, lo cual es un retroceso ya que ley 59 de 1996 sobre seguros, leída en conjunto con ley 3 de 1987, sobre ratificación de funcionarios nombrados por Órgano Ejecutivo, así lo requerían. (Ver: Carlos Barsallo. **Gobierno Corporativo en la aseguradoras panameñas ¿A la vanguardia o rezagados?** Foro Anual de Seguros. Retos y Oportunidades en el mercado de seguros de Panamá. Capital. Hotel Miramar Intercontinental. Panamá, 29 de agosto de 2012).

Otro elemento fundamental es el origen profesional, laboral o empresarial de la persona a ser nombrada en el regulador o en sus órganos de gobierno. De acuerdo a la encuesta del FMI a la que se ha hecho referencia, tres cuartas partes, es decir, 105 de los 140 de los reguladores que participaron en la encuesta, no tienen representantes de sus llamadas *"industrias"* en sus juntas directivas. Es decir, en una amplia mayoría de los reguladores en el mundo se intenta que sean independientes de las empresas del propio sector que deben regular y supervisar. En Panamá la tendencia en la práctica es de que asesores profesionales (abogados, prestadores de servicios, etc.) de los regulados forman parte de las directivas del regulador, siendo quienes dictan la normativa a cumplir por sus propios clientes/regulados y conocen las apelaciones en los procesos administrativos sancionatorios de sus propios clientes/regulados. De 1999 a 2011 en la antigua Comisión Nacional de Valores no existió presencia directa de regulados en el órgano de gobierno del regulador. (Ver: Carlos Barsallo. ***Institution Building. Developing internal capacity to cover security market trends in emerging securities markets. Toronto Centre. Leadership Through Action. Developing the leaders of Tomorrow***. 2004).

3. Remoción por causa.

Más del 70% de los reguladores encuestados indican que las causales de terminación como miembro del regulador, antes del fin de su periodo fijo, están establecidas en la ley. La excepción más destacada y curiosa se encuentra en Norteamérica.

En Panamá, de forma positiva, las normas de los tres reguladores contemplan formalmente la necesidad de una causal establecida en la ley para que el regulador pueda ser removido de su cargo y luego de un proceso llevado a cabo por otra instancia, concretamente la Corte Suprema de Justicia.

No obstante, la práctica ha enseñado que ninguno de los reguladores bancarios desde la creación del nuevo regulador bancario en 1998 a la fecha ha completado su periodo fijo ya que formalmente han presentado su renuncia al Órgano Ejecutivo antes del vencimiento de su periodo. (Ver Carlos Barsallo. ***Principios de Buen Gobierno y Rendición de Cuentas.*** I Jornada de promoción de la integridad en el ámbito público y privado: Experiencia en Panamá. 4 de junio de 2008).

4. Independencia operativa y normativa

Se traduce, entre otros factores de tipo práctico, en la facultad o el derecho a contar con fondos suficientes para cumplir adecuadamente sus funciones y mandato y sobre todo el derecho a dirigir sus gastos sin conexiones entre sus operaciones y decisiones y el cuerpo político ni la autodenominada *in-dustria*.

Las normas de los tres reguladores usualmente contemplan en apariencia este derecho, pero en la práctica, y en el conjunto con otras normas vigentes, por ejemplo, ley de presupuesto, entre otras, las tornan en ocasiones vacías de contenido. Así por ejemplo, el Órgano Ejecutivo interviene en aspectos operativos de los reguladores, en mayor o menor medida, al tener la palabra final en el proceso de nombramientos del personal, el cual se hace depender así de instancias políticas y no técnicas.

Un avance formal y positivo ha sido la introducción por los tres reguladores de la carrera del supervisor, bancario de valores y de seguros. Esto constituye una herramienta que bien utilizada por todas las partes debe ayudar a fortalecer el activo más importante de los reguladores que no es otro que su recurso humano. Si se utiliza mal y se politiza lo único que hará es atrincherar personal y encarecer el servicio público.

Se interviene regularmente por instancias políticas en el tema como el uso de los recursos, al hacerse depender, por ejemplo, la asistencia a eventos internacionales, conferencias, cursos etc. de aprobaciones previas de Ministerio como el de la Presidencia.

Todo ello se encuentra reflejado en evaluaciones internacionalesy se ha dado en mayor o menor grado a lo largo de distintas administraciones, siendo una práctica que debe cambiar si se quiere mejorar y fortalecer el buen gobierno del regulador.

B. Responsabilidad.

Es el balance o contrapeso de la independencia o autonomía. Los reguladores y supervisores no son electos popularmente razón por la cual hay en ocasiones resistencia a su independencia por parte de las instancias políticas.

Se requiere necesariamente a la par de exigir autonomía, ser responsable y rendir cuentas. Concretamente de la ejecución, resultados, procedimientos y justificación de decisiones.

Todo lo actuado de ser sometido a revisión por terceros. Se requieren auditorias (*ex ante y ex post*). En la práctica, además de la correspondiente a la Contraloría General de la República, algunos reguladores se someten a auditorías por auditores externos independientes privados y los resultados, es decir, los estados financieros auditados se hacen públicos, lo cual es positivo.

La mejor forma de ser responsable es, sin duda, someterse a las diversas evaluaciones, en especial contra parámetros (*benchmarks)* internacionales y mejores prácticas y hacer públicos los resultados de dichas evaluaciones.

C. Transparencia

Es en gran medida, la calidad, relevancia y cantidad de información disponible al público. Debe incluir, sin ser la lista exhaustiva, objetivos, estructura de gobierno del regulador, marco institucional, procesos operativos y procedimientos, texto de futuras regulaciones para su consulta pública obligatoria y regulada, tiempo de respuestas, sanciones y medidas tomadas. Desde el año 2002, con la ley de transparencia, existe un marco de referencia legal en este sentido, lo cual es beneficioso para el ciudadano.

Se puede destacar que las consultas públicas previas a la adopción de acuerdos reglamentarios constituyen un aspecto en el cual se ha ido avanzando en tiempos recientes. Inicialmente eran llevadas a cabo desde el año 1999 únicamente por el regulador de valores por mandarlo su normativa con rango de ley. En el año 2012 se ha sumado el regulador bancario con la Resolución 43 de 7 agosto de 2012 con fundamento en el Tratado de Promoción Comercial con Estados Unidos (TPC). Igual ha hecho el regulador de seguros mediante el Acuerdo 2 de noviembre de 2012. (Ver http://barsallocarlos.blogspot.com/2012/08/avance-en-transparencia-financiera.html).

Se ha discutido en el pasado otro elemento importante de transparencia como la necesidad o no de publicar las sanciones y medidas disciplinarias tomadas por el regulador. Por un lado, se defiende la tesis que dicha

información no se debe hacer pública ya que trae perjuicios en la reputación de las entidades sancionadas. Por otro lado, se argumenta, y apoyamos dicho argumento, que las sanciones deben ser públicas ya que son, por una parte, el resultado final de un proceso administrativo que así lo requiere como una de sus etapas, y además, por el importante efecto disuasivo que conlleva la publicación. Se ayuda a prevenir actuaciones similares por otros. En materia bancaria panameña el tema queda, por disposición legal, a discreción del regulador.

Los mercados más desarrollados y competitivos hacen públicas, por obligarlo la norma y no quedar a discreción, las sanciones. El no informar al regulador sobre la imposición de una sanción por otro regulador es casual para la negación de una licencia. (Ver: ***Hong Kong regulator bans representative for hiding former disciplinary action.*** February 15, 2013. TrondVagen, Compliance Complete).

D. Integridad

Es un elemento transversal. Se apoya con la independencia. Así las elevadas reglas de nombramiento y las estrictas causales de remoción apoyan la independencia y la integridad. La independencia apoya la integridad ya que cuando el funcionario siente que es independiente no cede con facilidad a interferencia externa indebida.

La integridad se apoya con la responsabilidad ya que si hay que responder ante el público hay razones adicionales para el funcionario de mantener la integridad.

Elementos concretos que buscan reforzar la integridad son los códigos de ética. En el tema de códigos de ética los tres reguladores están obligados en sus respectivas normas a tenerlos lo cual es, sin duda, positivo. Falta por perfeccionar el mecanismo para asegurar su estricto cumplimiento.

En materia de integridad, se observa un retroceso en caso del texto de la normativa de mercado de valores y de seguros. Concretamente con ley 67 de 2011 en su artículo 20, un miembro del órgano de gobierno del regulador puede ser una persona que ha cometido cierto tipos dedelitos, por ejemplo, delitos contra la libertad individual, contra la inviolabilidad del secreto y el derecho a la intimidad o delitos contra la administración de justicia como por ejemplo, simulación de hechos punibles y calumnia en actuaciones

judiciales. Anteriormente la normativa de valores establecía claramente que no podía ser regulador quien hubiese cometido delito alguno.

En materia de seguros se da una situación parecida. Puede ser regulador en seguros quien no ha cometido delito doloso. Es decir, puede ser regulador quien ha cometido un delito culposo. Ejemplos de delitos culposos son el que comete el servidor público que culposamente omita realizar los controles a que este obligado en virtud de las atribuciones propias de su cargo, o el que comete un servidor público que culposamente dé ocasión a que se extravíen o pierdan dineros, valores, o bienes, cuya administración, percepción o custodia le han sido confiados por razón de su cargo. Esto es un retroceso ya que la ley 59 de 1996 establecía que no podía ser regulador quien hubiese cometido algún delito, sin distinguir entre dolosos y culposos.

Otro elemento que puede afectar potencialmente la integridad, así como la independencia, es que el regulador tenga o no dedicación exclusiva en el desempeño de su cargo. Por ejemplo en materia de valores se establecía expresamente la prohibición legal al regulador de ejercer el comercio. Dicha prohibición expresa se elimina con la reforma introducida mediante la ley 67 de 2011.

Por último, en materia de integridad resulta importante atender dos temas que son sensitivos. Uno de ellos es el establecimiento de estándares de conducta de los funcionarios en sus asuntos personales para prevenir conflictos de interés, lo cual se encuentra usualmente tratado en los códigos de ética y establecer adecuadamente las reglas sobre la actividad del personal (diferenciando según la posición) luego de dejar de laborar en el regulador.

En materia de mercado de valores se ha intentado una primera aproximación al tema en la ley 67 de 2011. Así se dispone que el Superintendente, en el año inmediato a la finalización de su periodo de ejercicio o de su renuncia, no podrá laborar para una entidad con licencia emitida por la Superintendencia que tenga una investigación administrativa en curso con la Superintendencia.

Esto es más de lo que se tenía antes cuando el tema no se trataba. No obstante, en nuestra opinión la prohibición es insuficiente y no sirve el propósito de impedir el conflicto de interés real. El conflicto puede surgir antes de la salida al decidir no investigar un caso por tener una futura oferta de trabajo en una entidad regulada.

Lo que procede es no permitir a la autoridad del regulador una vez termine su cargo o renuncie, laborar, por el periodo que se determine por ley, en ningún sujeto regulado por la autoridad. Es la práctica en Estados Unidos, España, Colombia, Perú, entre muchos otros.

El que no se establezca y mantenga integridad, tanto a nivel institucional como personal, expone al regulador a riesgos de incompetencia, en el mejor de los casos, y corrupción en el peor. Ambos tienen consecuencias negativas para el regulador y para el sector que regula y supervisa.

Conclusiones

Se debe continuar con la constante aspiración de que los reguladores tengan y cumplan con las mejores prácticas en materia de buen gobierno. Es una tarea constante que no termina. Esto debe establecerse en la legislación y sobre todo, siendo lo más importante, hacerse cumplir en la práctica. Lo anterior es imperativo para que los reguladores puedan cumplir adecuadamente sus funciones y para que tengan autoridad legal y moral (*moral suasion*) para exigir a los regulados cumplir con sus obligaciones.

La experiencia ganada entre los años 1999-2009, producto de los avances en el entorno internacional en materia de buen gobierno, ha mostrado, de manera general, una tendencia a mejorar en cuanto a la normativa de buen gobierno de reguladores, no obstante se observa en la actualidad en Panamá un retroceso en aspectos puntuales como los destacados en este artículo, siendo uno de lo más llamativo la reforma de algunas normas contentivas de normas de buen gobierno y su reemplazo por normas de menor calidad en la materia.

DIEZ EVENTOS IMPORTANTES EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMÁ

Carlos Barsallo
Abogado
Expresidente Comisión Nacional de Valores

En ***Ten Events That have Changed Corporate Governance*** publicado en ***Business 2 Community*** su autor, Aarti Maharaj, señala los que, a su juicio, son los diez eventos que en la última década han cambiado la forma en que se presenta el tema de gobierno corporativo. Su lista consiste en: 1. La Ley Sarbanes-Oxley; 2. La caída de Lehman Brothers; 3. La Ley Dodd-Frank (llamada también *Wall Street Reform and Consumer Protection Act)*; 4. El uso de las redes sociales; 5. *Sayonpay* es decir, el escrutinio por los accionistas de la compensación de los ejecutivos; 6. Protección de denunciantes; 7. Responsabilidad social corporativa; 8. El auge del cumplimiento del *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA); 9. El rol de las mujeres en Juntas Directivas y 10. La llamada *primavera de los accionistas* en el sentido del activismo y protestas públicas.

En Panamá, a nuestro juicio, los diez eventos más importantes de los últimos 11 años en materia de gobierno corporativo son:

1. Acuerdo 4-2001 dictado por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Representó toda una novedad ya que introdujo y trató por primera vez en el país el concepto gobierno corporativo en una norma jurídica. Si bien dirigido exclusivamente a entidades bancarias, y sin relación con el hecho de que las mismas tengan uno o varios accionistas, se debe considerar un avance en la introducción de prácticas de buen gobierno corporativo. Lo *sui generis* del sistema panameño es que introduce prácticas de gobierno corporativo en entidades que corporativamente pueden ser entidades de un solo accionista, en las cuales por ende no se dan los temas de gobierno corporativo propios de sociedades con multiplicidad de accionistas (derechos de accionistas minoritarios vs mayoritarios). Lo que en materia bancaria en Panamá se llama gobierno corporativo en ocasiones son más bien temas de normas de conducta, de ontología profesional y reglas de control interno

que impone el regulador bancario a la entidad bancaria con licencia expedida por dicha autoridad, todo ello con independencia de los derechos y deberes de los accionistas.

Por otro lado, el seguimiento y atención al cumplimiento de lo dispuesto en dicho acuerdo no es (o fue) del todo conocido por el público, con lo cual puede quedar la percepción de su poco uso, mientras estuvo vigente.

2. El llamado caso Adelag

Fue el primer emisor de valores registrado en el regulador de Panamá y con sus valores ofrecidos al público que oficialmente incumple con su obligación de pago a sus tenedores de valores. Se pudo comprobar en el proceso administrativo que debió conducirse en la Comisión Nacional de Valores que el emisor brindó información falsa y engañosa al regulador y al mercado.

Creó un precedente, en el incipiente mercado de valores local, y coincidió con la ola de escándalos financieros que azotaron el mundo en el año 2000 y siguientes, especialmente a los Estados Unidos (Enron, Worldcom, Tyco etc.). Se hizo evidente que era necesario mejorar la forma en que las empresas con valores registrados brindaban información al público y que era requerido exigir más a todos aquellos que ayudan profesionalmente a dichas empresas a acudir a los mercados, incluyendo grupos o entidades tales como abogados, contadores, auditores externos independientes, banqueros de inversión, entre otros.

El caso dejó igualmente en evidencia la urgente necesidad de que se mejorara la forma en que las empresas son gobernadas. Los procesos administrativos generaron multas históricas e importantes, para estándares panameños de la época, lamentablemente nunca canceladas por los obligados, lo cual las hace ineficaces. Dichas multas fueron confirmadas, con una excepción de una, por la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia. En ese sentido tenemos los fallos de la Sala III de la Corte Suprema de Justicia de Panamá de 28 octubre 2004, 10 de febrero de 2006 y 30 de enero de 2009 que trataron diversos aspectos del caso. El último fallo citado es particularmente importante ya que determinó que: “Para ubicar en su adecuado contexto la culpabilidad atribuida al señor….., es preciso referirse al régimen jurídico que le es aplicable a las personas que ocupan cargos de director y dignatario en su sociedad anónima……El sólo hecho de que

ocupara el cargo de director en la sociedad, como presidente, exige la aplicación del artículo 444 del código de comercio."

El artículo 444 del código de comercio citado en el fallo dice en su parte medular: "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 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 o de la violación de las leyes, pacto social, estatutos o acuerdos de la asamblea general."

3. Las Comisiones de Alto Nivel nombradas por la Comisión Nacional de Valores (CNV)

El regulador de valores ha estado siempre obligado por norma legal (procedimiento administrativo para la adopción de acuerdos) a someter previamente al público en general (a todo el mundo y no solo a un grupo en particular) todos los acuerdos que planee aprobar.

No obstante la anterior obligación legal, que es promotora de la transparencia, participación ciudadana y rendición de cuentas, en más de una ocasión, la CNV nombró comisiones de alto nivel para estudiar y hacer propuestas sobre temas que serían luego objeto de acuerdos y por ende sometidos a consulta pública. Dos de dichas comisiones trataron sobre el tema de buen gobierno y mejora en la transparencia de la información financiera. La primera comisión de alto nivel fue creada mediante Resolución CNV-432- de 30 de octubre de 2001, y conformada por Alberto Diamond (socio en ese entonces de la firma de contadores públicos autorizados KPMG, hoy Superintendente de Bancos de Panamá); Luis Laguerre representante designado por el Colegio de Contadores Públicos Autorizados y Presidente, en ese momento, de dicho gremio, Judith Anguizola (socia de la firma de contadores públicos autorizados Ernst & Young), Federico Albert (funcionario de banca actuando a título personal) y José Chen Barría (Ex Contralor General de la República y profesional independiente), quien fungió como secretario técnico.

La segunda comisión de alto nivel fue creada mediante Resolución CNV-027 de 3 de febrero de 2003 para tratar el tema de gobierno corporativo y contó con la participación de representantes de emisores, bolsa de valores, contadores, entre otros.

Ambas comisiones permitieron una colaboración entre representantes del sector privado y el regulador con el objetivo de lograr la mejor normativa posible.

4. Acuerdo 7-2002 dictado por la CNV.

Uno de los resultados de la primera comisión de alto nivel fue la adopción por la CNV del Acuerdo 7-2002 el cual introdujo importantes novedades en materia de transparencia de la información financiera, por ejemplo:

- Introdujo, por primera vez en Panamá, la obligatoriedad de una declaración jurada otorgada ante notario público firmada conjuntamente por el Presidente, Tesorero, Gerente General y el director financiero o el contralor de la persona registrada o sujeta a reporte en la que certifican a la CNV y al público en general, aspectos concretos que incluyen la certificación de que los estados financieros no contienen informaciones o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni omiten información sobre hechos de importancia. Estas personas certifican que son responsables del establecimiento y mantenimiento de controles internos en la empresa, que han diseñado los mecanismos de control interno que garanticen que toda la información de importancia sobre la sociedad y sus subsidiarias consolidadas, sean hechas de su conocimiento y que han evaluado la efectividad de los controles internos de la sociedad dentro de los 90 días previos a la emisión de los estados financieros. Esto fue luego replicado, con diferencias, por el Acuerdo 1-2010 de la SBP que establece los lineamientos sobre la integridad y veracidad de la información contenida en los estados financieros.

- En materia de consolidación y homogeneidad financiera, los estados financieros anuales de todas las sociedades que consoliden deben ser auditados por un solo contador público autorizado o firma de contadores públicos autorizados.

- En cuanto a las partes relacionadas, todas las personas registradas o sujetas a reporte ante la CNV deben informar sobre sus relaciones con partes relacionadas, independientemente que hayan realizado o no transacciones con aquellas.

- Los estados financieros anuales de las personas que solicitan por primera la expedición de una licencia en su favor o su registro como emisores no podrán ser acompañados de opiniones adversa o dictámenes que se abstenga de emitir opinión sobre los mismos.

- Constituye obligación de la persona registrada o sujeta a reporte informar sobre cambios en la designación del contador público autorizado que revisa sus Estados Financieros interinos, o del contador público autorizado o firma de contadores públicos autorizados que funjan como sus auditores externos, así como los motivos de dichos cambios.

- Las empresas registradas o sujetas a reporte debían acordar con sus auditores externos, la rotación obligatoria cada 3 años de su equipo de auditores, incluyendo gerentes y socios. La rotación obligatoria de equipo de auditores, establecida en esa época en 3 años fue posteriormente modificada mediante Acuerdo 6-2011 y ahora la rotación del equipo de auditores es cada 5 años.

Todas las anteriores fueron importantes novedades promotoras de mayor transparencia por parte de los emisores de valores y personas sujetas a reporte ante el regulador de valores.

5. Acuerdo 12-2003 dictado por la CNV.

Es quizás la pieza más importante ya que incorpora los principios de gobierno corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en una norma panameña. Estos principios publicados por primera vez en mayo de 1999 y revisados en 2004 son considerados uno de los 12 estándares para la estabilidad financiera internacional por el *Financial Stability Boa*rd y forman la base para componente de gobierno corporativo del *ReportontheObservance of Standards and Codes (ROSC)* del Banco Mundial.

Costó mucho trabajo su adopción dada la resistencia de sectores influyentes. La norma sigue el sistema denominado de cumplir o explicar (*complyorexplain*). Es decir, el emisor debe indicar si cumple o no con los principios de buen gobierno recomendados y en caso de no cumplir, lo cual es permitido, debe explicar las razones.

El acuerdo contiene recomendaciones que son de voluntaria adopción. Lo que si deviene obligatorio es la información y divulgación sobre la adopción o no de las recomendaciones. El brindar información falsa al respecto es violación a la norma y tendría que ser sancionado.

Fue adoptado como solución de compromiso en su momento. El sistema de cumplir o explicar tiene como fundamento o inspiración el sistema inglés del Informe Cadburry sobre buen gobierno. Este informe cumplió este año 20 años de haber sido publicado. En nuestra opinión y la de muchos otros, el sistema de cumplir o explicar que puede funcionar mejor en países anglosajones,no es de eficaz aplicación en otras latitudes, entre ellas, Panamá.

El International Corporate Governance Network (ICGN), organización global con cerca de 500 miembros de 50 países, que tiene como misión elevar los estándares de gobierno corporativo en todo el mundo celebró su decimoctava conferencia en Río de Janeiro, Brasil del 25 al 27 de junio. En ella se trató el tema de si los códigos de gobierno corporativo que siguen el modelo de cumplir o explicar funcionan alrededor del mundo.Compartimos exposición con Peter Montagnon, Senior InvestmentAdvisor, FRC del Reino Unido, quien presentó la postura de que sí funcionan.Nosotros pudimos exponer la posición de muchos de los expertos asistentes al evento de que estos códigos, y el sistema de cumplir o explicar, no funcionan en ciertas jurisdicciones, como por ejemplo Panamá, ante la falta de una fuerte institucionalidad, y de un real y efectivo seguimiento de las explicaciones que brindan las empresas.

6. Las mesas redondas latinoamericanas de gobierno corporativo organizadas por la OCDE.

Desde el año 2000 se han venido celebrando anualmente en Latino América mesas redondas sobre gobierno corporativo, a las que asisten, por invitación,expertos, reguladores, inversionistas, empresas emisoras y organismos internacionales. Son organizadas por la OCDE y cuentan con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo, la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial y el gobierno de España. En términos generales sus contribuciones al avance del gobierno corporativo en Latino América han quedado plasmadas en su influencia en el desarrollo de políticas y prácticas de gobierno corporativo en los diversos países de la región.

Existen iniciativas concretas como por ejemplo, el Circulo de Compañías de la mesa redonda latinoamericana de Gobierno Corporativo, circulo que reúne a empresas que con fieles creyentes de que el buen gobierno corporativo les ha generado valor el que se ha visto traducido en ganancias concretas para los accionistas.

Nuestra participación ha sido muy activa desde el año 2004, habiendo intervenido en diversas capacidades y roles en las últimas 8 mesas redondas celebradas.

7. El reporte en la evaluación de cumplimiento de estándares y códigos a Panamá por el Banco Mundial. (ROSC 2004).

En junio 2004 la CNV pidió al Banco Mundial que condujese un ROSC en materia de cumplimiento o implementación de los 23 principios de gobierno corporativo de la OCDE. El resultado fue que de los 23 principios de gobierno corporativo de la OCDE en Panamá tres principios se consideran observados, nueve principios se consideran ampliamente observados, siete principios se consideran parcialmente observados y cuatro principios se consideran materialmente no observados.

El documento es valioso ya que permite conocer la situación en Panamá a 2004 y permitirá, cuando se efectúe un nuevo ROSC, concluir si hemos avanzado, hemos retrocedido o nos hemos estancado en cuanto a la implementación efectiva de los principios de gobierno corporativo.

8. El Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá. (IGCP)

Surge como nuestra propuesta para atender una de las siete recomendaciones recogidas en el ROSC de 2004. Ha sido en la práctica la única recomendación atendida 8 años después de producida esta importante evaluación sobre el estado del gobierno corporativo en Panamá. A las otras recomendaciones no se les ha dado seguimiento alguno, no obstante su importancia.

Se sugirió o recomendó concretamente brindar mayor entrenamiento a los directores o personas que podrían ser directores sobre sus deberes como director frente a la sociedad, sus accionistas y partes interesadas.

Para cumplir esta recomendación se invitó por nuestra parte, de la CNV y sus comisionados de la época, a un grupo de personas visionarias e

interesadas en el buen gobierno corporativo en Panamá. Se estudiaron varios modelos internacionales incluidos el mexicano, el colombiano y el brasileño. En Brasil, el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) tiene un exitoso programa de capacitación de directores que ha servido de orientación para otros países.

Se trajeron a Panamá expertos como Jorge Fabre de México, Andrés Bernal de Colombia y Bengt Hallqvist de Brasil, quienes contribuyeron a un mejor entendimiento de la materia.

Gracias al apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo se pudo organizar el Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá el cual tuvo como su primer presidente a Joseph Fidanque. La labor desinteresada de numerosas personas entre ellas: Nancy Metzger, Matthew Sullivan, Julieta Rodriguez, Milton Chambonnett, entre muchos otros héroes anónimos,hizo posible que el IGCP fuese creado y funcione.

El IGCP contribuyó con la sección especializada sobre gobierno corporativo en la Biblioteca Nacional, ha generado varias encuestas sobre el estado de gobierno corporativo en Panamá, ha publicado las Guías sobre Gobierno Corporativo (puede ser obtenida en: http://www.igc-panama.org/images/stories/Guide/Guia.pdf) y ha realizado numerosas capacitaciones con expositores locales e internacionales a un gran número de personas que muestran interés sobre el gobierno corporativo en Panamá, una de ellas en conjunto con la Asociación Bancaria de Panamá (ABP) y otra con la Universidad Especializada del Contador Público (UNESCPA). Su valor como evento en la última década es diferente, y hasta mayor para aquellos que prefieren no asociar gobierno corporativo con regulación y normativa, ya que constituye una iniciativa privada y no regulatoria.

9. La red de Institutos de Gobierno Corporativo en Latino América (IGCLA)

A pedido del IBGC varios institutos en Latino América se reunieron y con el apoyo de la OCDE, y el Foro Global de Gobierno Corporativo durante la mesa redonda de gobierno corporativo celebrada en Santiago de Chile en 2009 acordaron organizarse en una red de institutos.

Posteriormente en mayo 2012 el Foro Global de Gobierno Corporativo invitó a once institutos de Latino América a asistir a una segunda reunión que fue

celebrada en Panamá. Se logró apoyo para establecer una Secretaria Ejecutiva.

La red de institutos funciona exitosamente contribuyendo al intercambio de experiencias sobre gobierno corporativo en la región. Un primer producto de esta red ha sido la publicación de la una obra colectiva la cual contó con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo y que recoge los avances en materia de gobierno corporativo en países de América Latina, Panamá incluida.

Los miembros del IGCLA son: Ecuador, Mexico, Chile, Colombia, Argentina, Brasil, Costa Rica, Panamá y Perú. El Salvador y Bolivia son observadores.

10. Los Acuerdos 1-2010, 4-2010 y 5-2011 dictados por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

Estos acuerdos tratan sobre transparencia financiera, auditorías de los bancos y gobierno corporativo de los bancos y las holdings de bancos.

El Acuerdo 4-2010 contiene novedades importantes en materia de responsabilidad de la junta directiva de bancos y sus *holding*s, en caso de existir. Así concretamente:

- Los directores de las entidades bancarias y sus holdings son responsables del buen manejo de la contabilidad, por tanto deberán asegurarse que existan sistemas y procedimientos adecuados para que tanto los estados financieros elaborados en sus respectivos bancos y la información complementaria sobre los cuales el auditor externo emite su opinión, sean preparados y presentados en forma confiable y veraz.

- Será responsabilidad de los directores, el vigilar que se haya hecho cumplir rigurosamente con los requisitos de los sistemas y procedimientos a los cuales hace referencia el párrafo anterior, dejando evidencia de ello.

- Los directores serán igualmente responsables por la omisión en los informes a la superintendencia o en los estados financieros del respectivo sujeto regulado, de información que afecte de manera sustancial y adversa a los sujetos regulados.

- También son responsables de asegurar que el plan general de auditoría externa sea congruente y adecuado para cumplir los aspectos de información financiera relacionados con las áreas más significativas y de riesgo del negocio bancario de la institución, tal como lo establece el Acuerdo de Gobierno Corporativo emitido por esta Superintendencia de Bancos.

- Todo lo anterior es sin perjuicio de las responsabilidades individuales que correspondan a los niveles gerenciales y departamentales por la ejecución de las políticas de la entidad.

El Acuerdo 5-2011 remplaza el Acuerdo 4-2001.El Acuerdo 5-2011 introduce importantes novedades, entre ellas, la obligación de los bancos de tener dos directores independientes. El 19 de junio de 2012, la Superintendencia de Bancos dictó el Acuerdo 4-2012. Este acuerdo prorroga la entrada en vigencia de la obligación de los bancos de incorporar el primero de los dos directores independientes que están obligados a tener en sus directivas.Los bancos tenían hasta el 1 julio de 2012 para nombrar a su primer director independiente. Ahora tienen hasta el 1 de octubre de 2012. El segundo director independiente debe ser nombrado a más tardar el 1 de julio 2013.

Conclusiones

Nuestra lista de eventos que han tenido incidencia en materia de gobierno corporativo en Panamá es diferente a la del autor cuyo artículo inspira este escrito. No obstante, hay puntos sobre los cuales observamos una clara tendencia mundial de la cual Panamá, sin duda, recibirá influencia. Por ejemplo, los casos de protección de denunciantes, el auge del cumplimiento del FCPA, las redes sociales y el activismo de los accionistas y el rol de las mujeres en juntas directivas, requieren reflexionar sobre el estado de situación de todos estos temas en Panamá.

Si tomamos, por ejemplo, el tema del rol de las mujeres en juntas directiva de empresas públicas, hoy día sabemos que este tema es muy importante en mercados desarrollados. En los Estados Unidos, 70% de las empresas públicas en dicho país tienen al menos una mujer en su Junta Directiva.

En Panamá hay 24 sociedades anónimas que tienen sus acciones comunes registradas en el regulador de valores (y con información disponible). Tienen

un total de 208 personas como directores. De esas personas, solo 18 son mujeres, es decir, el 9%. Catorce de las 24 sociedades no tienen ni una mujer en sus directivas. Hay ocho mujeres que son dignatarias, ninguna es presidente de junta directiva. Siete son simplemente directoras y tres son suplentes de directores.

Es evidente que se necesita crear mayor conciencia en la población en general sobre la importancia de todos estos temas.

Al ser reacciones a escándalos financieros, los eventos panameños que han cambiado la forma del ver el tema de gobierno corporativo en Panamá en la última década, son en su gran mayoría regulatorios o normativos, se exceptúan únicamente las actividades privadas del Instituto de Gobierno Corporativo.

Siendo el origen y naturaleza de los eventos de gobierno corporativo en Panamá de tipo regulatorio se requiere entonces la seguridad de que las normas dictadas se cumplan de manera efectiva. De no ser así son letra muerta.

EL ROL DE LAS ORGANIZACIONES PRIVADAS EN EL GOBIERNO CORPORATIVO EN AMÉRICA LATINA

Carlos Barsallo
Ex presidente Comisión Nacional de Valores de Panamá

El libro blanco sobre Gobierno Corporativo en América Latina elaborado por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2004) específicamente recomienda:

> *"Mejoramiento de Capacidades; Educación de los Directores:*
>
> *129. Los directores deberán ser incentivados a obligarse a un entrenamiento inicial y continuo, que les permita mejorar sus capacidades para desempeñarse de una manera profesional en sus funciones en el directorio.*
>
> *130. Los representantes del sector corporativo, en asociación con otras partes interesadas, tales como bolsas de comercio, grupos de inversión, etc., deberían incentivar y participar en el diseño y difusión de programas de entrenamiento, para promover el profesionalismo y la capacidad de los directores. Dichos programas proporcionados por institutos de directores, asociaciones de comercio, instituciones académicas y otras, pueden contribuir al desarrollo de una cultura de profesionalismo para los directores.*
>
> *131. Los programas de calidad para educación de directores, ya sean impartidos por institutos de directores, asociaciones de comercio, escuelas de negocios u otros educadores profesionales, juegan un rol clave en la creación de capacidades, incrementando el pool de directores calificados e independientes, para servir en los directorios de las compañías latinoamericanas. América Latina está en una etapa de reconsideración y de cambio en la concepción del rol de los directorios. Una participación más activa en la capacitación de directores por parte de directores de compañías experimentados y ejecutivos principales, puede ser de gran ayuda para dirigir la discusión hacia objetivos prácticos y más elaborados y para acele-*

rar la adopción de las mejores prácticas por parte de las compañías."[1]

La evolución del gobierno corporativo en América Latina se ha visto positivamente influenciada por las iniciativas y esfuerzos de organismos privados que han surgido en la última década.

Especial mención merecen los llamados institutos de gobierno corporativo, conocidos también en algunas jurisdicciones como institutos de directores. Estas organización privadas han sido descritas como "*actores bastante recientes en el panorama de gobierno corporativo en América Latina"* [2] los cuales han tomado importantes iniciativas de promoción de buen gobierno corporativo, incluyendo creación de conciencia, fijación de estándares, entrenamiento de directores y desarrollo de mecanismos para ayudar a los mercados a evaluar la calidad del gobierno corporativo de los emisores de valores de una manera más efectiva.

¿Quiénes son y qué hacen?

En la región Latinoamericana existen los siguientes institutos:
- Instituto Argentino para el Gobierno Corporativo (IAGO).
- Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC).
- Instituto de Gobierno corporativo de Costa Rica (IGC-CR).
- Centro de Gobierno Corporativo y Desarrollo de Mercados de Chile (CGC&DM).
- Bolsa de Valores de Quito de Ecuador (BGC).
- Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México (CEGC).
- Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGC-P).
- Asociación de Empresas Promotora del Mercado de Capitales de Perú (Procapitales).

Han surgido por diferentes motivos los cuales se pueden agrupar, con fines de estudio, en dos grupos: 1. Los que han surgido como respuesta del sector privado a iniciativas en materia de gobierno corporativo generadas desde el sector público y 2. Los que han surgido como positiva imitación e inspiración en institutos de la región, fenómeno que se ha extendido gracias

[1] Disponible en http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/22368983.pdf
[2] The Latin American Corporate Governance Roundtable. Building on a Decade of Progress. 2010. Página 10

a la vital coordinación y colaboración de organismos internacionales tales como la Corporación Financiera Internacional, Banco Mundial y Foro Global de Gobierno Corporativo.

Además de las recomendaciones del libro blanco sobre gobierno corporativo de la OCDE, cuando se han efectuado evaluaciones a la situación concreta del cumplimiento de gobierno corporativo en países de la región que han sometido voluntariamente a estas evaluaciones, se ha considerado y recomendado, con acierto, que las empresas en América Latina necesitan directorios cada vez más profesionales, formados por directores que tengan un conocimiento más que suficiente de sus deberes como directores. Obtener este conocimiento de forma regular y estructurada, no es ni fácil, ni evidente. Por ello se han sugerido que los directores bien pueden beneficiarse de la participación activa en institutos de directores o institutos de gobierno corporativo en los cuales puedan, entre otras cosas, compartir experiencias con colegas directores, al mismo tiempo que se forman y capacitan sobre sus importantes deberes fiduciarios.

A esta conclusión se ha llegado en varios de los Reportes de Observancia de Estándares y Códigos (ROSC, por sus siglas en inglés) que lleva acabo el Banco Mundial sobre el cumplimiento de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE que se han efectuado en América Latina.

Brasil. Chile, Colombia, México, Panamá, Perú y Uruguay se han sometidos a evaluaciones ROSC sobre gobierno corporativo. En el caso de Panamá la misma se efectuó en el año 2004 y una de las siete recomendaciones que contiene la evaluación fue precisamente: "la creación de una organización para entrenamiento de directores ayudaría a aumentar el profesionalismo del director, con entrenamiento proporcionado (en base a unos honorarios) y en adición representa una fuerza motivadora para el gobierno corporativo, proporcionando datos para futuras reformas."[3]

Así se da en el caso de Panamá, con el impulso del regulador del mercado de valores y la colaboración del sector privado a la creación del Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá. [4]

[3] Report on the observance of standards and codes (ROSC). Corporate Governance Country Assessment. Panama. Junio 2004. Página 15. Disponible en http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pan.pdf

[4] Barsallo, Carlos. Un instituto de Directores para Panamá. La Prensa, Panamá, 10 noviembre de 2006 Disponible en http://mensual.prensa.com/mensual/contenido/2006/11/10/hoy/opinion/791357.html

Un esfuerzo colaborativo

La creación de estos institutos privados es el mejor ejemplo de un círculo virtuoso en cual se puede observar la participación de numerosos actores y organismos que han progresivamente generando las condiciones para el establecimiento de espacios y organizaciones del sector privado que puedan contribuir, ya sea con la creación de conciencia sobre la importancia y ventajas del gobierno corporativo, en aquellas jurisdicciones donde el tema es aún incipiente[5], hasta el formación y capacitación profesional de directores para suplir la cada vez mayor demanda del mercado, en particular, pero no de forma exclusiva, por los denominados directores independientes.

Despertado el interés, en la mayoría de los casos por situaciones acaecidas en el ámbito empresarial, y que acaparan la atención de la comunidad de negocios (por ejemplo, fraudes y escándalos financieros), gremios tales como cámaras de comercio, asociaciones de ejecutivos de empresas, asociaciones de bancos, grupos de profesionales de servicios, tales como contadores, auditores y consultores y líderes empresariales con visión, entre otros, se han organizado y han establecido institutos de gobierno corporativo en la mayoría de los países de América Latina.

Las motivaciones han sido diversas, así como los objetivos y fines a alcanzar, con estos institutos. Se va desde poder lograr tener cierto grado de control en la agenda del tema, en caso de que el mismo presente una influencia marcadamente regulatoria, hasta la promoción publicitaria, por medio de un sello de calidad que pueda dar la pertenencia a estos institutos, pasando por el ofrecimiento directo de bienes (software, por ejemplo) y servicios, de consultoría sobre gobierno corporativo para las empresas.

En menor grado — aun cuando altamente necesaria en la región — se observa una agenda puramente investigativa, de estudio del tema/problema, análisis, planteamiento de planes de acciones y soluciones.[6] Esta tarea se encuentra mayormente pendiente, pero en evolución, para poder estudiar con mayor profundidad el tema del gobierno corporativo desde aspectos locales y propios de la región y de cada país en particular y no estar sometidos a los estudios, análisis y soluciones de problemas y realidades

[5] Por ejemplo, El Salvador y Bolivia no cuenta formalmente con Institutos de Gobierno Corporativo, no obstante han participado en la red de institutos de gobierno corporativo de Latinoamérica en calidad de invitados.

[6] En esta área destacan particularmente los institutos de Chile, México y Brasil.

ajenas a la idiosincrasia y necesidades autóctonas. La misma en aquellas jurisdicciones en las cuales se ha alcanzado un mayor desarrollo es producto de alianzas estratégicas con universidades privadas y/o centros de investigación.

Lo anterior no es de extrañar dado que como, hemos señalado, el tema del gobierno corporativo en general, este surge como una reacción a escándalos financieros de los cuales Latinoamérica no escapado. Igual, y es lógico esperarlo, es de forma reactiva y no proactiva se da el surgimiento de mucho de los institutos de gobierno corporativo de la región.

Como elemento catalizador en este círculo virtuoso se observa que los países han optado por el trabajo coordinado en materia de institutos de gobierno corporativo. Ha servido enormemente la labor del Foro Global de Gobierno Corporativo del Banco Mundial.

Con el aporte de consultores internacionales especialistas se ha logrado encarrilar las entusiastas iniciativas de personas u organizaciones en cada país de la región para formar así una Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina (IGCLA).[7]

El IGCLA*"es un organismo que reúne a once Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica con el objetivo de promover la implementación de buenas prácticas corporativas en general y mejorar las prácticas propias de cada instituto en particular.*

Esta red busca estandarizar determinados conocimientos comunes sobre Gobierno Corporativo de la región. Además, provee un espacio en el cual se comparten experiencias y desafíos por parte de todos los miembros para así enriquecer el debate.

Mediante la investigación, la recopilación de información y su posterior difusión, IGCLA procura velar para que las prácticas corporativas estén atravesadas por sólidos ejes de transparencia, ética, sustentabilidad y responsabilidad corporativa.

[7] http://www.igcla.net/

Por último, IGCLA se propone concientizar y educar a la comunidad empresarial, abrir el diálogo y el intercambio de experiencias y conocimientos útiles que engloben a toda la región para construir lazos entre los distintos países".[8]

Historia y evolución del IGCLA

"En el año 2009, el Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) solicitó la reunión de varios institutos de Latinoamérica en Santiago de Chile durante la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo. Es así como, junto con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF por sus siglas en inglés) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), se realizó una presentación de cada uno de los institutos y se intercambiaron ideas, conocimientos y experiencias sobre el manejo y la coordinación de los institutos de Gobierno Corporativo.

En Mayo de 2010, el Foro Global de Gobierno Corporativo invitó a once instituciones de Latinoamérica a participar de la II Reunión de Institutos en la ciudad de Panamá, donde el Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá actuó como anfitrión y el Foro y la OCDE como moderadores. En este encuentro se dialogó sobre las características de cada uno de los institutos, sus innovaciones, sus éxitos y el futuro del Gobierno Corporativo en la región.

Por otra parte, en esa oportunidad los institutos participantes solicitaron al Foro que les brindara su apoyo en la constitución de una Secretaría Ejecutiva para una Red Latinoamericana de Institutos con el objetivo de intercambiar experiencias y promover buenas prácticas de gobierno corporativo para alcanzar la sustentabilidad de cada institución.

En Octubre de 2010, se celebró la III Reunión de Institutos durante la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo coordinada por el Foro, la OCDE y la Corporación Financiera Internacional (IFC) en Río de Janeiro, Brasil. En la misma se acordó constituir tres grupos de trabajo: desarrollo de la página web; elaboración de un reglamento de la red; y confección de una encuesta estandarizada de gobierno corporativo."

[8] Red de Institutos de Gobierno Corporativo de América Latina. Newsletter No. 1- Mayo 2011.

El apoyo de organismos internacionales y consultores con experiencia ha sido fundamental. El mismo se ha dado desde el aspecto económico, el establecimiento de los llamados planes de negocio de los institutos, hasta la coordinación operativa de sus reuniones de trabajo periódicas.

El influjo de las mesas redondas latinoamericanas de gobierno corporativo organizadas por la OCDE ha permitido aprovechar sinergias y mantener en cierta forma unida y cohesionada la red del IGCLA.

Estas mesas redondas han jugado un papel clave en el apoyo a países de América Latina para avanzar prioridades tales como:

- Mejorar el impacto del inversionista institucional en materia de gobierno corporativo.
- Mejorar la efectividad de las juntas directivas;
- Mejorar el cumplimiento;
- Desarrollar códigos de gobierno corporativo y
- Promover la implementación de una variedad de buenas prácticas por medio del apoyo a institutos de gobierno corporativo locales.

Los institutos de gobierno corporativo han jugado a su vez un papel importante en las mesas redondas ya que han sido copromotores de las mismas y además proporcionan información de alta calidad para las discusiones que se dan en estas mesas redondas.

El beneficio obtenido por los institutos ha sido también evidente ya que les ha permitido entrar directamente en contacto en discusiones más amplias a nivel regional en materia del marco de políticas de gobierno corporativo, así como con prácticas propuestas para consideración por reguladores y otros que establecen políticas y que participan en las reuniones cada año.

Algunos logros concretos

Se han logrado resultados tangibles y de beneficio colectivo. Por ejemplo, existen publicaciones periódicas y especiales. A destacar la obra colectiva:**Gobierno Corporativo en Latinoamérica 2010-2011** publicación del IGCLA[9] y del Foro Global de Gobierno Corporativo, valiosa obra que in-

[9] Disponible en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES

cluye un estudio del estado del gobierno corporativo en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, México, Panamá y Perú.

Otra obra de gran valía es la Guía de recursos de Gobierno Corporativo Latinoamérica 2012. La misma documenta los recursos pertinentes a América Latina en general, así como a los países específicos que pertenecen a la red de IGCLA.[10]

En cuanto a actividades, cada instituto ha venido desarrollando eventos sobre gobierno corporativo en sus respectivos países logrando su mejor entendimiento y promoción. Pueden destacarse primeros congresos nacionales e internacionales sobre gobierno corporativo en cada uno de los países miembros del IGCLA.[11]

Aun cuando muy valiosas las contribuciones anteriores, el aporte más significativo de ciertos institutos, destacándose particularmente el Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa (IBGC), ha consistido en la capacitación y educación de directores.

El IBGC ha mostrado los resultados más relevantes de la región en materia de educación a directores. En el año 2012 su oferta de cursos incluyó:

- 49 cursos abiertos al público para 1,211 estudiantes, con 966 horas de clases.
- 26 cursos a empresas para 869 estudiantes, con 381 horas de clase.
- 64 horas de cursos de director de junta directiva.
- 16-24 horas cursos para empresas familiares.
- Programas de concientización para cooperativas financieras y médicas.
- Programas de un día de educación continúa en temas como compensación ejecutiva, administración de riesgo, reuniones de directorios, secretario de la junta directiva, etc.
- Programa de Curso basado en web
- Webinar de una hora con instructores en temas seleccionados[12]

[10] Disponible en http://www.gcgf.org/wps/wcm/connect/b9f17e804f76c064ab0aef0098cb14b9/ICGLA_Guide_2012.pdf?MOD=AJPERES

[11] En este sentido Colombia, Panamá y Costa Rica han venido desarrollando mayor actividad en materia de congresos y ciclos de conferencias sobre gobierno corporativo. El Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa es sin duda el referente en este y otros aspecto.

[12] Viegas, Leonardo, Director, IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, How to improve director education: TheBrazilianexperience. Ciudad de Panamá 23 de enero de 2014

Recientemente varios miembros de institutos de gobierno corporativo de la región tomaron el primer curso en español de entrenando a los entrenadores para la formación de capacitadores en temas de gobierno corporativo, específicamente en materia del juntas directivas. El curso tuvo lugar en Ciudad de Panamá el 12 y 13 de junio de 2014 y participaron personas provenientes de Ecuador, Colombia, Venezuela, República Dominicana, Chile y Panamá. Se ha procedido con el cuidado necesario de primero formar a los capacitadores lo cual ha permitido crear una primera generación o grupo de facilitadores/capacitadores en materia de gobierno corporativo. Luego se espera que estas personas a su vez capaciten a un importante número de personas sobre el rol y deberes de un director. Con ello se ayuda a suplir la creciente demanda por directores cada vez más profesionales que se observa en América Latina.[13]

Los institutos juegan también un papel, cuyo grado difiere de acuerdo a su grado de influencia en cada país, en el establecimiento de la regulación y las políticas públicas en materia de gobierno corporativo. Algunos han optado por favorecer y promover el gobierno corporativo por medio de auto regulación, promoviendo guías de prácticas de buen gobierno corporativo, de adopción voluntaria. Otros, los menos, participan en iniciativas de carácter normativo, y por tanto obligatorias y reformadoras del derecho corporativo base.

Otras iniciativas privadas

Los institutos de gobierno corporativo no son las únicas iniciativas privadas que se han generado en América Latina. Otra importante iniciativa la encontramos en el Círculo de compañías de la mesa redonda latinoamericana de gobierno corporativo, surgida en ocasiones de las mesas redondas que viene celebrando la OCDE en América Latina desde el año 2000.

Con un denominador común de promover el gobierno corporativo en la región el Círculo de compañías se diferencia en numerosos aspectos de los institutos de gobierno corporativo. Entre algunos podemos destacar: su conformación y membresía. El Círculo de compañías tiene una membresía marcadamente distinta, al estar compuesto por empresas comerciales cuyos valores accionarios cotizan en bolsa y que son fieles creyentes y

[13] Ver http://barsallocarlos.blogspot.com/2014/06/la-prensa-valor-razonable-capacitacion.html#!/2014/06/la-prensa-valor-razonable-capacitacion.html

estandartes que tener buen gobierno corporativo agrega valor a las empresas y a sus accionistas. Los institutos de gobierno corporativo, son en su gran mayoría asociaciones sin fines de lucro con personería jurídica concedida por las autoridades gubernamentales del respectivo país.

El Círculo de compañías fue establecido en 2005 por la Corporación Financiera internacional y la OECD a pedido de la mesa redonda y ha contado desde entonces con fondos y apoyo del Foro Global de gobierno corporativo. Está formado por 13 empresas de América Latina que han demostrado liderazgo en promover y poner en práctica mejoras en el gobierno corporativo en la región. Son empresas que tienen presencia significativa y alta reputación en sus mercados de capitales.

Inició con 8 empresas de 3 países de América Latina: Buenaventura (Perú), Argos (Colombia), CCR, CPFL, Natura, Suzano y Ultrapar (Brasil). Se han incorporado posteriormente Ferreyros (Perú), ISA (Colombia), Embraer, Marcopolo (Brasil) y Homex (México).

Los objetivos del Círculo de compañías son 3:
- Ser la voz del mundo corporativo en las mesas redondas de gobierno corporativo en Latino américa.
- Discutir dentro del círculo, de una manera franca y abierta, mejores prácticas, retos y motivaciones.
- Intercambiar experiencias y divulgar las ventajas de adoptar mejores prácticas de gobierno corporativo entre al mayor número de empresas de América Latina.

Hoy día el círculo de compañías hace más que intercambiar experiencias, su trabajo es reconocido como el de un *think-tank* conocedor, con experiencia y activo en prácticas de gobierno corporativo en América Latina.
En el año 2009 el Círculo de compañías lanzó una **Guía práctica de gobierno corporativo**.[14] Es una guía que proporciona acceso, paso a paso, a las experiencias y conocimiento de actores claves en la implementación de reformas en gobierno corporativo en América Latina. Se destaca por contener un capitulo que muestra el *bottom line* del gobierno corporativo, proporcionado una serie de resultados cuantitativos muy útiles para evaluar los beneficios del gobierno corporativo. Los resultados cuantitativos y cua-

[14] Disponible en http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/665e3a004858342b8e49effc046daa89/Spanish_Practical_Guide_Full.pdf?MOD=AJPERES

litativos contenidos en la publicación han sido considerados particularmente oportunos ya que se presentaron en un periodo en el cual muchas empresas estaban enfrentando serias dificultades con la aguda crisis económica acaecida entre 2008 y 2009.

Otra iniciativa privada a destacar es la llevada a cabo por la Latin American Venture Capital Association la cual en el marco de las mesas redondas 8 y 9 celebradas en México y Chile, respectivamente, han lanzado el **Corporate Governance Toolkit** dirigido a empresas privadas. El propósito de esta herramienta interactiva, basada en la Web es la de apoyar a los dueños de negocios y administradores de fondos a evaluar debilidades y crear un mapa para mejoras.

Alianzas estratégicas con organizaciones privadas claves: Los medios de comunicación

El Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGCP) en alianza con la Corporación Financiera Internacional y Agence France Presse, AFP Foundation y con la colaboración del Consejo Nacional de Periodismo y el Colegio Nacional de Periodistas de Panamá, organizó un taller interactivo para periodistas sobre como reportar temas de gobierno corporativo. El taller fue dirigido a 16 periodistas panameños. Se celebró el 26 de marzo en la sede del Consejo Nacional de Periodismo. Fue conducido por Aldo Gamboa, periodista argentino quien labora para la Agence France Presse y cuenta con amplia experiencia en materia de periodismo y gobierno corporativo. Participaron como expositores, Carlos Barsallo, Director y miembro fundador del IGCP y Edwin Rios, miembro del IGCP.

El taller desarrolla el trabajo y la metodología producida por el IFC, en conjunto con el Global Corporate Governance Forum (GCGF) y el International Center for Journalists (ICFJ), y contenida en la obra: *Who´s running the company? A guide for journalists on how to report on corporate governance.* La novedad del taller es que fue la primera vez que se dictaba en idioma español y con el uso de la guía para periodistas traducida al idioma español. El IGCP consideró estratégico, dentro del plan de crear conciencia y promocionar gobierno corporativo, brindar, por primera vez en Panamá y de forma gratuita, este taller especializado a periodistas panameños quienes son personas claves en la divulgación de noticias y actividades de las empresas.

El taller abarcó importantes e interesantes temas. Entre ellos podemos mencionar: El gobierno corporativo, su importancia y el rol de los medios. Se brindó una introducción de conceptos claves en gobierno corporativo. Se explicó el rol de la junta directiva y cómo las juntas directivas hacen la diferencia en la forma en que una empresa opera. Se cubrió el tema, relevante para Panamá, de gobierno corporativo en las empresas familiares y ¿cuáles son los retos que enfrenta el gobierno corporativo en el actual clima de negocios y ¿cómo esos retos están siendo atendidos?

Se dio una interesante sesión interactiva de periodismo investigativo de negocios, en la cual se discutieron los objetivos del periodismo investigativo y el rol del periodista en casos de fraude corporativo. Se explicó el uso de la guía de gobierno corporativo y se dieron consejos para periodistas que cubren el tema, como, por ejemplo, ¿qué pueden hacer los periodistas para aumentar y mejorar la cobertura de temas de gobierno corporativo? y ¿cuáles son las señales de alerta y ángulos interesantes que deben considerarse? Se debatió el tema de ¿cómo vender historias de gobierno corporativo a los editores? y las disyuntivas entre ingresos y ética e historias criticas vs ingreso por publicidad. Se dieron recomendaciones sobre el uso de las redes sociales como una herramienta poderosa para conectar con las partes interesadas.

Se completó el tema periodístico con una sesión denominada: “La historia detrás de los números”, en la cual se dio una introducción a los principios básicos de contabilidad y reporte en el contexto de un adecuado gobierno corporativo. Se brindaron recomendaciones sobre ¿cómo leer y entender la opinión del auditor?, ¿cómo leer y entender unos estados financieros? Se aplicaron estos estos principios y habilidades para examinar los reportes anuales de empresas y ligarlos a los temas de gobierno corporativo.

El taller culminó con los planes de acción de cada periodista participante y una discusión sobre que tan bien los medios nacionales reportan en temas de gobierno corporativo y qué piensa hacer cada participante en el futuro en esta área. Es un modelo de alianza a seguir para la región Latino América.[15]

[15] Disponible en https://www.youtube.com/watch?v=04d55Ls0Ggk

GOBIERNO CORPORATIVO: PROPUESTA PARA UN ENFOQUE DIFERENTE

Carlos Barsallo
Abogado
Ex presidente Comisión de Valores de Panamá

I. Planteamiento del tema

Panamá tiene muy pocos emisores que ofrezcan al público sus acciones comunes en mercado organizado. No se ha estudiado, localmente y a profundidad, las razones. Se argumenta que requisitos exigentes para el registro de valores para oferta pública, entre ellos la exigencia de buen gobierno corporativo a los emisores, podrían constituir un elemento disuasorio (*barrera de entrada*como gusta llamar a los entendidos). Por lo anterior se señala que deben mantenerse inexistentes (o flexibilizar lo poco que hay), cualquier requerimiento en materia de gobierno corporativo.

Este artículo busca demostrar lo contrario. Se busca demostrar que Panamá necesita un enfoque muy distinto al utilizado hasta ahora en cuanto a gobierno corporativo se refiere. Se requiere elevar, de forma real y no cosmética, el estándar de buen gobierno corporativo para **todas** las sociedades panameñas y no mantener inexistente o bajar el de las sociedades registradas ante el regulador de valores.

En Panamá, son muy pocas las empresas que cotizan sus acciones en bolsa de valores. Según un estudio que efectuamos, unas 34 empresas tienen acciones comunes registradas en el regulador de valores. De esas 34 empresas, 21 cotizan en la Bolsa de Valores de Panamá.

Hace cinco años, 33 empresas registradas en el regulador de valores tenían 43 mil accionistas. Una sola contaba con 21 mil 524 accionistas. De las 21 empresas que tienen cotizadas acciones en la bolsa hay 14 con información comparable sobre la cantidad de accionistas. Son 4,816 accionistas. La empresa con más accionistas tiene mil 622. La empresa con menos accionistas tiene 17.

La concentración accionaria es la regla. En una empresa con un millón 500 mil acciones y 900 accionistas, 8 accionistas concentran el 92% de las

acciones.En otro caso con 15 millones 58 mil 648 acciones y 132 accionistas, 16 accionistas concentran el 95.19%. En otra empresa con 15 millones 524 mil 27 acciones y 224 accionistas, 25 accionistas concentran el 94.99% de las acciones.

El movimiento de transacciones de compra y venta de estas 14 empresas refleja que ocho de las 14 han tenido entre cero y diez transacciones en las –aproximadamente- 150 sesiones que van del año. Seis empresas no han tenido transacción o han tenido solo una o dos. Se observa el caso –sui géneris– de una acción sin transacción desde 1997. La acción con mayor número de transacciones ha tenido 72 transacciones en el año 2011.[1]

En este sentido, y para tener una perspectiva regional, el Profesor de Gobierno Corporativo de la Universidad de Sao Pablo (USP) en Brasil, Alexandre Di Miceli de Silveira en presentación dada en la XIII reunión de la mesa redonda latinoamericana de gobierno corporativo celebrada el 20 de junio 2013 en Quito, Ecuador, aporta evidencia contundente sobre el estado del desarrollo de los mercados de valores de acciones en América Latina en los últimos quince años.

Del trabajo del profesor Di Miceli de Silveira quedan claras las siguientes conclusiones:[2]

- El número de compañías listadas en América Latina se mantiene muy bajo. En los años 1997-1999 era de 4.1compañías listadas en bolsa por millón de habitantes. En 2013 es de 2.5 compañías listadas por millón de habitantes.

- La concentración en la capitalización de mercado en Latinoamérica es muy alta. En los años 1997-1999 la participación en el total de capitalización de mercado de las 10 sociedades con mayor capitalización de mercado fue de 55%, porcentaje que sube a 64% en 2013.

[1] Carlos Barsallo, "Problemas del mercado accionario," *Columna Valor Razonable, La Prensa,* Panamá, disponible en:http://barsallocarlos.blogspot.com/#!/2013/07/problemas-del-mercado-accionario-panama.html

[2] Alexandre Di Miceli de Silveira, Profesor de Gobierno Corporativo de la Universidad de Sao Pablo (USP) en Brasil, presentación dada enSession 1: Trends and factorsimpactingonequitymarketgrowth in theregion la XIII reunión de la mesa redonda latinoamericana de gobierno corporativo celebrada el 20 de junio 2013 en Quito, Ecuador.

- El nivel de *free float* [3] en América Latina es bajo. En1997-1999 fue de 25% del total de las acciones emitidas y en circulación. En 2013 el porcentaje es de 23%.

- En cuanto a concentración de mercado es muy alta. En 1997-1999, el 72% de todas las acciones están en manos de los 5 mayores accionistas. En 2013 el porcentaje sube a 76%.

Las razones para la poca presencia de empresas con acciones listadas en la bolsa en Panamá son diversas.[4] Entre las principales se puede mencionar el poco interés o deseo de hacer ingresar accionistas minoritarios a la empresa, el interés de mantener el control total de la información y del negocio, preocupaciones fiscales y laborales y no tener que rendir cuentas.[5]

La lógica tradicional seguida hasta ahora señala también como un elemento que no genera incentivo los variados requisitos de registro en el regulador de valores y los rigores que conlleva ser una empresa con acciones ofrecidas al público. Estos requisitos incluyen la necesidad de un cuidadoso y responsable proceso (conocido como *duediligence*[6]) para llevar a la empresa de una empresa no cotizada a una empresa en la cual cualquiera puede adquirir acciones en el mercado abierto y público. Este proceso conlleva numerosos pasos y personas involucradas, como por ejemplo estructuradores, abogados, auditores externos independientes, calificadoras de riesgo, entre otros, lo que como puede suponerse se traduce en costos.

Luego de logrado el registro en el regulador y el respectivo listado en bolsa, surgen deberes de información periódicos y permanentes, como los infor-

[3]"El concepto de *free float*, hace referencia a la cantidad de acciones en circulación de una empresa cotizante que se encuentra disponible para su compra a través del mercado, por parte de los inversores. Es decir, el total de acciones menos la porción en manos del grupo controlante y de inversores estratégicos, como pueden ser el Gobierno en el caso de empresas privatizadas, los miembros del directorio o inversores a largo plazo." Disponible en:http://www.rankia.com/blog/diccionario-financiero/600411-free-float

[4]Empresas panameñas se resisten a emitir acciones, Semanario Capital Financiero. Panamá. Disponible en:http://www.capital.com.pa/empresas-se-resisten-emitir-acciones/

[5]Para una explicación general de las razones de no desarrollo de mercados de acciones en sociedades no anglosajonas recomendamos ver:B. Mark Smith,*TheEquity Culture: TheStory of the Global stock market*,Farrar, Straus&Goroux, 2003.

[6]Es la investigación que llevan a cabo el equipo de trabajo compuesto por diversos profesionales para determinar si la empresa está en condiciones (legales, operativas, contractuales, etc.) de ir al mercado con la oferta pública de sus acciones.

mes de actualización trimestrales, el anual y la comunicación inmediata de los hechos de importancia o relevantes, todo lo cual supone a su vez una carga administrativa para la empresa. El no cumplimiento de estas obligaciones y de la normativa de mercado de valores en general conlleva potenciales sanciones[7] , en un ambiente transparente que expone a la empresa permanentemente al escrutinio público.

El premio ante este esfuerzo es potencialmente muy grande. Entre muchas otras ventajas, la obtención de recursos en muchas mejores condiciones que por cualquier otra vía y la posibilidad, sin otro límite que el éxito del negocio subyacente, para obtener ganancias por medio del incremento en el valor de las acciones. Ganancias estas que, por ejemplo en el caso de Panamá, cuando quieran ser realizadas, se obtienen, a diferencia de la regla general, exentas del pago de cualquier impuesto.

Como estos beneficios no parecen haber sido suficientes para atraer a más empresas a listar sus acciones en bolsa, para lograr un mayor interés de las empresas por ofrecer sus acciones al público se buscan, por algunos, mecanismos prácticos para reducir los requisitos de registro y las cargas propias de empresas cotizadas.

Esto genera una tensión entre los intereses que se buscan proteger por medio de toda la arquitectura que respalda la normativa reguladora del mercado de valores. [8]

En la gran mayoría de los países, como política pública reflejada en norma legal, los requisitos para registro de oferta pública son rigurosos y numerosos. Existen principios y recomendaciones internacionales de estándares mínimos, destacándose los emitidos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés). Son producto de consensos entre los países miembros de la organización. Panamá es miembro de IOSCO.

[7]Artículo 272 del texto único de la ley de valores (Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 y la Ley 67 de 2011) contempla multa de hasta US$1,000.000.00 por infracciones muy graves.

[8]Los principios de regulación de valores dictados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO por sus siglas en inglés, se basan en tres objetivos que son: Protección de los inversionistas, asegurar que los mercados son justos, eficientes y transparentes y reducir el riesgo sistémico. Disponiblees en: www.iosco.org

En el caso panameño veamos un ejemplo concreto, producto de nuestra experiencia, del enfoque tradicional de atracción de empresas a cotizar en el mercado público de valores, usando como elemento competitivo la existencia o no de normativa.

En el año 2003, como reacción a escándalos financieros locales de la época, se dio una importante reforma legislativa en materia penal. Se dictó la ley 45 de 2003, conocida como ley de delitos financieros, que introdujo nuevos tipos penales o en algunos casos endureció las penas en algunos delitos ya existentes.

Se consideró necesario y de beneficio para los inversionistas establecer como delito específico el destruir, ocultar o falsificar los libros o registros de contabilidad o la información financiera de un emisor registrado en el regulador de valores.[9] La sanción es de prisión de seis a ocho años.

La premisa era sencilla: La afectación en empresa pública es mayor que en una empresa no cotizada y con la norma se podría brindar mayor protección al inversionista y requerir mayor cuidado y responsabilidad de los que administran la empresa. Lo anterior brindaría mayor confianza a los inversionistas.

La óptica de cierto sector del lado de la empresa era muy distinta. La existencia de este tipo penal, para este grupo, produciría un fuerte desincentivo para la empresa para cotizar en bolsa.

Este ejemplo es, a nuestro juicio, revelador de las dos formas de pensar que existen en este tema y que se repite en cualquier otra iniciativa protectora de los inversionistas, como lo es por ejemplo la exigencia de buen gobierno corporativo en las sociedades.

Y es que así como la empresa, y sobre todo quienes la dirigen y administran, tienen un interés concreto (menores cargas/menores responsabilidades), en el otro lado del espectro se encuentra el inversionista para quien existen todas estas protecciones. Las protecciones al inversionista se obtienen por medio de los rigurosos requisitos de registro y los requerimientos de información periódica y sobre todo mediante la supervisión y vigilancia por órgano regulador independiente, apolítico y técnico.

[9]Es el artículo 245 del Código Penal de Panamá.

II. Gobierno corporativo: ¿Ventaja o desventaja?

Se estima, por los propulsores de gobierno corporativo, que el mejoramiento en la calidad del gobierno corporativo de las empresas cuyas acciones se cotizan en bolsa contribuye a hacerlas más atractivas para los inversionistas, mejora su rendimiento y a la vez mitiga y/o reduce los riesgos de fraude.[10]

No obstante, para todavía muchas empresas, y en particular en Panamá, esto no es ni importante ni evidente, y se percibe que mayores exigencias en cuanto a gobierno corporativo, no resulta de beneficio real, por lo menos no cuando se comparan con su situación actual y unos eventuales y potenciales beneficios que no logran apreciar.

Usualmente los potenciales emisores (y los recurrentes) encuentran los requisitos de registros excesivos y costosos[11] , y de tiempo en tiempo presionan a las autoridades para su llamada flexibilización.[12] Por su parte los inversionistas, para quienes se establecen en su beneficio estos requisitos, en la mayoría de los países demandan constantemente por mayor transparencia, y rendición de cuentas de las sociedades que ofrecen sus valores al público.

Ante esta dicotomía, y concretamente en materia de gobierno corporativo, se opta por distintas salidas. Estas salidas se pueden resumir en dos grandes posturas. Por un lado, y con el fin de evitar confrontación, dejar que las empresas voluntariamente utilicen el tema del gobierno corporativo como un elemento diferenciador entre ellas y que sean los inversionistas los que decidan y premien, o castiguen, con su inversión o retiro de la

[10] Andreas D. Grimminger y Pasquale Di Benedetta,*Raising the Bar on Corporate Governance: a Study of Eight Stock Exchange Indices*,TheWorld Bank, International Finance Corporation,Junio 2013.

[11] La adopción por la Comisión Nacional de Valores del acuerdo de recomendaciones sobre gobierno corporativo en Panamá es un claro ejemplo de esta situación. Así medio impreso de la época recogió lo siguiente: Medidas contra el acuerdo de CNV. Emisores no han quedado satisfechos con el acuerdo de gobierno corporativo. Advirtieron que se tomarán medidas, porque la CNV ha dejado de ser una fortaleza para convertirse en una amenaza para el mercado. Lo anterior conforme a grupo de 17 emisores de títulos del mercado bursátil, por la adopción de reglas de gobierno corporativo. La Prensa 22 noviembre 2003. Disponible en: http://mensual.prensa.com/mensual/contenido/2003/11/22/hoy/negocios/1369263.html

[12] En Panamá por ejemplo existía la obligación de reportar trimestralmente el seguimiento de las recomendaciones en materia de gobierno corporativo, cuya adopción es voluntaria. Esta obligación se eliminó.

misma.[13] Por otro lado se considera que el gobierno corporativo de la empresa debe ser regulado y normado y que debe requerirse como norma jurídica de obligatorio cumplimiento.

Para poder analizar el caso panameño con rigor científico, más que aspiraciones comerciales de las partes interesadas, se necesita partir de elementos y datos objetivos.

La primera pregunta obligada en el campo teórico e intelectual es: ¿Dónde se ubican los requisitos de gobierno corporativo en Panamá, en la tendencia mundial?¿Son altos y rigurosos, medios y flexibles, o nulos o inexistentes?[14] En el campo práctico y de negocios la pregunta necesaria es:¿Qué opinan los inversionistas?¿Qué les parecen los mismos?

Usualmente los inversionistas se manifiestan con acciones concretas como por ejemplo la inversión en determinada compañía o mercado, producto de una multiplicidad de factores, entre los cuales, diversos estudios buscan demostrar que el tema de gobierno corporativo es uno de los más importantes.

Igualmente una manifestación importante es a través de la no participación. Así evitan, empresas y países, que no reúnan los requisitos mínimos según sus políticas de inversión. Este es el caso sobre todo de inversionistas institucionales, los cuales por el deber fiduciario que tienen para con sus accionistas deben responder por sus decisiones de inversión. Este es el caso concreto del mercado bursátil panameño donde prevalece la no inversión por inversionistas institucionales internacionales.

Podemos indicar, producto de la experiencia y estudio que los requisitos en Panamá en materia de registro de valores en general, y en especial en

[13] El autor citado Alexandre Di Miceli da Silveira señala que existe evidencia que algunas empresas están más interesadas en gobierno corporativo como una herramienta de mercadeo que como una nueva aproximación para los negocios.

[14] Para el resultado del grado de cumplimiento de Panamá en materia de los principios de gobierno corporativo dictados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) ver: ReportontheObservance of Standards and Codes (ROSC), Corporate Governance Country Assessment, Panamá, Junio, 2004, disponible en: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/02/07/000160016_20060207124807/Rendered/PDF/351690PN0Corpo1vernance0rosc1cg1pan.pdf

Para el análisis de la situación de Panamá ver Carlos Barsallo, *Gobierno corporativo en Latino América 2010-2011,*Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica IGCLA.NET, disponible en: http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/53419f004e478357b616be7a9dd66321/Gobierno_Corporativo_en_Latinoamerica_2010-11.pdf?MOD=AJPERES

materia de gobierno corporativo para empresas cotizadas, no son de los más rigurosos y altos. Ante ello resulta muy difícil, o más bien imposible, flexibilizarlos, cuando lo que necesitan todavía es ser elevados para asemejarse a los del promedio y, de haber deseo, a los mejores.

Otro elemento importante en el caso panameño lo constituye el hecho de que el derecho corporativo básico en Panamá, concretamente la ley de sociedades anónimas panameña (ley 32 de 1927), es extremadamente laxa, no protectora de accionistas minoritarios, poco rigurosa y no supervisada por autoridad dedicada.[15] Con ello la brecha entre la empresa que cotiza sus acciones y la que no, es aún mayor que la que generalmente podría esperarse y se observa en otras jurisdicciones. Esto trae problemas prácticos importantes. Resulta que ante la laxitud para la sociedad anónima común, la que incluye no solo en su etapa de organización, sino en su desarrollo como sociedad, los requisitos de la empresa pública se vean aún mucho más exigentes de lo que realmente son. Con esto es difícil, sino imposible competir.

Si a ello se le añade la realidad panameña de facilidad para obtención de recursos por medio del financiamiento bancario, el cual por su forma bilateral de contratación se acomoda más a los deseos de confidencialidad de las empresas panameñas, se hace poco probable, e inclusive ilógico, desde la óptica actual y empresarial, listar su empresa en bolsa.

Otro elemento fundamental que debe tenerse en cuenta es la relación de las empresas con el público, sus trabajadores y muy en particular con el fisco. Un elemento crucial es el impositivo. En mercados donde existe una alta evasión fiscal, los esfuerzos de llevar más empresas a cotizar en bolsa, no logran frutos significativos.

Para apreciar mejor el tema se requiere tener en cuenta ciertos aspectos históricos. Mediante Decreto ley 1 de 8 de julio de 1998 y concretamente el Acuerdo 6-2000 dictado por la Comisión Nacional de Valores se regulaba el registro de valores para oferta pública[16] El Acuerdo 6-2000 fue reemplaza-

---

[15] Carlos Barsallo,*Protección al inversionista en Panamá,* Semanario Capital Financiero, Panamá, disponible en:http://www.capital.com.pa/proteccion-al-inversionista-en-panama/

[16] Carlos Barsallo,*Aspectos jurídicos del registro de valores ante la Comisión Nacional de Valores*, Revista Jurídica Panameña,No. 1, Año 1,APADEFT, Asociación Panameña de Derecho Financiero y Tributario, Impreso en Universal Books, 2009, disponible en:http://www.apadeft.org/images/stories/PDF/apedeft-revista.pdf

do por el Acuerdo 2-2010. Los cambios en nuestra opinión, específicamente para efectos de gobierno corporativo, no benefician a los inversionistas, debilitan los ya de por si limitados avances, y buscan atender más las peticiones y preocupaciones de los emisores que las de los inversionistas.[17]

III. El nuevo enfoque: Más gobierno corporativo real y efectivo (no cosmético), no menos.

Por todo lo anterior el enfoque en gobierno corporativo tiene que ser necesariamente distinto al usado hasta hoy. No puede ser flexibilizar requisitos, de por sí ya flexibles en las empresas públicas. Pasa por elevar los requisitos y supervisión de las todas empresas no públicas, de manera que no sea una ventaja competitiva el permanecer privado.

Compartimos lo indicado por el citado Profesor Di Miceli de Silveira cuando señala que la transparencia requerida en las empresas listadas puede afectar un tipo de ventaja competitiva en temas delicados tales como impuestos (alcance reducido para evasión fiscal) y donaciones políticas, especialmente para aquellos que dependen de contratos con el gobierno.

Lo anterior ya había sido observado por nosotros para el caso panameño en trabajos anteriores[18] y en el caso de Estados Unidos por autores como Louis Loss y JoselSeligman.[19]

Para muchas sociedades el tema de la revelación de información, si no están sujetas reglas de obligatorio cumplimiento, solo será producto de consideraciones financieras y de preocupación sobre posición competitiva. Preocupadas por temas de competencia producto de las revelaciones de información, se puede argumentar y observar que algunas empresas prefieren sufrir precios menores en sus acciones o pagar más por el capital y no correr el riesgo de revelar información a la competencia, a sus trabajadores o al fisco. El balance entre lo financiero y lo competitivo varía de sociedad a sociedad y de país a país.

---

[17] http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/acuerdos/cat_view/80-acuerdos/56-acuerdos-vigentes-espanol/68-acuerdos-2010.html

[18]Carlos Barsallo,*La Sociedad Anónima Panameña y la Penetración del Velo Corporativo*, Revista Lex del Colegio Nacional de Abogados de Panamá, Enero-1995/Diciembre 1996.
Geoffrey Bannister, Ana Carvajal, Jorge Chan-Lau Ivan Guerra y Hemant Shah, *Equity and Private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic*, IMF Working Paper WP/07/288, 2007.

[19] Louis Loss y Joel Seligman,*Fundamentals of Securities Regulation*. Aspen Law & Business, 1983.

Por lo anterior argumentamos que en Panamá hay que elevar los estándares en general, y en particular los estándares de gobierno corporativo, de todas las empresas privadas. Ello requiere una modificación a la ley de sociedades anónimas para brindar mayor protección al accionista minoritario de manera que la brecha entre la sociedad que no cotiza y la que cotiza no sea tan amplia.

En Panamá se ha acostumbrado a disfrutar de los atributos positivos que brinda la sociedad anónima, como son la limitación de la responsabilidad, el anonimato y la personalidad jurídica independiente[20] sin que sea regular la exigencia de la responsabilidad en los casos excepcionales que la ley contempla.

Los mecanismos actuales que quedan a la decisión de los accionistas no funcionan. Ejemplos concretos son el casi nulo uso en la práctica del sistema de voto acumulativo (artículo 48 de la ley 32 de 1927), del derecho de adquisición preferente (artículo 13 de la ley de 32 de 1927) y el no uso de la norma voluntaria para la publicación de la información financiera de las sociedades en el registro público (artículo 58-A Código de comercio de Panamá).[21] Por la vía de la voluntariedad dichas normas no se usan.

Se tiene que nivelar la situación. Mejorar los requisitos de las empresas privadas de manera que no se presente una aparente ventaja competitiva frente a las empresas cotizadas. Solo así se podrá intentar nivelar la situación para que la brecha entre las públicas y las privadas no aparente ser tan abismal. No se debe hacer por vía de la desmejora de los requisitos de las sociedades públicas ya que ello, si bien puede crear una apariencia de bonanza, al facilitar inicial y temporalmente más registros, a la larga perjudican a todos.

Se debe procurar la tendencia de más accionistas y menos concentración. Las empresas públicas panameñas y sus actuales accionistas ya son incentivados con un importante tratamiento fiscal especial que permite a

[20] Mitchell, *Close corporations Reconsidered*. 63 Tulane L. Rev. 1143, 1144.48,1989. El autor propone que a los accionistas solo debe permitírsele adquirir los tradicionales características de las sociedad como son responsabilidad limitada, administración centralizada, libre transmisión de acciones y duración perpetua solo cuando la propiedad y el control están separados significativamente,

[21] Artículo58-A del Código de Comercio de Panamá señala:"También podrán inscribirse en el Registro Público, a opción de las compañías mercantiles, los estados financieros de las mismas aprobados por la Junta Directiva o por los socios o accionistas de la sociedad, debidamente refrendados por un contador público autorizado."

los accionistas de las que cotizan en bolsa el no pago de impuesto sobre la renta por las ganancias de capital. Dicho tratamiento fiscal (que es un sacrificio para el resto de las personas) debe estar acompañado de una necesaria puesta a disposición al público de mayor cantidad de acciones, así como del efectivo cobro de impuestos por la autoridad a los accionistas de las empresas privadas en sus transacciones de compraventa de sus acciones de manera que no se genere una distorsión.

PALABRAS DADAS EN ACTO DE PRESENTACIÓN DE ESTUDIO SOBRE EVALUACIÓN DE PRÁCTICAS DE GOBIERNO CORPORATIVO DE CINCO EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL PANAMEÑAS

Estudio preparado por Richard Frederick
Organizado por el Instituto de Gobierno Corporativo Panamá - IGCP
Panamá 7 de septiembre de 2016 - Hotel Miramar

Por: Carlos Barsallo
Ex Presidente Comisión Nacional de Valores Panamá

"Hay hombres que luchan un día y son buenos. Hay otros que luchan un año y son mejores. Hay quienes luchan muchos años y son muy buenos. Pero hay los que luchan toda la vida, esos son los imprescindibles." ***Bertolt Brecht****.*

Buenos días a todos.

Es para mí un placer estar aquí, actuar como moderador y tener la oportunidad de dirigirme a ustedes en ocasión de la presentación del estudio sobre gobierno corporativo en 5 empresas estatales panameñas.

En esta introducción quiero dar respuesta a tres interrogantes:

Primera: ¿Cómo y cuándo se originó la idea de efectuar el estudio?

Segundo: ¿Qué objetivos se perseguían y por qué es importante para Panamá? y

Tercera: Algunos de los retos que nos esperan, luego de presentado el estudio.

Este estudio viene a cerrar un círculo. ¿Qué significa esa frase? Me explico brindando la siguiente información.

En junio de 2004 se presentó al país el resultado del **Reporte de la Observancia de Estándares y Códigos (ROSC)** del Banco Mundial sobre

gobierno corporativo en Panamá. Dicho reporte nos señaló donde estábamos, en cuanto a empresas privadas, en el grado de cumplimiento de los entonces denominados principios de gobierno corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, por sus siglas en español), y denominados desde 2015 como los principios de gobierno corporativo del G20 y la OCDE. El ROSC dejó, además, una serie de recomendaciones dirigidas al país, por conducto de su gobierno del momento y sus sucesores. Puedo señalar las siguientes:

1. Realizar una reforma legislativa para dar facultad al regulador de valores para regular en gobierno corporativo. No fue acogida. La reforma legal de la normativa de valores del año 2011 la ignoró.

2. En materia de cumplimiento, se recomendó registrar las actas de reuniones de los cuerpos de gobierno de los regulados con el regulador. No se da.

3. El fortalecimiento de la supervisión de auditores externos. En los años 2013 y 2014 se intentó, sin éxito, una nueva regulación/supervisión. Hay nuevos intentos en la actualidad. No se ha logrado.

4. La exigencia de comité de auditoría para emisores(no bancos ya que estos ya deben tener comité de auditoría por norma). No se ha logrado.

5. Como iniciativa voluntaria o privada, se recomendó,la creación de una organización para la capacitación de directores que ayudase a aumentar el profesionalismo de los directores, y en adición, representase una fuerza motora para los cambios normativos que son necesarios en gobierno corporativo, proporcionando insumos para futuras reformas.

Esta última es la única recomendación cumplida y lo fue con la creación del Instituto de Gobierno Corporativo de Panamá (IGCP), promovida por nosotros, en ese entonces reguladores de valores.

El IGCP ha hecho mucho, pero tiene un largo camino por recorrer. Ha dado pasos en lo que se refiere a crear conciencia, seminarios y congresos. Se mantiene un tanto pasivo, a mi gusto, en cuanto a representar una o “la” fuerza motora para los cambios normativos necesarios en Panamá.

En 2016, doce años después del ROSC al sector privado, se presenta ahora este estudio sobre el estado del gobierno corporativo de cinco empresas

estatales panameñas.**Por ello decimos se cierra el círculo.** En un futuro quedaría poder medir el buen gobierno de los reguladores financieros. Ya hemos adelantado algo al respecto en el pasado.

1. ¿Cómo y cuándo se originó la idea de efectuar esté estudio?

Propusimos, hace casi un año, el día 2 de octubre de 2015 a la Junta Directiva del IGCP, así como en 2004 propusimos la idea del ROSC al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), la idea de evaluar el grado de cumplimiento de las empresas estatales panameñas a los principios de gobierno corporativo para empresas estatales de la OCDE.

La idea original era presentar el resultado del estudio en el congreso anual que celebra el IGCP. La idea luego fue modificada para darle la autonomía e importancia que merece el estudio.

Se presentó la iniciativa como una inversión y no un gasto. Un proyecto diferente, que no generaría ingresos monetarios de forma aparente, ni pronta, como por ejemplo, sí lo hacen los congresos y seminarios que realiza el IGCP.

Se presentó como una necesaria apuesta al futuro basada en la investigación y el estudio científico.

En Panamá, según la ley, hay quince empresas estatales. Estas son: 1. Aeropuerto Internacional de Tocumen, S.A., 2. Empresa de Generación Eléctrica, S.A., 3. Empresa de Trasmisión Eléctrica, S.A., 4. Empresa Nacional de Autopistas, S.A., 5. Empresa Mercados Nacionales de la Cadena de Frío, 6. Empresa Metro de Panamá, S.A., 7. Agencia Panamá-Pacífico., 8. Zona Libre de Colón, 9. Lotería Nacional de Beneficencia, 10. Autoridad de Aseo Urbano y Domiciliario, 11. Autoridad Marítima de Panamá, 12. Autoridad Aeronáutica Civil., 13. Bingos Nacionales, 14. Instituto de Acueductos y Alcantarillados Nacionales y 15. Instituto de Mercadeo Agropecuario.

La propuesta original era revisar algunos aspectos puntuales del gobierno corporativo de las quince empresas estatales. La junta directiva del IGCP decidió, acertadamente, escoger solo cinco empresas estatales. Se basó en criterios variados, como importancia de la entidad, el servicio que presta, entre otros.

Contactamos el 4 de octubre de 2015 a colegas de la OECD, con quienes hemos trabajado en los últimos 13 años en el tema de gobierno corporativo, para explicar el proyecto y solicitar recomendación de tres posibles candidatos para el trabajo.

Debo indicar que la OECD tiene un proceso formal que permite a países que no son miembros de la OECD, como es el caso de Panamá, adherirse a las guías para empresas estatales,sometiéndose a un proceso formal y completo de evaluación.

La evaluación es preparada por la Secretaría de la OECD con la participación del gobierno del país revisado y discutida con el **OECD's Working Partyon State Owner ship and Privatisation Practices**, que es el organismo de la OECD compuesto de países miembros, instituciones y ministerios responsables del desarrollo de las guías o principios.

El proceso normalmente toma al menos un año y conlleva al menos dos reuniones con el equipo de trabajo.

Esto no es lo que fue propuesto, ni lo que se ha hecho. Lo efectuado es un trabajo privado y de revisión limitada.

Se nos recomendó a Richard Frederick y a dos personas más. Seleccionamos a Richard Frederick. Richard fue parte del **OECD Corporate Affairs Division Secretariat** a inicios del 2000. Richard ha estudiado en Estados Unidos (Yale). Tiene ciudadanía tanto de Estados Unidos como de España, donde vive. Ha efectuado numerosos trabajos de consultoría para el Banco Mundial y la OECD con mayor frecuencia en Europa, pero también para la **OECD's Latin American Network on Corporate Governance of State-Owned Enterprises**. Es una de las personas con mayor conocimiento sobre empresas estatales y el trabajo de la OECD.

Además, puedo añadir es una persona muy paciente, con un genuino deseo de ayudar y de lograr cambios. Así me lo demostró en todo el proceso de elaboración del estudio.

2. ¿Qué objetivos se perseguían y por qué es importante para Panamá?

Los objetivos han sido: Conocer el grado de cumplimiento, a ciertos principios seleccionados de los principios de gobierno corporativo para empresas estatales de la OCDE, por parte de 5 empresas estatales panameñas.

El estudio a efectuar sería basado fundamental y exclusivamente en la información que dichas empresas brindan al público. Se debían formular recomendaciones puntales de cómo se puede mejorar para alcanzar un mayor grado de cumplimiento de los mencionados principios, en los casos requeridos.

Lo anterior es importante para Panamá ya que permite conocer dónde estamos, crear puntos de comparación, internos y externos, conocer mejores prácticas y aplicarlas a importantes empresas estatales que brindan servicios públicos fundamentales para los panameños, como son el agua, la electricidad, el transporte aéreo y el transporte terrestre.

Para lograr los objetivos Richard trabajó, siguiendo los parámetros y limitaciones impuestas en el pedido del IGCP. Hubo abundante y minuciosa investigación por su parte. Se realizaron varias conferencias telefónicas entre nosotros e intercambio de múltiples correos con información valiosa. Uno de los elementos característicos del proyecto, entre otros, ha sido la independencia del consultor. La independencia se aseguró, además del mecanismo de su elección, minimizando cualquier conflicto de intereses, por la no aceptación de patrocinio para elaborar el estudio por empresa alguna, ni por el gobierno, y finalmente por el mismo mecanismo de revisión de la información a distancia- sin necesidad de estar en el país-, con entrevistas con representantes de las empresas estatales vía Skype, cuando correspondió hacerlas.

El consultor pudo hacer su trabajo libre de cualquier tipo de influencia y basado, y es la premisa fundamental, en la información disponible puesta al público por la propia empresa estatal. Es decir, basado en las propias "palabras" públicas (documentos) de las empresas estatales.

El resultado final se obtuvo en Abril. Se presenta al público en Panamá hoy 7 de Septiembre.

Estimo interesante que sepan que será objeto de comentarios en mesa redonda sobre gobierno corporativo en Latinoamérica que organiza por la OCDE y que se celebra en San José, Costa Rica, los días 8 y 9 de septiembre.

Richard será moderador de un panel en el cual participaré exponiendo algunos aspectos del estudio y sus resultados.

Sobre el estudio se viene informando al público en Panamá de forma sistemática. Hemos publicado tres escritos en el diario La Prensa. El primero, el 5 octubre de 2015 (antes del inicio del estudio), el segundo, el 21 marzo de 2016 (durante su desarrollo) y el tercero, y último, el 15 agosto de 2016 (una vez terminado el estudio).

3. Algunos de los retos que nos esperan como país, luego de presentado el estudio.

Estimo son dos retos.

El principal, a mi juicio, que el informe sea leído y aprovechado por todas las partes interesadas. Puede parecer que es algo obvio, pero no lo es. La experiencia nos demuestra que no es extraño que estos informes o estudios sean desconocidos por quienes deberían conocerlos.

Es nuestro deber hacer todo lo posible para que esto no suceda. Para ello se requiere la divulgación permanente.

Superado el asunto de la divulgación, el siguiente reto evidente es la implementación de las recomendaciones que se hayan aceptado se quieren seguir.

Como comentara un lector en la Web a uno de nuestros artículos antes mencionados y haciendo referencia a Panamá y el gobierno corporativo en empresas estatales y cito: *"estamos hablando de implementar cosas del siglo 21, estando aún en el siglo 18 (en el mejor de los casos). Primero debemos llegar a los siglos 19 y 20, antes de pensar en el siglo 21. Primero hay que gatear, antes de jugar fútbol (ya ni siquiera correr)".*

Mi premisa para superar estos dos retos es sencilla. Se basa en la creencia de que para alcanzar el éxito tenemos que estar convencidos de que el

futuro puede ser mejor que el presente y que nosotros tenemos el poder para hacer que así sea.

Es asunto de voluntad.

Finalizo con una frase que se atribuye al Dalai Lama y que dice: "*Cuando hablas estas repitiendo lo que ya sabes. Si tú escuchas puedes aprender algo nuevo".*

Por ello yo dejo de hablar para escuchar a Richard, a fin de cuentas es a quien todos hemos venido a escuchar. Sé que voy a aprender algo nuevo.

Muchas gracias.

IMPORTANCIA DE CUMPLIR CON ESTÁNDARES DE ÉTICA Y TRANSPARENCIA PARA EVITAR FRAUDES EN EL SECTOR PRIVADO

Carlos Barsallo
Abogado
Ex Presidente de la Comisión Nacional de Valores

Agradezco a la ***Fundación para el Desarrollo de la Libertad Ciudadana, Capítulo Panameño de Transparencia Internacional*** por invitarme a exponer en este evento que conmemora la celebración del décimo aniversario de la ley de acceso público a la información, mejor conocida como ley de transparencia.

Se me ha pedido tratar el tema: "***Importancia de cumplir con estándares de ética y transparencia para evitar fraudes en el sector privado***".

He organizado esta exposición en cuatro partes:

Una primera parte que tratará sobre reflexiones de mi experiencia como ex-funcionario público con la ley de transparencia.

En una segunda parte haré referencia a algunos estándares de ética y transparencia vigentes en la actualidad en el sector privado en Panamá y su importancia. Adelantó — como advertencia previa — que tenemos una situación paradójica. *Parecen* abundar los estándares de ética y transparencia, no obstante muchos de ellos son desconocidos por las mayorías, y los que son conocidos, son,en demasiadas ocasiones, ignorados ya que no se aplican efectiva y eficazmente. No hay voluntad.

En una tercera parte haré una reflexión crítica con relación a los fraudes en el sector privado y el rol de la ética y la transparencia como herramientas para su prevención. Preliminarmente resalto que haré referencia no tanto al fraude que se le comete a las empresas por parte de colaboradores, usuarios de servicios o compradores de productos sino al fraude que eventualmente cometen algunas empresas, por conducto de sus controladores, y que afecta a la sociedad en general. Este es un tema poco tratado en Panamá, y mucho menos castigado, al existir una comprobable impunidad del llamado delito de cuello blanco o económico. Nos hemos concentrado más

en tener debates sobre el fraude y la corrupción en el sector público. Mi punto fundamental es que ambos sectores, con sus diferencias, deben tratar la ética y la transparencia como herramientas de prevención del fraude. Finalmente expondré unas conclusiones generales.

I.Reflexiones iniciales

Por casi 9 años, de 1999 a 2008, formé parte de la Comisión Nacional de Valores (CNV), entidad pública colegiada eindependiente encargada de regular el mercado de valores en Panamá.

En el año 2002, cuando surge la ley de transparencia, ocupaba la presidencia de la CNV. Para dicho año los comisionados llevábamos tres años introduciendo importantes y concretas medidas de transparencia y rendición de cuentas en el regulador. Las razones eran muy sencillas, y a mi juicio muy lógicas: Por una parte, establecer credibilidad y fortaleza institucional, en un país, donde — con bastante justificación — se cree poco en los gobiernos y las instituciones son débiles. Por otro lado, tener autoridad moral para poder exigir a los regulados, es decir, las empresas cuyos valores, ya sea acciones o deuda, se registran para su oferta al público, que apoyasen y cumpliesen -en ese orden- con los cambios necesarios para promover la indispensable transparencia en la información de las empresas. Era, y sigue siendo, considero yo, imprescindible liderar con el ejemplo.

No resulta posible, ni moral, ni éticamente, pedirle a los regulados que hagan algo que quien lo pide no hace, ni está dispuesto a hacerlo, o peor aún, hace todo lo contrario. Eso se llama hipocresía, y es la razón del fracaso, en su cuna, de numerosas iniciativas éticas y de transparencia que quedan únicamente en postulados vacíos,sin ejercicio práctico, y, voy más allá, son objeto de burla y generan cinismo por el público que las recibe y se entera,con asombro,de su existencia, exigida por aquellos que no tiene autoridad moral para exigir nada.

Por ello con actos concretos se demostró a los llamados *actores* del mercado, como le gusta denominarlos a la llamada *industria,* que el regulador practicaría, desde el primer día y para si mismo, las reglas de ética y transparencia que exigiría, sin miramientos, a sus regulados cumplir, y más.

Hay que ubicarse en el tiempo. Las medidas que tomó el regulador se adoptaron cuando ni era obligatorio, ni era siquiera popular- todo lo contrario-

tratar el tema, mucho menos implementarlo. En realidad adelantarse mucho en el tiempo podía producir, como en efecto produjo, rechazo, recelo y oposición por otros entes públicos a los cuales estas señales de primacía de la ética y la transparencia, no estaban, ni en sus prioridades, ni eran de su agrado.Solo algunos ejemplos.

a. Se adoptó entre los primeros, el código de ética del personal regulador mediante la Resolución CNV 259 de 11 de junio de 2002. En casi nueve años no se conoció de caso de alegada ni percibida corrupción. Todo lo contrario el regulador fue reconocido de forma independiente como entidad altamente integra y profesional en el ***Global Integrity Assessment*** un reporte investigativo que sigue la corrupción, la apertura y rendición de cuentas en 25 países y preparado por el Centro para la Integridad Pública.

b. Desde el año 2001, la sección de finanzas en la página web del regulador presentaba información completa sobre contratos, gastos y planillas. Toda una novedad en la época ya que esto es antes de la ley de transparencia.

c. Se adoptó una política de austeridad y mesura en todo lo referente a gastos.Nada deostentación.No carro oficial, ni gasolina pagada. No viajes en primera clase, no seguridad ni escoltas, no relaciones públicas, no pasaportes diplomáticos o especiales, no exoneraciones de ningún tipo.

d. Los impedimentos en casos de conflictos de interés fueron estrictamente atendidos.La implementación activa de esta obligación ética comenzó en el año 1999, antes de la introducción de la obligación en el sector administrativo con la Ley 38 de 2000.

e. Desde abril de 2002 se firmó convenio con la Defensoría del Pueblo, dirigida en ese entonces por el colega Juan Antonio Tejada Espino. Se publicó en el nodo de dicha defensoría la declaración jurada notarial de bienes de los comisionados del momento, llegando en aquella época a constituir los ex comisionados Rolando De León, Maruquel Pabon y el suscrito, parte del minúsculo grupo de funcionarios públicos que, no solo cumplían con la ley y la Constitución en el sentido de hacer una declaración jurada notarial sobre el patrimonio al inicio de funciones, sino- y sobre todo- y más allá del texto legal, publicarla en internet. En nuestro caso se publicaba ya en la página web del regulador.Igual se hizo, como co-

rresponde, al retirarse los tres funcionarios mencionados con su declaración de salida. El diario El Panamá América de martes 3 de febrero de 2004 señaló la rareza de que con dicha inclusión sólo cinco funcionarios habían cumplido con la disposición legal. Titulaba el medio de ese entonces: "*No solo se pide transparencia en el mercado de valores, sino también para el regulador y sus comisionados".*

La novedad antes citada en Panamá era ya norma hacía muchos años en España. Podemos citar por ejemplo la ley 6/1994 de publicidad en el Diario Oficial, de los bienes, rentas y actividades de los gestores públicos de Castilla - La Mancha en España. Señala la norma para atender críticas que se lo podían formular y explicar su razón de ser:" El paso adelante que da esta Ley Regional, convirtiendo la transparencia en publicación en el *Diario Oficial de Castilla-La Mancha*, no invade, en consecuencia, derechos constitucionales; ni mucho menos, convierte a los gestores públicos en sospechosos de conductas irregulares; aunque sí les impone obligaciones explícitas. *La publicidad inherente a la vida democrática somete a quien voluntariamente participa en la vida pública a unos controles muy superiores a los que debe soportar el ciudadano en su vida privada. Quien participa en la vida pública y tras solicitarlo, recibe, directa o indirectamente, el mandato democrático, es claro que debe soportar, como una carga inherente a su oficio, limitaciones a su actividad y también a su intimidad."*

Contrasta esta actuación con la situación absurda que observamos en la práctica panameña en la cual las declaraciones juradas notariales que hacen los funcionarios públicos, las cuales se hacen en un protocolo notarial, el cual por definición legal es público, no se permite su acceso en las notarías al público y mucho menos se publican en ninguna página Web, salvo honrosas excepciones. Los ciudadanos no pueden ejercer su rol fiscalizador de observar y comparar lo que anuncian los funcionarios tener al ingresar a sus posiciones y lo que anuncian al retirarse y contrastarlo con la realidad demoledora e insultante de lo que ostentan en la práctica y en el día a día que no es cónsono con sus ingresos oficiales, ni con su historial previo al servicio público.

f. Cuando no todo dependía de normas que pudiese adoptar el propio regulador, como lo serían las normas que regulan su propia conducta y los conflictos de interés, se requirió, conforme lo mandaba la norma jurídica del momento, al Órgano Ejecutivo que se adoptará el código de conducta

para el regulador. Se remitió borrador desde el año 2003, basado en códigos de éticas de jurisdicciones desarrolladas y en las cuales el tema de la ética y la transparencia está bien arraigado como Estados Unidos y España. En un resultado que nos debe preocupar a todos debo reportar que, en 9 años, ninguno de los encargados de turno del Órgano Ejecutivo (3 en total) quisieron adoptar el mencionado código, ni propusieron uno por su cuenta. Siempre he pensado que era demasiado incómodo. Solo por citar un ejemplo trataba un tema casi *tabú* en Panamá,que no se quiere abordar de forma científica y profesional y que muestra un cierto contubernio entre partes del sector público y partes del sector privado. Me refiero el tema de la llamada puerta giratoria que no es más que la salida y entrada constante de encargados de reguladores al sector privado que regulaban, sin ningún periodo de enfriamiento, lo que genera unos enormes conflictos de interés y que produce que el regulador sea simplemente capturado por los intereses de algunas empresas a las que está llamado a regular.

Los esfuerzos del regulador de valores fueron reconocidos en diversas instancias. Así fue premiado como entidad transparente e íntegra en el Proyecto Lecciones aprendidas y mejores prácticas para la integridad en la gestión pública panameña del año 2006 llevado a cabo por la secretaria ejecutiva del Consejo Nacional de Transparencia contra la Corrupción. Al regulador se le destacó junto a entidad como la Autoridad del Canal de Panamá. Se resaltó su programa de acceso a información pública por parte de los ciudadanos.

El sector privado lo reconoció con premio, por medio periodístico financiero, como figura pública del año en el año 2006, y con múltiples solicitudes para exponer el caso de estudio en numerosos eventos del sector como por ejemplo CADE de APEDE, entre muchos otros.

A nivel internacional organismos como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el influyente medio *The Economist* y el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) reconocieron todos el correcto actuar ético y transparente haciendo mención, respectivamente, de la perseverancia de la agencia estatal panameña, con el cuarto presupuesto más pequeño del gobierno, por ser independiente a toda costa, el prestigio de sus integrantes y su actuar no político y con la presidencia del Consejo de Autoridades del instituto señalado.

El actuar ético y transparente es fundamental en el sector público y, por si alguien pudiera dudarlo, es y será reconocido por el público en general. No se requieren grandes recursos, es cuestión de voluntad.

II. Algunos estándares de ética y transparencia del sector privado y su importancia.

A raíz de la ley de transparencia dirigida al sector público, se puede decir que el tema de ética en Panamá se puso de moda en el año 2002. Surgieron iniciativas del sector privado a las cuales muchos se sumaron con un genuino deseo de mejorar en el aspecto de hacer más transparente y ética y otros, se sumaron — cual rémoras — con el deseo, algunos,de figurar y, otros, de atemperar o en algunos casos influenciar para que las iniciativas, o naciesen débiles, vacías de fuerza y contenido, o asegurar su no uso en la práctica.

Entre solo algunas de estas iniciativas podemos mencionar:

a. Pacto ético empresarial APEDE

Surge como iniciativa de la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa. Me tocó participar como firmante en el rol de testigo del sector público en el acto que reunió a los representantes del sector privado y público quienes se comprometieron públicamente a hacer cumplir este pacto. En su quinto aniversario se me honró con la invitación de APEDE para exponer una charla magistral sobre la importancia de la ética y el buen gobierno en el sector privado.

La reflexión de rigor es ¿Cómo se mide el éxito e impacto de la loable iniciativa?¿Es la cantidad de entes que se adhieren al pacto sinónimo de su éxito? ¿Qué se hace si algunos de los firmantes de este pacto no lo cumplen, como en efecto sucede? Usualmente el sector privado indica, con algo de razón, que su rol no es ni de policía, ni de fiscal, ni mucho menos de juez. Que las violaciones deben ser investigadas, procesadas, y de ser el caso, sancionadas, por los entes públicos competentes. Mi comentario crítico a esto es que hay un terreno en el cual el sector privado organizado puede hacer algo concreto y es aplicar de forma pública sus propios instrumentos éticos, como por ejemplo el pacto ético empresarial. En un terreno puramente entre simbólico y moral debe dejar saber y sentir, de forma concreta e individual, su

deseo de no arropar dentro de los gremios a individuos y empresas que manifiestamente no cumplen ni respetan las reglas éticas y de transparencia. No hacerlo hace parecer un apoyo silencioso al actuar no ético ni transparente.

Esto no es la política electorera, en la cual alegan — los supuesto entendidos — que es necesario sumar y no restar y con ello se justifica, sin rubor, unirse a quien sea con tal de lograr el objetivo. En este tema de éticay transparencia, por credibilidad, se debe restar a todo aquel que no respete los principios fundamentales de ética y de transparencia que se ha auto-impuesto el sector privado. Esperar, en nuestro sistema actual la condena definitiva del sistema judicial, es tan poco realista y es mezclar dos planos que requieren cargas probatorias muy diferentes, así como conllevan consecuencias jurídicas diferentes. La sanción de privación de libertad, multa o la que corresponda, que impone el sistema judicial, luego de un debido proceso y respetando la presunción de inocencia, es diferente en todo sentido a la sanción moral y ética. En todo caso no requiere el mismo nivel, ni carga de la prueba y no tienen que coincidir. Una combinación perfectamente posible es que a un individuo se le encuentre no culpable en un proceso penal, pero se determine que ha incumplido con reglas éticas y sea expulsado de un gremio. No hay que esperar lo primero para que suceda lo segundo. Hoy en día criticamos al sistema judicial, con bastante razón, pero no vemos tampoco que abundan enérgicas condenas éticas de gremios o grupos organizados que culminen en la expulsión a individuos que simplemente se burlan de la ética y la transparencia.

b. Códigos de ética que requieren los reguladores bancarios y de valores a sus regulados.

Los bancos que operan en el sistema están obligados, por Acuerdo 5 de 20 de septiembre de 2011 sobre gobierno corporativo que sustituye al Acuerdo 4-2001, ambos dictados por la Superintendencia de Bancos de Panamá, a tener un código de ética.

Las casas de valores que operan en Panamá deben tener obligatoriamente un manual de conducta. Por el contrario, los emisores de valores, deben anunciar al público si tienen o no un código de ética conforme al acuerdo de gobierno corporativo del regulador de valores, Acuerdo 12-2033, que simplemente recomienda a los emisores de valores

tener códigos de ética. El que no quiere no lo tiene. El que quiere lo tiene, y si quiere no lo cumple y, lamentablemente, no pasa nada, más allá que sea tomado en cuenta como elemento a la hora de decidir invertir o no por un potencial inversor. La ley 67 de 1 de septiembre 2011 por la cual se crea la Superintendencia de Mercado de Valores mantiene esta posición de simple recomendación que ha sido el *status quo* desde el año 2003. Quienes seguimos el tema sabemos que el sistema de recomendación no ha funcionado. En los últimos 9 años ha dado como resultado que menos del 25% de los emisores registrados señalen que siguen las recomendaciones sobre gobierno corporativo, recomendaciones que incluyen como hemos visto tener códigos de ética.

A estos entes regulados, un universo importante, pero numéricamente pequeño, se les requiere en materia de transparencia firmar una declaración jurada en la cual indican que la información financiera que suministran al público es veraz. La iniciativa se dio por primera vez en Panamá por acuerdo del regulador de valores en el año 2002. En el año 2010 el regulador bancario hizo lo propio con ciertas matizaciones importantes en cuanto al contenido y forma de la declaración jurada.

c. El Instituto de Gobierno corporativo de Panamá.

Este ente privado surge a propuesta del suscrito en el año 2066 y responde a su vez a recomendación contenida en evaluación del reporte de observancia de estándares y códigos (ROSC) efectuada por el Banco Mundial al analizar en 2004 el grado de cumplimiento de Panamá a los principios de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) sobre gobierno corporativo.

Como bien explica el ***White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina de OECD*** del año 2004 en su punto 115,es en el interés alargo plazo de la empresa, no sólo cumplir con la ley, pero también establecer una cultura ética para manejar y administrar en el día a día sus tratos con sus clientes y las partes interesadas. Estas metas pueden ser desarrolladas aun más por la Junta Directiva al desarrollar estándares éticos para la empresa.

El IGC ha promovido diferentes encuestas informativas y ha publicado una Guía de prácticas de buen gobierno que contiene en sus reco-

mendaciones el establecimiento de un código de ética para la empresa y la promoción de la transparencia.

d. Códigos de ética de ciertos profesionales.

Los profesionales que prestan servicios al sector privado y público siempre han tenido sus códigos de ética. Así los abogados tiene su código de ética aprobado en Asamblea general plenaria en el marco del X Congreso Nacional de abogados de enero 2011, la asociación de abogados internacionales estableció su código de conducta el 7 de junio de 1995, los contadores públicos autorizados tienen su código de ética en el decreto ejecutivo 26 de 17 de mayo de 1984, los periodistas tienen su código de ética periodística de 17 de febrero 2011, los maestros que educan a los futuros profesionales tienen el Decreto 538 de 29 de septiembre 1951, por el cual se adopta el Código de ética profesional del Cuerpo de educadores de la República y se crean estímulos para éstos.

El grado de efectivo uso de los mismos no se puede determinar con certeza en gran medida por falta de transparencia. En algunos casos hay mayor información pública disponible como por ejemplo los casos violación a la ética de los abogados ya que los resultados de los procesos se publicitan. En otros casos no hay información alguna prevaleciendo, como lo reporta la evaluación al sector financiero de Panamá del Fondo Monetario internacional del año 2006 la impresión que no se aplican, como es el caso de los contadores públicos autorizados.

Esto contrasta por ejemplo con la información disponible en internet en el caso de corredores de valores en Estados Unidos. Cualquier potencial cliente puede encontrar el historial completo de acusaciones y procesos por incumplimiento de reglas del corredor con el cual deseen contratar.

e. Códigos para personas del sector privado que brindan servicio público.

Si bien el énfasis en esta presentación es el sector privado debe destacarse el Decreto Ejecutivo 246 de 15 diciembre 2004, el cual deroga el Decreto Ejecutivo 13 de 24 de enero de 1991, por el cual se adoptan

los principios éticos de los servidores públicos. La ley 6 de 2002, ley de transparencia, en su artículo 27 requiere que las entidades públicas tengan códigos de ética. La ley 6 es de obligatorio cumplimiento para servidores públicos, lo mismo que en empresas y sociedades de participación estatal mayoritaria. Para efectos del Decreto 246 la función pública puede ser ad honorem. En Panamá se dan casos de representantes del sector privado que sirven ad honorem en entes públicos y le es aplicable este código de ética.

f. Otros

Hay iniciativas privadas tales como Sumarse, enfocada en responsabilidad social empresaria (RSE), el Pacto Global de las Naciones Unidas. Hay iniciativas legislativas recientes que trascienden el aspecto de códigos de ética, y que afectan directamente el tema de la transparencia y el fraude en el sector privado. Por mencionar dos ejemplos concretos e importantes podemos indicar la ley de delitos financieros del año 2003 y el nuevo código penal, ley 14 de 2007,el cual en su artículo 247 contempla como parte de los delitos financieros la novedosa figura del soborno privado. Se considerará soborno en el sector privado la promesa, el ofrecimiento o la concesión de un beneficio indebido a una persona que dirija o cumpla una función en el sector privado, con el propósito que dicha persona falte al deber de sus funciones ya sea actuando o absteniéndose de actuar.La sanción para este delito es de dos a cuatro años de prisión. Similar sanción se contempla para el soborno en el sector público. Como nos recuerda la ex fiscal Maribel Cornejo de delitos financieros y anti corrupción, esta conducta antes resultaba indiferente a la Ley Penal panameña.

A. ¿Por qué se dictan estos códigos de ética?

La deontología profesional no es más que el conjunto de reglas de carácter ético que una profesión se da a sí misma y que sus miembros deben respetar, para asegurar que los medios empleados para alcanzar los fines en el ejercicio de la profesión o actividad sea conveniente no sólo para el que la realiza, sino también para todos los demás. De no ser así, la actividad perdería su valor.

Históricamente los códigos de ética surgen como *softlaw*. Antes que me lo impongan me los dicto. El término *softlaw* se refiere a la falta de *justiciabilidad*

de los instrumentos en los cuales se incluyen las reglas más que al contenido mismo de las reglas.

Los códigos de ética ameritan varias reflexiones. Un primer problema que se presenta es que a diferencia de la ley que se aplica, o debe aplicar a todo el mundo, estos códigos solo aplican si la persona es miembro de la organización que ha dictado el código respectivo. Sino quiero que me lo apliquen dejo de ser miembro. El problema en nuestro medio es mucho mayor ya que no existe, por ser inconstitucional, la llamada colegiatura obligatoria para las profesiones liberales.

Como representantes de la Fundación Panameña de Ética y Civismo servimos en el Comité de Ética del Consejo Nacional de Periodismo de Panamá con pesar vemos con frecuencia las quejas de individuos contra periodistas o comunicadores por violaciones a la ética, pero al no ser dichas personas parte de la organización, nada puede hacerse.

Los códigos de ética en ocasiones no se conocen por quienes deben conocerlos y no se aplican por quienes deben aplicarlos. Normalmente nadie quiere meterse en problemas. Se les toma como algo secundario. No son el centro del negocio. Son para algunos algo desconocido y para otros una especie de molestia. A mi juicio hay una curiosidad, se asocia ética con vejez. Los que se interesan en estos se ven como los viejos en la empresa. No se asocia ética con juventud. En las empresas los que promueven estos temas son los veteranos. En algunas ocasiones el socio fundador que puede encontrarse ya más cerca del retiro. Esto sucede ya que con la madurez y la experiencia ha visto la realidad inexorable que la única forma en que su empresa y proyecto al que dedicó mucho tiempo sea sostenible en el tiempo es si tiene principios éticos y es transparente. Esto en ocasiones se descubre muy tarde.

Si el código contiene reglas que molestan, se exceptúa de la aplicación de dicha reglas. Así lo demostró una revisión conducida por una firma de abogados encontró que la junta directiva de Enron votó para exceptuar del Código de ética de la compañía para permitir que un alto dignatario de Enron tuviera una posición en varias asociaciones claves, que luego resultaron parte del fraude perpetrado por esta empresa. Lo que emergió en Enron, como lo describe el reporte, fue una cultura de engaño, donde cada esfuerzo fue hecho para manipular las reglas y ocultar la verdad como parte de un esfuerzo por los ejecutivos de aumentar falsamente las ganancias y ganar

millones de dólares para ellos mismos. ***Enron Panel Finds Inflated Profits and Few Controls. Febrero 2002.***

Para las empresas reguladas, la gran minoría, los reguladores han insistido cada vez más en este tema. La ley Sarbanes Oxley de 2002 dictada en Estados Unidos es el modelo emblemático. Requiere que se tenga código de ética, que se divulgue amplia y constantemente su contenido entre todo el personal, que se capacite al personal de forma periódica, y que se castiguen sus violaciones o incumplimientos y que se deje evidencia de todo lo anterior. Que así se haga lo supervisa constantemente el regulador, en este caso el PCAOB.

B. Importancia

Hay en mi opinión tres formas o métodos para abordar el tema de la importancia de los códigos de ética para prevenir el fraude. Uno lo denomino el método del caos, o convencimiento por temor, el otro, el método del convencimiento por el beneficio — que hay en esto para mí —, y un tercer método, el más difícil de vender, es el convencimiento de que es lo correcto y que es bueno para todos en general.

a. Método del caos.

Parte de la premisa de demostrar como la falta de ética y la falta de transparencia traen enormes pérdidas, tanto a nivel macro como micro. Requiere aceptar una relación de causalidad entre la falta de ética y la pérdida. La más reciente crisis financiera global es un buen exponente a nivel macro.

Así por ejemplo, en el trabajo:***The Global financial Crisis. A plan for regulatory reform*** preparado por el ***Committee on Capital Markets Regulation*** se deja en evidencia la severidad de la crisis financiera global acaecida en el año 2008 y de la cual el mundo todavía no se recupera. Las cifras con elocuentes. La capitalización global se redujo 53% de su punto más alto en octubre 31, 2007.

Los efectos en la economía real son igualmente impactantes. De 2000 a 2008 el crecimiento global promedio fue de 4.1% al año. En marzo 2009 la base de datos de *World Economic Outlook* proyectó que el crecimiento mundial sería de -1.0 a -0.05%, una disminución alarman-

te de 2008, cuando era 3.2%. Aproximadamente US1.3 trillones se han perdido desde el último trimestre de 2007.El desempleo en la eurozona es 8.9% en marzo 2009, comparado con 6.7% en marzo de 2008.

El método del caos incluye también el convencimiento por miedo y por amenaza. Busca convencer al empresario que al no actuar en su empresa de forma ética, fomenta una cultura que va contra sus propios intereses.

Como vice presidente de la Asociación Panameña de Examinadores de Fraude(APEF) conocemos las estadísticas que demuestran el impacto del fraude, producto de la falta de ética y transparencia en las empresas. Sabemos con los datos publicados en el año 2006 en el ***Report to the nation on Occupation al fraud and Abuse*** emitido por la ***Association of certified fraude xaminers*** sobre las importantes pérdidas totales para las empresas por fraude ocupacional. Las perdidas totales pasaron de US400 billones en elaño 1996 a US652 billones en el año 2006.

El fraude no discrimina en cuanto a tipo de organización a la que afecta. La compañía privada ha sido afectada en el 36.8% de los casos, con una perdida promedio de US210,000.00. La compañía publica lo ha sido el 31.7% de los casos, con una perdida promedio de US200,000.00.

El fraude afecta con independencia del tamaño de la empresa. La pérdida promedio en empresa con menos de 100 empleados ha sido de US190,000.00 en 2006. En empresas con más de 1,000 empleados y menos de 9,999 empleados la pérdida promedio fue de US120,000.00 en 2006

El 39.5% de los casos de fraude es cometido por empleados no administradores, 41.2 por administradores y el 19.3 % por propietarios y ejecutivos.

Los métodos de fraude son variados. Por ejemplo: Estados financieros fraudulentos corresponde al 30.8% de los casos y la pérdida promedio es US538,000.00. Aprobación indebida de activos corresponde al 91.5% de casos y la pérdida promedio es US150,000.00. El total de porcentaje supera el 100% debido a múltiples esquemas en más de una categoría.

¿Cómo se detecta el fraude? El 34.2% por denuncia interna, 20.2% por la auditoría interna, el 25.4% por accionistas, el 19.2% por controles internos y el 12.0% por la auditoría externa y el 3.8% es notificado por la policía.

¿Cual es el perfil del que comete el fraude?

En cuanto a la antiguedad de la persona con la empresa. Menos de 1 año de antigüedad corresponde a 10.2% de los casos y la pérdida promedio es US45,000.00. De 1 a 5 años de antigüedad corresponde al 25.7% de los casos y la pérdida promedio es de US100,000. De 5 a 10 años con al empresa represente el 26.3% de los casos y pérdida promedio de US205,000.00. Más de 10 años de antigüedad representa el 37.7% de los casos y una pérdida promedio de US263,000.00.

La edad de la persona que comete el fraude en el 34.6% de los casos está en el rango entre 41 a 50 años y la pérdida promedio ha sido de US250,000.00. Entre 31 y 40 años han sido el 32.5 % de los casos y la pérdida promedio ha sido US269,000.00. Los menores de 26 años representan solo el 6.1% de los casos y la pérdida promedio es de US25,000.00 y los mayores de 60 son solo el 2.8%, pero la pérdida promedio es de US713,000.00

Quienes comenten fraude son hombres un 61% de los casos con una pérdida promedio de US250,000.00 y mujeres representan el 39% de los casos con una pérdida promedio US102,000.00

En cuanto a los ingresos de la persona que comete el fraude personas con ingresos anuales menores de US50,000.00 representaron una pérdida promedio fue de US75,000.00. Lo anterior contrasta con personas que cometen fraude y tiene un ingreso anual de más de US$500,000.00, en ese caso la pérdida promedio ha sido de US8,000.000.

b. Método del convencimiento por beneficio.

El objetivo es claro, simple y directo. Demostrar como la data existente lo demuestra que el actuar ético trae beneficios concretos (tangibles) para la empresa.

De este método tenemos numerosos ejemplos.

a. Se ha comprobado que las empresas que diseñan e implementan programas de ética empresarial que tratan la responsabilidad legal, ética, social y ambiental que enfrentan, al tratar estos asuntos de manera sistemática, pueden mejorar su propio rendimiento comercial, expandir las oportunidades para el crecimiento y contribuir al desarrollo del capital social en sus mercados. Pueden darse beneficios tales como:

- Reputaciones y plusvalía mejoradas.
- Riesgo y costos reducidos.
- Protección de sus propios empleados y agentes.
- Posiciones competitivas más fuertes.
- Acceso expandido al capital, al crédito y a la inversión extranjera.
- Ganancias incrementadas
- Crecimiento sostenido a largo plazo.
- Respeto internacional por las empresas y los mercados emergentes.

Las empresas que sobresalen en estas áreas crean un clima de excelencia para sus empleados, accionistas y comunidades y contribuyen al bienestar económico de sus países. Fuente: ***Ética comercial. Manual sobre la administración de una empresa comercial responsable. Departamento de comercio de los Estados Unidos. 2007.***

b. Se gana dinero, argumento difícil de resistir para el empresario. En la obra: **Case studies of Good corporate governance practices** del círculo de compañías de la mesa redonda latinoamericana de Gobierno corporativo se demuestra científicamente la anterior afirmación. El Círculo de compañías fue lanzado por la OECD y el IFC y sus miembros fundadores en mayo 2005. Reúne a compañías líderes en las prácticas de implementar mejores práctica de buen gobierno en el contexto latinoamericano. Son 13 compañías al año 2006. Ha llegado, entre otras conclusiones generales, a reiterar lo que, por obvio no debe dejar de resaltarse: La credibilidad ante el mercado es fundamental y el buen gobierno corporativo es un viaje, no es el destino final.

Las experiencias de los miembros prueban que el buen gobierno corporativo, que contempla el actuar ética, puede contribuir al rendimiento operacional y acceso (costo de capital). Mejorar el gobierno corporativo se traduce en retornos positivos reales. Por ejemplo: Un individuo que invirtió un dólar en un portafolio de acciones de todas las compañías del circulo en diciembre 31 de 1997 habría recibido un rendimiento excepcional once años más tarde, inclusive luego de la crisis financiera de 2008 comparado con una inversión en cualquier otro portafolio.

Específicamente un dólar invertido en un portafolio hipotético de compañías del círculo habría resultado en US15.45 al final de 2008, un return acumulado de 1,445%. Esto se compararía con el retorno de US3,41 ganado por el portafolio de todas las compañías latinoamericanas y los US2.32 del portafolio compuesto por emisores de ADR latinoamericanos. Fuente: Página 180. ***Practical guide to corporate governance experiences from the latin american circle, 2009.***

¿Podemos ingenuamente suponer que la falta de adopción e implementación real en la práctica se ha debido simplemente en el desconocimiento?

Los autores Peter Blair Henry y Peter Lombard Lorentzen profesor de economía de la Universidad de Stanford y doctor de esa misma universidad, respectivamente, en un magnífica monografía titulada: "***Making Markets Work: How Domestic Capital Market Reform can improve Access to global finance*** señalan que hay tres posibles explicaciones:

Primero: Surge una extra burocracia al cumplir con los requerimientos de gobierno corporativo lo que hace más lento el proceso de toma de decisiones. La presión para justificar cada trimestre las decisiones corporativas aleja o distrae a los ejecutivos de tomar decisiones a largo plazo.

Segundo: Existen costos en la revelación. Mayores revelaciones hacen más difícil de mantener líneas de negocios exitosas fuera de la vista de los competidores.

Tercero: Una tercera y más cínica es que si bien es cierto que las empresas se benefician de capital más barato si pueden mejorar su

gobierno corporativo, los insiders se benefician mas de la extracción de renta de los actuales y cautivos accionistas e inversionistas y del estatus quo que de lo que harían con su misma porción particular en caso que la empresa tuviese buen gobierno.

Hay además otra explicación, que añadimos nosotros, y que ha sido estudiada por que es más bien un problema de coordinación. Si las empresas de un determinado país tienen problemas significativos de buen gobierno, la primera empresa que reforme y cambie su política de gobierno corporativo corre el riesgo de lucir peor que las otras empresas. Lo anterior se entiende mejor si lo vemos con un ejemplo concreto, así por ejemplo si la mayoría de las empresas de un país está formalmente reportando ganancias, pero solo porque se violan algunos de los principios internacionales de contabilidad en algún punto concreto, la primera empresa que cambie y admita que tiene pérdidas es evidente que dicha sinceridad no la beneficiará, en el corto plazo, en comparación con las otras empresas.

Ahora bien, si todas las firmas son compelidas a cambiar juntas, las mejores se destacarán.

El problema de la aproximación que invita a ser ético es que lo reduce a hágalo por que es bueno para el negocio y previene que usted sea víctima de fraude. Este enfoque deja de lado a releva a un segundo o tercer plano sea ética ya que es correcto y además le asegura lo más importante asegura la sostenibilidad y la vigencia de la empresa. Sin embargo este nuevo argumento presenta problemas. Para una sociedad panameña que se está acostumbrando a la gratificación instantánea, inmediata. Todo es para ya. Estos argumentos de sostenibilidad y vigencia son útopicos. En un ambiente mercantilista, en el sentido correcto del término, no vende bien.

Hay una desesperación por acumular riqueza rápido. La idea es tomar todo lo que se puede de donde se puede y rápido. Luego se verá. Las estadísticas al que hace esto, tanto en el sector público, como en el privado, le indican que probablemente no pase nada. Al reinar la impunidad, no hay muchos ejemplos de egregios empresarios siendo castigados efectivamente. El delito de cuello blanco o delito económico campea. Se dan escaramuzas de procesos, pero no se ataca lo fundamental que es quitarle al delincuente de cuello blanco el producto

mal habido, es decir el dinero. Hay que hacer más uso del famoso concepto típico de investigaciones de delitos financieros de siga el dinero. Con ello el incumplidor sabe que luego que pasen todos los teatros de subir y bajar escaleras de oficinas de investigación y juzgados, su dinero mal habido a buen recaudo lo estará esperando para ser disfrutado, por él, o en el peor de los casos por sus descendientes. Sobre el aspecto de la reputación, le puede importar algo al principio, pero luego aprender a desarrollar una coraza más dura que la de muchos reptiles y se aferra a la idea comprobada de que en Panamá se puede vivir, como diría alguno, gracias a dos importantes elementos al aire acondicionado y a la falta de memoria. Y asi es: Que pronto se olvida, o se hace como que se olvida. Además en poco tiempo surgirá el próximo escándalo financiero, del que nos permitan enterarnos ya que en muchas ocasiones se ocultan algunos de ellos, que desbancará el suyo relegándolo, si se puede aún más al olvido. Luego lo que reza es por ser olvidado y poder disfrutar el producto de su actuar anti ético y poco transparente. La comunidad, sin saber que hacer, lo recibe nuevamente y allí vamos nuevamente a los cocteles, inauguración, sociales y otras banalidades, enviando el equivocado mensaje a todos de que la conducta anti ética y el actuar poco transparente si paga.

La principal molestia y bien matizada, puede ser lo que se publique en los medios, o siendo sinceros en algunos medios, para algunos casos y personas las andanzas de estos personajes. La realidad de una sociedad pequeña hace que casos no sean tratados en ciertos medios por no ofender a amigos, familiares, importantes anunciantes. Eso no cumple con la ética periodística y no fomenta la transparencia.

El hecho de la sociedad pequeña es una realidad y a la vez un mito. Por un lado en un espacio pequeño se concentra la población que posee la riqueza y toma las decisiones. Acude a los mismos centros de entretenimiento, clubes sociales, eventos, restaurantes, lugares de culto, escuelas. Esto hace que se repitan frases cliches de que todo el mundo se conoce. La toma de medidas ejemplares por parte de aquellos que deban hacerlo se torna en un aspecto con dificultades adicionales ya que se generan ciertas incomodidades por los encuentros fortuitos que puedan darse entre investigador, y juzgador e investigado y juzgado. Esto es meramente anecdótico y trivial comparado con otras sociedades en las cuales no se trata de un simple

momento incómodo entre las partes sino que los investigados atentan contra la vida de los investigadores y juzgadores y la de sus familiares.

Lo que sabemos es que hay excelentes y dedicados profesionales, pero a diferencia de otras latitudes, nuevamente la pequeñez hace que el cálculo de futuro profesional les haga optar por usar todo su conocimiento para colaborar con la parte económicamente más influyente y no necesariamente perseguirla. Como diría John Kenneth Galbraith puede durar hasta que la esposa quiere un nuevo juego de cortinas. John Kenneth Galbraith entrevistado por Nicole Salinger en Tout savoir oupresque sur l´economie nos relata: *"Muchos de nuestros mejores abogados comienzan sus carreras tratando de hacer respetar las leyes de anti trust. Luego se mudan a una casa más grande, sus hijos van a la escuela y a la universidad, sus esposas se vuelven más exigentes, las pensiones alimenticias. Entonces dejan el servicio del ministerio de justicia y se ponen a defender a las grandes corporaciones contra las layes anti trust".* Edition De Seuil, 1978, pág. 53.

Con ello no hay batalla posible, está pérdida antes de empezar. Malas normas, débil persecución, certeza de no castigo, la mesa de la impunidad está servida. Se apuesta a que el tiempo se encargará que las cosas prescriban, caduquen y sobre todo se olviden. Muchas veces se tiene razón que así será.

Hablo con conocimiento de causa. En el fraude financiero más publicitado de la década pasada se vio el patrón antes indicado. De varios medios, el caso existió para unos y no para otros. En algunos siempre había noticias, en otros el caso rara vez era mencionado en entrevista a periodista le expresé iniciando el caso que yo estaba seguro que, como funcionario público, no vería el fin del mismo. Han pasado doce años y el tiempo ha confirmado que estaba en lo cierto. Lo sabía ya que siendo abogado y sobre todo hijo de abogado procesalista a quien vi tener casos que duraron más de una década en terminar, sabía a lo que me refería. Entre muchas anécdotas que reflejan como funciona de curioso nuestro sistema basta decir que el apoderado/ defensor de unos de los investigados era un magistrado suplente de la Corte Suprema. Otro regulador no encontró ni violación a la ética. Las multas del regulador de valores, que si tomó acción, se impusieron, pero nunca se cobraron. El caso se ha estudiado poco, por ser generosos, o más bien nada en los centros de formación del empresariado

panameño. Esta sería a mi juicio la única manera de evitar que pase de nuevo. Y les aseguro que pasará de nuevo. Ello contrasta con el mayor escándalo financiero en Estados Unidos en la misma década. La cobertura de todos los medios fue similar. El caso terminó. Se castigó a los responsables, se exoneró a los que no lo eran. Se pagaron las multas, se cumplen las condenas. Hay casos de estudio que forman parte del pensum de las escuelas de derecho y de negocios. Se intenta aprender la lección para que no suceda de nuevo. Si sucede hay precedentes. Se está mejor preparado.

Por ello sostenemos que no hay voluntad real. Todos decimos que queremos que el problema se solucione, pero todos queremos que otro lo solucione. No queremos involucrarnos. Si quisiéramos empezaríamos por las sanciones simbólicas y morales, que si bien son irrisorias, comparadas con los daños causados, son por lo menos algo, y un mensaje que dice más del que las aplica que de aquel a quien se les aplican. No más convivencia social normal, como si nada hubiese pasado, no más fiestas, cocteles, con delincuentes de cuello blanco. No peleárselos, literalmente, para tenerlos nuevamente de clientes preferenciales. Dejarlos solos.

La ética se ha relativizado, como todo. La brillante caricatura que tiene a un grupo de respetados empresarios y ejecutivos discutiendo seriamente e indicando o más bien ordenando el líder de la empresa que todo debe hacerse de forma ética, pero siempre dentro de lo razonable nos describe como prevalece la filosofía de que vamos a ser éticos, pero tampoco vamos a permitir que la ética nos dañe el negocio.

c. El tercer método: Ser ético por que hay que serlo y por ser bueno para todos en general.

El trabajo de John Sullivan: ***Business Ethics and Corporate Governance as Anti-corruptions Tools*** (Global Corporate Governance Forum GCGF 2009) recoge la nueva tendencia internacional en la materia.

El fortalecimiento de la información, transparencia y responsabilidad en las empresas, incrementa las probabilidades de éxito para contener la corrupción. La mayor parte de los casos de corrupción, involucran

colusión entre funcionarios públicos y participantes privados, que actúan en calidad de ejecutivos, empleados o controladores de empresas. Los controles y balances dentro de la empresa, la supervisión de la administración por parte de la directiva, mejores controles internos y líneas claras de responsabilidad, reducen las oportunidades, para involucrar a la empresa en incidentes de corrupción. (***White Paper sobre Gobierno Corporativo en América Latina OECD 2004****).*

La reunión de la mesa redonda latino americana de Gobierno Corporativo celebrada en Perú el 29 y 30 de noviembre de 2011, trató por primera vez el rol del gobierno corporativo para combatir la corrupción. La base del tema fue la ***Convención de la OECD para combatir el cohecho de servidores públicos extranjeros en transacciones comerciales internacionales.*** (1997).

C. Sobre la transparencia.

Mercados de todos los tipos requieren información para funcionar. Los compradores deben saber lo que los vendedores están ofreciendo. De otra manera las transacciones no ocurrían o si lo hacen, los precios a los cuales ocurrirán están distorsionados por que los compradores no están bien informados los mercados de capitales no son la excepción. Los prestamistas deben conocer los detalles financieros de los prestararios.

El contraste es notorio. En Panamá se ha tenido un culto al secreto y a la confidencialidad. Lo decimos con conocimiento de causa. Nuestra tesis doctoral trató sobre el secreto bancario. Pasamos 4 años en Europa investigando sobre el secreto y la confidencialidad. Por ello podemos afirmar con autoridad que estas novedades de ser transparente son avis rara. No en vano en el reporte del Doing Business del Banco Mundial sacamos 1 en cuanto a transparencia en las transacciones de un total máximo de 10.

En otras latitudes basta buscar en internet y se obtiene información financiera sobre los controladores de empresas públicas. En Panamá, y justo es decirlo, en muchos otros países del mundo, entre ellos la mayoría de latino américa esto no es posible. Se argumenta y no deja de tener cierto peso, el tema de la seguridad personal. Es cierto, pero al mismo tiempo contradictorio. El argumento es válido, para todo aquel que se comporta en forma consistente con dicho argumento. ¿Qué quiere decir esto? No se dan los datos sobre las finanzas, lo cual puede ser prudente, consono con el deseo de mantener

privacidad, que es un derecho muy importante, y se preserva la seguridad personal. Sin embargo, en algunos casos, ello contrasta con la actitud que se tiene sobre la ostentación. Ese mismo que no quiere que se sepa lo que le paga los accionistas en su empresa por dirigirla, ostenta marcadamente en bienes muebles e inmuebles lo que debe permitir a cualquiera inferir, y es ese su deseo, que tiene ingresos generosos. Luego, eso si, podría sorprenderle al tercero, que por arte de las ficciones del propio sistema lo que ostente, nada sea realmente suyo en propiedad sino que sea de alguna persona jurídica creada con el fin de no ser propietario formal de nada, pero usar y aprovecharlo todo. Lo mejor de dos mundos.

En un interesante estudio titulado Development of a Securities market in Panama, preparado en el año 1973 por el General Secretariat. Organization of American States del Inter American Committee on the Alliance for Progress-Capital Markets Development Program se buscaba conocer las razones por las cuales las empresas panameñas no optaban por el mercado de valores como fuente de financiamiento se señaló la actitud de las empresas entrevistadas frente a la transparencia y la revelación de información al público. Algunas empresas indicaban que no querían dar a conocer sus cifras por diversos temores entre los cuales pueden citarse: expropiaciones y de presiones laborales si sus estados financieros son hechos públicos, presiones para reducir sus precios debido a su alto margen de ganancia, temor al cargo de que sus ganancias son muy altas y temor a demandas de los sindicatos por mejores salarios y beneficios.

Las respuestas anteriores contrastan con el comportamiento de otras empresas que dan a conocer sus cifras y comparten sus utilidades con sus colaboradores.

Lo que queremos transmitirle es que se hace necesario practicar la transparencia y cumplir los códigos de ética de la cabeza para abajo, desde donde según reza el adagio se pudre el pescado, es un tema francamente de actitud y voluntad. Se hace necesario pagar los impuestos, respetar las leyes laborales y de seguridad social, respetar a los inversionistas, a los accionistas minoritarios, respetar el ambiente, en general respetar la ley.

La cabeza, debe dar el ejemplo fundamental, tanto en el sector público como en el sector probado el presidente de la empresa, su ejecutivo principal, el gerente. La señalan que ellos envíen, el mensaje escrito y los mensajes no escritos — por medio de sus acciones u omisiones — que manden serán

captados y entendidos por todo el personal y por toda la organización. Es el llamado *tone at the top.* El tono a la cabeza. Todo baja de allí.

Por eso es fundamental la transparencia y la rendición de cuentas en la selección de las cabezas. Por eso nos causa hilaridad ver campañas, que debemos reconocer son correctas y positivas, en las cuales le recuerdan y advierten al personal en general de entes públicos la importancia de hacer buen uso de los recursos, la importancia de no abusar de la posición, de no hacer de uso propio los bienes públicos. Sin embargo, estas campañas verán su eficacia reducida si prevalece un ambiente en el cual existe la percepción siquiera de que en la cabeza o cabezas respectivas no se está respetando ni practicando nada de lo que se predica.

No me canso de insistir sobre le necesidad de luchar denodadamente contra el peligro, en muchos casos una realidad ya confirmada de la toma del regulador por los propios regulados. No se trata de la desfasada autorregulación, se trata de evitar ahora el regulador, oficial y formalmente público, pero en la práctica, capturado y al servicio y protección de quienes debe regular y supervisar.

John Kenneth Galbraithlo señaló magistralmente en su obra *"The Economics of Innocent Fraud. Truth of our time"*, 2004 al indicar: "No hay duda que la influencia corporativa se extienda a los reguladores. Necesaria es la regulación independiente, honesta, competente profesional, nuevamente una cosa difícil de alcanzar en un mundo de dominio corporativo. Esto último debe ser reconocido y tomado en cuenta. No hay alternativa a una efectiva supervisión".

D. Conclusión general

Todo no esta mal o perdido. Este solo evento, la presencia de todos aquí, que estemos hablando de esto es fundamental, las varias personas y organizaciones que existen es la mejor señal.

Soy partidario del llamado Meliorismo que se define como la posición opuesta al pesimismo llamada también optimismo relativo, que parte de la base de que aunque se acepte que en el mundo las cosas andan mal, que los valores de mayor jerarquía, como verdad, belleza, perfección, justicia y otros, no se den en los hechos, siempre la vida presenta elementos que es posible y

conveniente desarrollar, y que peor sería aceptar las cosas como están. Se le atribuye a Lester F. Ward la invención del término.

El optimismo puede decirse que es la tesis; el pesimismo la antítesis, y el meliorismo la síntesis de la relación del hombre con el universo. El optimista dice: no hagas nada, porque nada hay que hacer. El pesimista dice: no hagas nada, porque nada se puede hacer. *El meliorista dice: haz algo, porque hay mucho que hacer y se puede hacer.*

Lo que se puede hacer concretamente es insistir permanentemente en una cultura ética y transparente en la empresa y sobre todo practicarla. Para ello el menú es básicamente el siguiente: Tener código de conducta, que sea más que un mero adorno, una línea caliente de ética y un programa de denuncias, promover un ambiente positivo de trabajo que incluya el monitoreo de transacciones de negocios y relaciones interpersonales entre suplidores, compradores, sistemas de seguridad y división de funciones importantes, reforzar la integridad personal de los colaboradores, definir claramente el comportamiento honesto y el deshonesto, liderar con el tone at the top, realizar contrataciones y promociones de personal inteligentes con buenos procesos de investigación de los sujetos, evaluar cumplimiento, entrenar constantemente y confirmar frecuentemente que todos entienden lo que se quiere y finalmente ejercer, sin contemplaciones la necesaria disciplina.

BUEN GOBIERNO CORPORATIVO Y ÉTICA EMPRESARIAL DENTRO DE LA AGENDA RSE DE LOS ÚLTIMOS CINCO AÑOS EN PANAMÁ

PAN AMCHAM
V Aniversario
Reconocimiento al buen ciudadano corporativo 2014

DR. CARLOS BARSALLO

Buenas noches. Muchas gracias a la Cámara Americana de Comercio e Industrias de Panamá por la invitación a exponer en este evento de ***Reconocimiento al Buen ciudadano corporativo***.

El tema que voy a tratar se titula ***"Buen gobierno corporativo y ética empresarial dentro de la agenda RSE de los últimos 5 años en Panamá."***

Antes de desarrollar la charla deseo hacer una reflexión general, en torno a lo que en este acto se celebra: la importancia supina del buen ciudadano, sea este un individuo o una corporación.

Cuentan que el filósofo Diógenes (421 a 323 A.C), que se burlaba y despreciaba con gracia de los políticos petulantes y engreídos, un día salió por las calles de Atenas, con una lamparita, a pleno rayo del sol, en busca de "un hombre honesto". Así se mofaba de toda la sociedad, pero especialmente de los gobernantes atenienses. No registra la historia que Diógenes haya tenido éxito en su propósito, pero desde entonces ha puesto a pensar por siglos a la humanidad, en la necesidad de que la sociedad alcance el "areté". Es muy complicado gobernar, un país o una sociedad, sin un método para ello. Los filósofos de la escuela cínica lo encontraron en el concepto de "areté", o excelencia cívica, moral e intelectual de los individuos que la conforman. Si estos, y especialmente quienes gobiernan, se apartan de esta condición, concluyeron, la comunidad se irá deteriorando y decayendo. (Carlos Arce Macías, La Lámpara de Diógenes). En Panamá pruebas al cántaro.

No cabe duda que es imperante en Panamá, en su sector privado y público el concepto de "areté", o excelencia cívica, moral e intelectual de los individuos que conforman la sociedad panameña.

Entremos en materia

Voy a presentar un pantallazo sobre la responsabilidad social corporativa, su importancia y evolución a nivel global para luego tratar el tema de la ética y el gobierno corporativo en Panamá con un análisis crítico sobre la situación actual para finalizar con unas reflexiones y sugerencias de toda la temática expuesta.

La responsabilidad social corporativa.

El tema está de moda. Las modas tienen un peligro. Usualmente así como llegan pasan. ¿Es el riesgo de la responsabilidad social corporativa? No es el caso y lo sostengo por las siguientes razones:

La responsabilidad social corporativa la componen varios elementos: 1. Buen gobierno; 2. Salud y seguridad; 3. Derechos humanos; 4. Ética comercial; 5. Cadena de valor; 6. Preservación medio ambiental y 7. Filantropía y acción social.

El gobierno corporativo y la ética, piezas fundamentales dentro de la responsabilidad sociedad empresarial, son considerados hoy por las voces más autorizadas, la brújula moral de las empresas y herramientas importantes en la lucha contra la corrupción. Este es precisamente el título y la premisa fundamental de la obra de John Sullivan,Director ejecutivo del Centro para la empresa privada internacional (CIPE por sus siglas en inglés), afiliada a la Cámara de Comercio de los Estados Unidos, publicada por el Foro Global de Gobierno corporativo.

Lo cierto es que la ética y la responsabilidad están de moda y son un boom en el mundo corporativo. Como bien informa Rafael Moreno Prieto de la firma Cumbria en su magnífica ponencia titulada ¿Importa ser responsable? dictada en el evento del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores de Septiembre 2014 en Lima, Perú: *las empresas invierten cada vez más en responsabilidad social corporativa. Conforme a KPMG International, en su estudio* ***Unlocking the value of social investment*** *del año 2014 las 100 mayores empresas del mundo invirtieron más de US$11,500 millones en acciones para la comunidad en 2013, cerca del 2.5% de sus beneficios antes de impuestos.*

Y las empresas reportan lo que hacen cada vez más.Según el ***Governance AccountabilityInstitute Inc.,*** *en materia de reportes de sostenibilidad en Estados Unidos han pasado en datos absolutos de 71 reportes en 2007 a 273 reportes en 2011.*

Hay cada vez más adhesión a principios, códigos, sellos o cualquier cosa que les haga, al menos parecer. El número de compañías adheridas al Pacto Global de las Naciones Unidas supera las 500 en 2011.

¿Por qué el boom?En parte debido a la aparición de nuevas formas de comunicación que han creado una ventana para ver, para sentir, sentirse culpable y para buscar culpable y que se disparó con la aparición del internet.

Esa sensibilización tuvo como consecuencia la activación y movilización social civil. En 1993 había cerca de 30,000 ONGS internacionales. En 2008 eran casi 60,000 ONGS, según el ***Unionof International Organizations.***

Esto ha ido introduciendo temas éticos y responsables de las sociedades en las agendas políticas. Por ejemplo se reflejan en el ***Anti corruption and ethicscompliancehandbook for business*** *de la OECD, Naciones Unidas y el Banco Mundial.*

Se ha ido desnudando a la sociedad, incrementando su exposure y colocándola en situación de riesgo. Basta ver los titulares de importantes medios que señalan a importantes empresas en esquemas de defraudación fiscal, acusando a ex director ejecutivo de provocar suicidio entre sus empleados, denunciando productos de amplio uso fabricados por trabajadores infantiles que son explotados.

Si esto se une al radical cambio en las fuentes de la creación de valor empresarial se entiende mejor el gran cambio que experimentamos. Según el componente del S&P por valor de mercado, en 1975 la proporción era 83% activos tangibles y 17% activos intangibles. En 2009 la proporción era de 81% activos intangibles y 19% activos tangibles.

Se sabe hoy día que no ser ético no es solo un costo, sino que además tiene un retorno. Esto se puede observar al comparar el índice Dow Jones y el índice de sostenibilidad, según su rentabilidad en bolsa.

Todo lo anterior lleva a la inevitable necesidad actual para comportarse ética y responsablemente. Comportarse de forma responsable es vital, es urgente, es importante. Lo es para algunos, por presiones sociales y políticas, presiones empresariales, presiones sectoriales.

¿Qué sucede en Panamá?

Vivimos tiempos interesantes. Vivimos tiempos difíciles. Como diría Dickens

Hemos pasado de hace 10 años cuando el 62% de los panameños señalaba no saber que significaba gobierno corporativo a que gobierno corporativo, es decir el sistema por el cual se dirigen y controlan las sociedades y se establecen los derechos y deberes de todas las partes interesadas, se convierta en uno de los conceptos más repetidos en el último lustro, sin que ello signifique necesariamente que se sepa lo que significa, ni mucho menos se practique un buen gobierno corporativo, pero la buena nueva es que el concepto se repite cada vez más.

Igualmente en materia de ética hay una explosión de códigos de ética, tanto en el sector privado como en el público. Recuerdo en el año 2008 haber sido invitado por APEDE para dictar conferencia de fondo en la conmemoración del quinto aniversario del Pacto ético empresarial.

En nuestro mundo de apariencias, nadie que se precie puede darse el lujo de no tener el suyo. Otra cosa es que se cumplan. Las estadísticas no se llevan apropiadamente o simplemente no se llevan o si se llevan no se comparten, por considerarse, en Panamá,como confidenciales. Esta es una diferencia con otras latitudes, donde basta entrar a internet y encontrarlas. Para contribuir y a solicitud de la Fundación para el desarrollo de la libertad ciudadana, Capítulo panameño de Transparencia Internacional, preparamos el código de ética modelo para el sector privado. Con el fin de que dicho código de ética modelo fuese un instrumento de uso real y que permitiese mediciones científicas de resultados, se solicitó a quien lo adopte someterse a evaluaciones independientes, así como divulgación general de resultados. Esta última iniciativa ha dificultado su adopción masiva.

La escasa información que se maneja en materia de ética nos dice que por ejemplo en el caso de abogados, auxiliares de la justicia, asesores naturales de la empresa y de las sociedades y defensores en la gran mayoría de los casos de lo legal, así como cómplices, en no pocos casos de actos

delictivos, del año de 2004 a 2011 se presentaron 212 procesos de ética profesional. De 1998 a 2014 se han dado 19 suspensiones de idoneidades que van desde 1 mes hasta 2 años de suspensión. Somos más de 18.000 abogados.

Para contadores públicos, de rol igualmente importante al de los abogados, de 2012 a 2014 se han dado 2 sanciones por incumplimiento al código de ética con una multa de 100 dólares y un proceso en apelación. Son más de 19,000 contadores públicos autorizados en Panamá.

El contraste con otras latitudes, por ejemplo Estados Unidos, es abismal. Basta entrar a la página Web del PCAOB y observar los resultados de procesos disciplinarios a contadores públicos.

No obstante entre no tener nada y tener algo, sin duda es mejor tener algo. Lo que se requiere ahora es usar lo que tenemos.

Las preguntas claves son el cómo y por qué. ¿Cómo hacer para que se adopte efectiva y realmente el buen gobierno corporativo y los códigos de ética? y sobre todo ¿por qué?

En cuanto al ¿cómo?, y a la vez nos permite considerar el quien, el rol de los organismos privados es fundamental. Es por ello que actividades como las que nos reúnen esta noche aquí son muy positivas y van en la dirección correcta.

En trabajo preparado por Andres Oneto, alto funcionario de la Corporación Andina de Fomento (CAF), y quien les habla, titulado: ***El papel de los organismos internacionales y multinacionales. Las organizaciones privadas y públicas*** que será publicado en el año 2015 por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores en la obra colectiva sobre Gobierno corporativo en Iberoamérica se dejan claros el importante y creciente rol de organismos privados en el desarrollo del gobierno corporativo en la región. Especialmente el trabajo que vienen realizando los institutos de gobierno corporativo en materia de formación y capacitación de directores profesionales, piezas claves en el gobierno de una sociedad más ética, transparente y responsable.

El ¿cómo? podríamos decir de manera simple y resumida que con educación y por medio de trabajo conjunto del sector público y privado.

El ¿por qué? implica un reto mayor.

A decir de Cicerón: Si usted hace el bien por interés usted, sin duda, es astuto, pero nunca será bueno.

En este tema de ética y buen gobierno corporativo ha habido siempre la inclinación de demostrar, sobre todo a los empresarios, su conveniencia fundada en las ganancias que le generará. Premisa sencilla: Sea ético y responsable: Usted ganará dinero o al menos no perderá. Debe partirse de una premisa diferente: Sea ético y responsable aun cuando no gane dinero, aun cuando pierda dinero. Es lo correcto.

Pero para seguir el argumento, pensemos en ser buenos para atraer inversiones y negocios. ¿Cómo andamos en esa línea?

A Panamá le gusta comparase con, o algunos desean que seamos como, Singapur. En el trabajo Panama – the Singapore of Latin America? del Foreign Common wealth Office FCO Political and Economic Updates, Increasing the market presence of UK companies in Panama de Octubre 2014, relacionado con el tema de buen gobierno corporativo y ética se nos recuerda algunos de nuestros principales retos. Por ejemplo:

La corrupción es citada como el principal problema de Panamá por el Foro Económico Mundial. Descendimos 20 posiciones en el índice de corrupción de Transparencia internacional. En 2012 éramosel número 82 en 2013 fuimos el número 102.

Como ha señalado José Antonio Fernández Ajenjo en su escrito titulado Corrupción: El saber popular ha construido una sentencia que, a modo de infalible regla de tres, se presenta como indubitada: no puede haber políticos corruptos sin ciudadanos corruptos. La consecuencia práctica es que para algunos empresarios no es tan extraño plantearse prácticas colusorias con las autoridades políticas por ejemplo por que salta a la vista por las obras en materia de contratación y urbanismo.

Sobre la corrupción privada hablaré más adelante.

El trabajo comparativo de Panamá y Singapur continúa señalando que es necesario mejorar la fortaleza de las instituciones y la separación de poderes.

Se indica en el documento que Panamá sufre de una reputación internacional negativa en áreas como transparencia fiscal, lavado de dinero y comercio ilegal.

Se recuerda que hay retos en materia de desigualdad y educación. Cerca de 20% de los panameños viven en pobreza, mostrando que no todos se han beneficiado del fuerte crecimiento. Los estándares de educación son considerados pobres. El Foro Económico Mundial ha ubicado en Panamá en la posición 49 en educación primaria. Singapur es número 1 y en la posición 101 en educación secundaria. Singapur fue 18. En calidad general de la educación Panamá fue 64 comparado con Singapur que es 2.

El reporte a mi juicio es amable. No desarrolla el tema del actual clima de certeza de la impunidad, en el ámbito público y privado, que prevalece cuando debe ser todo lo contrario y prevalecer el de la certeza del castigo. No aborda la posición de Panamá en Latinoamérica en cuanto a independencia judicial donde nos ubicamos en la posición 13 de 19 países según el índice de competitividad global 2013-2014.

Hay otro motivador egoísta. Así el Sentencing Guide Lines by the Unit State Sentencing Commission ha sido diseñado para darle a los tribunales federales directrices en términos de cuando considerar a la sociedad ella misma responsable por la acción de sus colaboradores.

Las guías toman en consideración las acciones de la sociedad como por ejemplo el establecer estándares y procedimientos de ética y cumplimiento. Esto explica la existencia de rigurosos programas de ética en muchas compañías. Se puede luego discutir sobre su efectividad y eficiencia.

La corrupción en Panamá se asocia por la gran mayoría con acciones u omisiones de los servidores públicos. Estimo el enfoque equivocado por ser limitado. Se reconoce que la corrupción requiere un corrupto y un corruptor, y que este último generalmente proviene del sector privado, pero el enfoque es concentrar la atención en el sector público, mezclándose con la política y olvidando otros aspectos. Así por ejemplo, cualquier servidor público que se precie dirá, ante cualquier acusación de corrupción, que se trata de un ataque político, defensa/eximente que desconocen nuestros códigos.

La corrupción privada en Panamá es importante y requiere ser abordada con igual interés por la sociedad.

Mi hipótesis es que es la fuente mayoritaria de nuestros males y la razón de la no solución de los mismos.

Se han dado tímidos avances, como de costumbre y por falta de voluntad, más teóricos que prácticos. La ex fiscal anticorrupción Maribel Cornejo desarrolló el interesante artículo "Soborno en el sector privado" publicado en La Prensa el 22 de mayo de 2008. Recomiendo su lectura, la cual seguramente sorprenderá a muchos quienes hoy cometen este delito, sin saberlo y lamentablemente sin consecuencias.

No teniendo Panamá una fuerte carrera y tradición que forme a los funcionarios, es fácil observar que los servidores públicos de altos cargos, nombrados o elegidos, provienen en su gran mayoría del sector privado, al cual regresan una vez culminado su periodo.

Normalmente no conocen ni reciben inducción sobre sus nuevas funciones y deberes. Para hacer peor las cosas, se rodean por los asesores que sean de su agrado, lo cual implica aquellos que les permitan hacer lo que quieren hacer, y no aquellos que les digan lo que señala la ley que no pueden hacer. La combinación es peligrosísima.

En el caso panameño, estos servidores públicos, no profesionales ni de carrera, provienen de un sector privado en el cual no están sometidos a muchos requisitos, y sobre todo a casi nula vigilancia y de existir alguna es, mayormente, formalista y pobre. Se cometen delitos y sus autores quedan impunes.

Nadie quiere ponerle el cascabel a ese gato. Quizás porque sería reconocer los propios pecados, de los que hemos gustado considerarnos los buenos (sector privado) frente a los malos (servidores públicos) en una aproximación maniquea e insuficiente.

Una iniciativa que busca atender el problema es el Proyecto de ley 52 que regula el conflicto de intereses en el servicio público presentado por la HD Ana Matilde Gómez R. Sería positivo que la sociedad civil conozca y mejore el documento. Es muy necesario.

La importancia de ser responsable, ética y tener buen gobierno corporativo se hace más evidente en Panamá producto de la importante desigualdad que se observa.

Se ha informado que Panamá es el segundo país más rico en Latinoamérica. La posición se obtiene al dividir el producto interno bruto (PIB) del país entre su población. Es un indicador que no está exento de críticas. La principal es que atribuye, artificial y fríamente, riqueza a quien no la tiene. No es sino un cruel juego de números que se entiende mejor con un ejemplo clásico: Si su vecino tiene cuatro automóviles y usted no tiene automóvil, conforme al indicador, se puede decir que usted tiene dos automóviles.

The Global CompetitivenessReport 2013-2014 indica que Panamá ocupa la posición 40 a nivel mundial en competitividad.

El reporte de competitividad ha sido comentado en los medios destacando cada parte interesada lo que le parece de mayor importancia, o lo que le permite avanzar su agenda particular. Siendo así las cosas, nos interesa rescatar dos puntos, que por su mal entendida poca importancia en los negocios, quedan olvidados en un informe de más de 569 páginas, y el cual es muy probable que no sea leído por muchos.

Primero, de las 18 áreas más problemáticas para hacer negocios en Panamá, la sexta más importante es "la pobre ética de trabajo de la fuerza laboral nacional".

Segundo, en el primer pilar que trata de instituciones, en materia de "comportamiento ético de las empresas" se ocupa la posición 71 de 148.

¿Quién soluciona estos problemas? Existe un fenómeno mundial, del cual Panamá no escapa, sino todo lo contrario. Se trata de la plutocracia, es decir la preponderancia de los ricos en el gobierno del Estado y el riesgo que se convierta en la nueva aristocracia, es decir el ejercicio del poder político por una clase privilegiada, generalmente hereditaria. Todo lo anterior en detrimento directo de los fundamentales conceptos de movilidad social, fortaleza de clase media y la meritocracia. Este último concepto, la meritocracia, es la solución al problema.

El problema es denunciado en: How to keep the plutocracy from becoming an aristocracy por Chrystia Freeland, autora de la obra: Plutocrats: The Rise of the New Global Super-Rich and the fall of everyone else.

El reto planteado es grande, pero no es de imposible solución. Para lograr una mejoría se requiere más educación y desarrollar más la ética del comportamiento que la ética del conocimiento. Es decir la aplicación práctica de la ética y la responsabilidad social y no su aplicación teórica ni meramente cosmética.

Para evitar cometer errores se debe aprender que hay que evitar los problemas más comunes en la enseñanza de la ética y la responsabilidad social.

Jeffrey Gandz de la Escuela de Negocios de la Universidad de Western Ontario, Canadá los ha resumido de manera brillante:

1. Cuando se enfatiza que el objetivo de los negocios es crear valor para los accionistas se está restringiendo la visión a los destinatarios del mensaje

2. Si los cursos de ética o sostenibilidad en las universidades o en las empresas son materias electivas, el mensaje que reciben es que esto es opcional.

3. Los colaboradores de las empresas y los estudiantes se ven muy influenciados por lo que observan y sienten en el ambiente de trabajo o de la universidad, de allí que los comportamientos y los valores que ven en los dueños de las empresas, profesores y en su entorno son más determinantes

4. Cuando se llaman a la ética y a la responsabilidad social corporativa tópicos blandos, en contraposición con los duros como la contabilidad, economía y finanzas, se está enviando un mensaje claro de su importancia relativa.

5. Cuando se invita a directivos que han ganado mucho dinero, muy rápidamente a que den charlas en las escuelas, se está enviando el mensaje de que ello es lo que se espera. Cuando no se invitan a jefes de empresas a que hablen de conflictos éticos, de cómo se resuelven en sus empresas, se está enviando el mensaje de que ello es secundario.

Culmino con las reflexiones de Frank Sonnenberg en su escrito Ethics as usual. Este autor señala, con mucho acierto, que en la actualidad hay una falta de claridad ética. Mostramos una inhabilidad de mantener estándares

rigurosos de lo que está bien y lo que está mal. Esto no solo se genera confusión, sino que erosiona la confianza, daña las relaciones y destruye el liderazgo y debilita la fibra de nuestra sociedad.

Temas a considerar para mejorar:
- Haga como yo digo. Se crean reglas y los que las crean las ignoran.
- ¿A quién aplican las reglas? Sino es a todos enviamos señales equivocadas.
- La meta sigue moviéndose. Las conductas que son inapropiadas un día se vuelven apropiadas al otro día.
- Lo importante no es que no lo atrapen o que no se sepa que lo atraparon.
- Usted es parte del problema o parte de la solución. No hay neutralidad.
- Ser modelo conlleva responsabilidades
- Debe mostrarse el repudio y el enojo.
- Dejemos de mirar para otro lado. Cada persona puede hacer la diferencia.
- Las acciones tienen consecuencias.
- Los líderes deben empezar a liderar. No se pueden defender acciones anti éticas, mirar para otro lado o hacer como que nada pasó. De ser así se envía el mensaje que los estándares ética no son prioridad y que el desempeño a corto plazo es más importante que la reputación de la organización.
- Su carácter importa más cuando nadie lo está viendo.

Conclusión: Ser éticos, tener buen gobierno corporativo y responsables en nuestro comportamiento empresarial, permite controlar riesgos, sobrevivir y crear valor sostenible para los accionistas, la sociedad y el país.

Y además de todo eso y sobre todas las cosas, hacemos el bien y ayudamos a hacer el bien. Nos hace sin duda responsables socialmente y mejores ciudadanos.

Como vemos mucha tarea pendiente en Panamá.

Muchas gracias por su amable atención.

Miércoles 29 de octubre de 2014
Hotel Bristol, Ciudad de Panamá

EL FUTURO DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMÁ

Carlos Barsallo
Doctor en Derecho
Expresidente Comisión Nacional de Valores de Panamá

El tratamiento del gobierno corporativo en Panamá surge en el año 2001 como respuesta de reguladores a escándalos financieros ocurridos en el sistema financiero panameño. En los últimos diez años (2001-2011) se ha introducido normativa sobre gobierno corporativo en materia bancaria, de mercado de valores y de seguros. En el año 2011 se han aprobado nuevas reformas en materia bancaria y de mercado de valores. Se proyecta introducir nueva normativa en materia de seguros.

The treatment of corporate governance in Panama emerged in 2001 as a response by regulators to financial scandals that occurred in the Panamanian financial system. In the last 10 years (2001-2011) new legislation on corporate governance in banking, securities and insurance sectors has been introduced. In the year 2011 new reforms in banking and securities market legislations have been approved. New legislation on insurance is in the process of being approved.

Palabras claves: Gobierno corporativo. Panamá. Regulación mercado de valores. Key words: Corporate Governance. Panama. Securities market´s regulation.

I. Novedades en materia bancaria

La Superintendencia de Bancos de Panamá ha dictado el Acuerdo 5 de 20 de septiembre de 2011 sobre gobierno corporativo.[1]

El Acuerdo 5 empezó a regir el 1 de enero de 2012, con excepción de su artículo 11 que contiene un párrafo transitorio que traslada el cumplimiento de la obligación de los bancos de incorporar dos directores independientes

1 Ver: Acuerdo No. 5 (2011) Superintendencia de bancos de Panamá. Por medio del cual se dicta un nuevo Acuerdo que actualiza las disposiciones sobre Gobierno Corporativo. Deroga en todas sus partes el Acuerdo No.4-2001, a partir del 1 de enero de 2012. Gaceta Oficial. No. 26883 de 30 de septiembre de 2011. http://www.superbancos.gob.pa/documentos/leyes_y_regulaciones/leyes_y_regulaciones/acuerdos/Acuerdo_5-2011.pdf

en sus juntas directivas hasta el 1 de julio de 2012, para incorporar en el primer director independiente, y hasta el 1 de julio de 2013 para contar con el segundo director independiente.

El nuevo acuerdo bancario sobre gobierno corporativo mantiene el énfasis de su antecesor, el Acuerdo 4-2011, de equiparar, en materia de banca en Panamá, el concepto de gobierno corporativo con control interno. Uno solo, de sus 30 artículos,hace referencia directa y expresa a gobierno corporativo en su aspecto fundamental de relación y derechos entre accionistas.

El artículo 23 del citado acuerdo, al mencionar el tema de información a los accionistas, requiere que la junta directiva sea transparente con respecto al suministro de información a los accionistas para los efectos de las decisiones que a estos les compete adoptar. En materia bancaria en Panamá desde el año 2008, es criterio necesario para el otorgamiento de una licencia bancaria que el solicitante de la licencia señale tener gobierno corporativo.[2]

El tratamiento del gobierno corporativo en materia bancaria en Panamá, concentrado en el tema de control interno y riesgo, nos requiere advertir que si bien los fundamentos de gobierno corporativo son similares a los requerimientos planteados por el Comité de Basilea en los Principios Básicos para una supervisión eficaz, los fundamentos de gobierno corporativo escapan con mucha frecuencia de la competencia jurídica de los reguladores bancarios. Y es que por un lado se tiene el derecho corporativo básico, con su normativa fundamental, fuera del control directo del regulador bancario, y por el otro lado, las reglas de conducta a los entes bancarios, que sí impone el regulador bancario.

Aunque en banca se empleen métodos sofisticados de medición del riesgo y control interno, si un banco está deficientemente gobernado en su aspecto corporativo será vulnerable frente a debilidades financieras y operativas.[3]

---

[2] Ver: Artículo 48 del Decreto Ejecutivo 52-2008 (Que adopta el Texto Único del Decreto Ley 9 de 26 de febrero de 1998, modificado por el Decreto Ley 2 de 22 de febrero de 2008).Panamá. http://www.superbancos.gob.pa/documentos/leyes_y_regulaciones/leyes_y_regulaciones/Decreto_ejecutivo_52.pdf

[3] Ver. Comité de Basilea. La mejora del gobierno corporativo en organizaciones bancarias.Febrero 2006 y Principios Básicos para una supervisión bancaria eficaz. Octubre 2006.
El Programa para la Evaluación del Sector Financiero establecido conjuntamente por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (PESF,) adopta los Principios Básicos del Comité de Basilea, incluyendo los problemas relacionados con la gestión de gobierno.

II. Novedades en materia de seguros

Se discute en la Asamblea Nacional de Panamá el proyecto de ley 360 de 25 de julio de 2011 que regula la actividad de seguros.[4] En su artículo 13, numeral 11, se señala como atribución del Superintendente de Seguros exigir que las personas supervisadas cumplan las disposiciones sobre gobierno corporativo, así como sancionar las infracciones e incumplimientos. Las normas sobre gobierno corporativo en materia de seguros serían dictadas por la junta directiva del regulador. En materia de seguros, al igual que en la banca, gobierno corporativo sería un criterio a cumplir para obtener una licencia de seguros.

III. Novedades en materia de mercado de valores

La Ley 67 de 1 de septiembre 2011 por la cual se crea la Superintendencia de Mercado de Valores[5] adopta una posición diametralmente diferente a las normativas de banca y seguros. En esta ley, en su artículo 23, numeral 2, se señala que es atribución de la junta directiva del regulador ***recomendar*** a los emisores registrados la adopción de principios de gobierno corporativo. Esta es la situación en Panamá desde el año 2003 cuando la Comisión Nacional de Valores, pese a la férrea oposición de los emisores registrados y de la bolsa de valores,[6] dictó el Acuerdo 12-2003, sobre gobierno corporativo.[7] La nueva ley 67 de 2011 no introduce, por lo tanto, ningún cambio o novedad. El sistema de recomendación existente no ha funcionado. En los últimos 8 años este sistema de mera recomendación ha dado como resultado que menos del 25% de los emisores registrados señale, sin

[4] Que regula la actividad de seguros y se dictan otras disposiciones. Presentado por el Ministro de Comercio e Industrias el 25 de julio de 2011. Primer debate: 28 de septiembre de 2011.http://www.asamblea.gob.pa/main/LinkClick

[5] Ley 67 de 1 de septiembre 2011 por la cual se crea la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá.
http://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/26979_A/GacetaNo_26979a_20120223.pdf

[6] **BARSALLO, C.:**"Problems with corporate governance and disclosure in Latin America. Corporate governance and enforcement mechanisms in emerging markets." Forum Corporate Governance in Emerging Markets 15-17 Noviembre 2007 Istanbul, Turquía. Sabanci University.

[7] Acuerdo No.12-2003 de 11 de noviembre de 2003, por el cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores y se modifican los Acuerdos 6-2000 de 19 de mayo de 2000 y 18-2000 de 11 de octubre de 2000 publicado en la Gaceta Oficial 24,940 de 3 de diciembre de 2003. Ver la Opinión de la CNV No. 11-2004. Para mayor información sobre los antecedentes e historia del Acuerdo 12-2003 ver: **BARSALLO, C.** (2006): "Gobierno Corporativo en Panamá" en Compilación de artículos sobre regulación y funcionamiento del mercado de Valores en Panamá.

verificación independiente alguna,[8] que siguen las recomendaciones sobre gobierno corporativo.[9]

En 2004, la CNV solicitó al Banco Mundial que condujera una evaluación sobre la situación del gobierno corporativo en Panamá. Se llevó a cabo un Reporte sobre la observancia de estándares y Códigos (ROSC por sus siglas en inglés) en materia de gobierno corporativo. El reporte concluyó que, si bien en Panamá se ha progresado mucho con la adopción de la normativa de mercado de valores en 1999,[10] las reformas en materia de gobierno corporativo estaban aún en su etapa inicial.

Para contribuir con medidas concretas, el informe sobre la evaluación del gobierno corporativo en Panamá recomendó lo siguiente: 1. Alcanzar un nivel suficiente de revelación en la práctica que permita identificar en los reportes anuales a los propietarios efectivos de las empresas públicas y su porcentaje accionario. 2. Simplificar las diversas acciones y medidas que puedan tomar los accionistas, incluyendo dar un rol más activo al regulador de valores, de manera que se permita a los accionistas impugnar de forma más eficiente y eficaz las decisiones corporativas. 3. La creación para las empresas públicas de mecanismos efectivos de vigilancia. 4. El restablecimiento de la regulación referente a solicitudes de poderes de votos y que se requiera a las empresas públicas que brinden suficiente información a los accionistas para que estos tomen decisiones que requieran su voto debidamente informados. 5. El establecimiento con carácter obligatorio de un comité de auditoría para las empresas públicas. 6. El establecimiento de deberes fiduciarios más claros y responsabilidades para los directores de las empresas públicas y 7. La disponibilidad de entrenamiento relevante y útil para los miembros de las juntas directivas. [11]

[8] Armstrong, Philip, Jefe del Global Corporate Governance Forum, en preparación de material para la sesión: ***Cumplir o explicar: ¿Realmente funciona?***, dentro de la conferencia anual del International Corporate Governance Network (ICGN) que se celebrará en junio 2012 en Río de Janeiro, Brasil,señala que más de 70 países en el mundo tienen un código de gobierno corporativo que sigue de alguna manera el modelo de cumplir o explicar. Se presentan dudas sobre si este sistema de adopción voluntaria, sin supervisión, funciona.

[9] **BARSALLO, C.**(2011):"El Gobierno Corporativo en Panamá."Gobierno Corporativo en Latino América 2010-2011. Publicación de la red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latino América. IGCLA.

[10] Se debe contrastar con The Financial Development Report 2011. World Economic Forum. En este reporte Panamá ocupa la posición 56 de 60 en regulación y supervisión de mercado de valores. http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2011

[11] Reporte en la observancia de estándares y códigos (ROSC) Banco Mundial (2004). Evalúa el cumplimiento de Panamá de los 23 principios de la OECD sobre gobierno corporativo. Panamá cumple 3, no cumple 4 y el resto los cumple parcialmente.
http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pan.pdf

Con excepción de la última recomendación arriba citada (entrenamiento relevante para directores), ocho años después de recibir el resultado del ROSC, ninguna de las otras seis recomendaciones, con las cuales la CNV estuvo en total acuerdo y apoyo, ha sido seguida por las autoridades políticas de los últimos tres gobiernos. (2004-2012).

Ello ha dado como resultado que 3 años después del ROSC, y sus recomendaciones,en el estudio del año 2007 titulado: ***Equity and private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic***, se encontraron varios problemas estructurales en los mercados de los países estudiados. Se destacó entre estos problemas el pobre gobierno corporativo.[12]

IV. Esfuerzos privados: Instituto de Gobierno Corporativo Panamá. IGC Panamá.

En seguimiento a la recomendación número 7 del ROSC, en el año 2006, en nuestra condición de presidente de la CNV, propusimos formalmente a personas interesadas del sector privado la creación de un instituto, con el fin de crear una organización privada que aglutinara a los directores de empresas interesados en promover las mejores prácticas de gobierno corporativo. Gracias al apoyo y trabajo de personas desinteresadas y visionarias del sector privado, se creó el Instituto de Gobierno Corporativo (IGCPanamá), que es una organización sin fines de lucro cuyo objetivo es la difusión y promoción de las mejores prácticas de gobierno corporativo en Panamá apoyando la profesionalización de los directores y las juntas directivas para promover así el sano crecimiento y la sostenibilidad de las empresas panameñas, y con ello, la prosperidad del país. El IGC se encuentra activo en temas de concientización, capacitación, preparación de encuestas y ha ampliado sus contactos internacionales con institutos homólogos en Latinoamérica.[13] Es la organización privada que intenta mantener el tema vigente en la práctica empresarial panameña. Se debe destacar la publicación que ha efectuado el IGC de la ***Guía de buenas prácticas de gobierno corporativo 2010*.**[14] El documento es una valiosa referencia para las partes interesadas en Panamá.

---

[12] **BANISTER, G.; CARVAJAL, A.; CHAN LAU, J.; GUERRA, I. y SHAH, H.;** (2007): "Equity and private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic" IMF Working paper. http://imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07288.pdf

[13] Institutos de Gobierno Corporativo de Latino América (IGCLA). http://igcla.wordpress.com/sobre-igcla

[14] http://www.igc-panama.org/.

V. Conclusiones

El tratamiento futuro del gobierno corporativo en Panamá pasa por el entendimiento de la realidad corporativa panameña. Panamá posee una ley de sociedades anónimas extremadamente liberal, concebida para brindar atributos propios de la sociedad anónima sin mayores protecciones que no sean aquellas que se puedan establecer en el pacto social, ni pensando en los accionistas minoritarios, el cual será usualmente preparado por el o los accionistas fundadores.

Se considera que no existe deseo, ni voluntad, de reformar la ley de sociedades anónimas con miras a brindar mayor protección a los accionistas minoritarios ya que dicha ley está diseñada para proveer máxima flexibilidad para las sociedades anónimas offshore.[15]

En Panamá hay regulaciones sectoriales en materia de gobierno corporativo en las áreas de valores, banca y seguros. En materia de banca y valores han sido objeto de recientes reformas. Estas regulaciones y sus reformas recientes van desde:

a. Recomendaciones del regulador a los emisores registrados de adopción voluntaria de principios de gobierno corporativo, que no han sido seguidas mayoritariamente en los últimos 9 años por sus destinatarios, como es el caso del mercado de valores. El enfoque de recomendación se ha reiterado con la nueva ley 67 de 2011. Es difícil esperar un resultado diferente al ya observado;

b. Un enfoque de gobierno corporativo en función exclusiva del control interno y sin relación con los accionistas y sus derechos y deberes, como es el caso de la banca. Ello es así desde el año 2001 y se ha reiterado en el año 2011 con el nuevo Acuerdo 5-2011; y

El IGC Panamá contó con el valioso apoyo del Global Corporate Governance Forum, sin el cual no existiría. La Guía citada contó para su elaboración con la colaboración del autor de este trabajo y del hoy Superintendente de bancos de Panamá, Alberto Diamond.

[15] Para las sociedades anónimas panameñas en general no se ha introducido normativa alguna con cambios en materia de gobierno corporativo desde la adopción de la ley de sociedades anónimas panameña (ley 32 de 1927). No se espera que se produzca ningún cambio (en materia de gobierno corporativo) en esta tendencia en atención a la resistencia tradicional que existe de las partes interesadas a introducir cualquier cambio a la normativa societaria.

c. Una no aplicación en la práctica de la normativa ya existente[16], y la espera por nueva normativa por aprobar, como es el la situación en el caso de seguros.

Mantenimiento del ***status quo***, este es, a nuestro juicio y dada la voluntad actual de las partes interesadas, el futuro indefectible del gobierno corporativo en Panamá.

Las reformas *formales* efectuadas se han dado, a nuestro juicio, -quizás- más por necesidad (por ejemplo: evaluaciones internacionales y presión externa, de éxito limitado) que por convencimiento de las partes interesadas locales (deseo real y efectivo de introducir cambios).[17]

Las nuevas normas han sido introducidas y son controladas por las propias partes que deben quedar sujetas a dichas normas, en un nuevo método panameño que ha oficializado la amalgama de la ley –lo público– y la autorregulación –lo privado–. Ello es así dado que la estructura actual en Panamá del regulador de banca, del de mercado de valores y del de seguros - sin seguir legalmente un sistema de auto regulación - muestra una fortísima presencia e influencia de representantes de los propios regulados precisamente en los órganos encargados de la adopción de regulación.[18]

Por ello podemos afirmar que en la amalgama mencionada ha ganado, sin duda, la tendencia de que primen los intereses de los regulados sobre el interés general.

¿La efectividad de las nuevas normativas? Dado su origen, solo el tiempo lo dirá.

Panamá tiene ya un listado de recomendaciones concretas vertidas en el ROSC. El futuro del tratamiento del gobierno corporativo en Panamá podría

[16] Resolución Nº. 08. Consejo Técnico de Seguros de 29 de octubre de 2008.Panamá.

[17] Panamá no aborda todavía temas novedosos como por ejemplo la presencia de mujeres en junta directivas. En Panamá hay 24 sociedades anónimas que tienen sus acciones comunes registradas en el regulador de valores. Tienen un total de 208 personas como directores. De esas personas, solo 18 son mujeres, es decir el 9 %, catorce de las 24 sociedades no tienen ni una mujer en sus directivas. Hay ocho mujeres que son dignatarias, ninguna es presidente de junta directiva. Siete son simplemente directoras y tres son suplentes de directores. **BARSALLO, C**.:"Mujeres en Juntas Directiva". 30 enero 2012. La Prensa. Panamá.

[18] Algunos miembros de las juntas directivas de los reguladores son a su vez asesores legales privados de algunos de sus propios regulados (clientes).

ser muy distinto y muy positivo si existiese voluntad para seguir e implementar efectivamente, y no mediante cambios cosméticos-, estas precisas recomendaciones.

Bibliografía

BANISTER, G.; CARVAJAL, A.; CHAN LAU, J.; GUERRA, I. y SHAH, H.; (2007): "Equity and private Debt Markets in Central America, Panama, and the Dominican Republic" IMF Working paper. http://imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07288.pdf

BARSALLO, C. (2012):"Mujeres en Juntas Directiva". La Prensa, Panamá.

(2012): "Buen gobierno corporativo: beneficios para la empresa". Visión Deloitte. Boletín Mensual. 6ta. Edición.

(2011):"El Gobierno Corporativo en Panamá". Gobierno Corporativo en Latino América 2010-2011. Publicación de la red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latino América. IGCLA.

(2011): "Herramienta contra la corrupción". La Prensa, Panamá.

(2011): "Lo nuevo en gobierno corporativo". La Prensa, Panamá.

(2011): "Gobierno corporativo, una vez más". La Prensa, Panamá.

(2010): "Gobierno corporativo en Panamá". Situación Actual. La Prensa, Panamá.

(2010): "Gobierno corporativo requerido por las entidades reguladoras financieras en Panamá: Importancia en la labor del auditor". Revista *Novum Ius* Nº. 15. Publicación de la Asociación Nueva Generación Jurídica. Facultad de Derecho y Ciencias Políticas. Universidad de Panamá.

(2007): "Problems with corporate governance and disclosure in Latin America. Corporate governance and enforcement mechanisms in emerging markets". Forum Corporate Governance in Emerging Markets.Istanbul, Turquía. Sabanci University.

(2006): "Aspectos jurídicos del Gobierno corporativo en Panamá". Revista Gestión Pública. Procuraduría de la Administración de Panamá.

(2006): "Gobierno Corporativo en Panamá". Compilación de artículos sobre regulación y funcionamiento del mercado de valores en Panamá. Comisión Nacional de Valores de Panamá.

(2005): "El gobierno corporativo y las reformas tributarias". Capital Financiero. Panamá.

(2004): "Gobierno corporativo en Panamá: Pasado presente y futuro". Capital Financiero. El Panamá América y la Revista Centro Financiero de la Asociación Bancaria de Panamá.

CLARKE DE LA CERDA, A. y BARSALLO, C. (2008):"Factores de reforma en Gobierno Corporativo. Experiencias en ofertas públicas de adquisición en Chile y Panamá." Focus 6. Global Corporate Governance Forum. International Finance Corporation. Banco Mundial.

Acuerdo Nº. 5 (2011). Superintendencia de bancos de Panamá. Por medio del cual se dicta un nuevo Acuerdo que actualiza las disposiciones sobre Gobierno Corporativo. Deroga en todas sus partes el Acuerdo Nº. 4-2001, a partir del 1 de enero de 2012. G.O. Nº. 26883 de 30 de septiembre de 2011. http://www.superbancos.gob.pa/documentos/leyes_y_regulaciones/leyes_y_regulaciones/acuerdos/Acuerdo_5-2011.pdf

Decreto Ejecutivo 52-2008 (Que adopta el Texto Único del Decreto Ley 9 de 26 de febrero de 1998, modificado por el Decreto Ley 2 de 22 de febrero de 2008). http://www.superbancos.gob.pa/documentos/leyes_y_regulaciones/leyes_y_regulaciones/Decreto_ejecutivo_52.pdf

Ley 67 de 1 de septiembre 2011 por la cual se crea la Superintendencia de Mercado de Valores http://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/26979_A/GacetaNo_26979a_20120223.pdf

The Financial Development Report 2011. World Economic Forum. http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2011

LA GESTIÓN DE UN "BUEN GOBIERNO CORPORATIVO" PARA EMISORES E INTERMEDIARIOS DEL MERCADO DE VALORES: PILAR FUNDAMENTAL DE SOSTENIBILIDAD Y DESARROLLO

Por: ROSAURA GONZÁLEZ MARCOS
Presidenta del Instituto de Gobierno Corporativo Panamá.
Rosaura.gmarcos@gmail.com

I. Antecedentes necesarios

Siempre resulta importante conocer la génesis de las normativas, no solo porque contribuyen a esbozar el ámbito y alcance bajo el cual se plantearon las mismas; sino también, y a mi juicio lo fundamental nos provee la historia de las razones que motivaron su adopción.

En el caso del mercado de valores, la materia concerniente a la "recomendación" *de guías y principios de buen gobierno corporativo* por parte de sociedades (emisores) registrados, se adoptó con las siguientes características:

(1) Ponderó el modelo no obligatorio, esto es, el de explicar o *softlaw*- Acuerdo 12 de 2003;

(2) A esa fecha la Superintendencia de Bancos lo había establecido para los Bancos mediante el modelo "obligatorio". (Acuerdo 4 de 2001), hoy actualizado mediante el Acuerdo 5 de 2011. ¿Coincidencias? Sí, la gran mayoría de sociedades registradas (emisores) son Bancos o empresas tenedoras de acciones bancarias, tanto de ofertas públicas de acciones como de deuda;

(3) La motivación de la adopción del Acuerdo 12-2003, de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia del Mercado de Valores) de forma llana estableció que *"las recientes experiencias locales e internacionales relacionadas a prácticas inadecuadas y deficientes a lo interno de las emisiones de valores objeto de oferta pública, apuntan claramente a la necesidad de promover que las empresas registradas" instauren a lo interno de sus organizaciones, mecanismos y procedimientos con los principios aceptados internacionalmente en la materia*";

(4) La normativa se sometió al proceso legal de consulta pública, y además contó con los aportes de profesionales expertos ya que la autoridad designó una *"Comisión de Alto Nivel"*, al igual que lo hizo con la adopción del Acuerdo 8-2000 (tal como ha sido modificado a la fecha) que regula lo concerniente a la forma y contenido de los Estados Financieros.

La realidad actual, tanto por revisiones y ajustes de los principios de buen gobierno corporativo, emanados de la propia Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), así como por lo que se evidencia de las crisis nacionales e internacionales (las debacles y escándalos de algunas entidades del mercado financiero: banca, valores, seguros), ponen sobre la mesa con pruebas, la debilidad de los códigos de gobierno corporativo,la flexibilidad de los mismos, y carencia de vinculación y compromiso al asumirse como voluntario o de simple referencia por cumplir, por ende, algunos quedan envueltos en una formalidad carente de sustancia, que no permite su cumplimiento por motivación efectiva, con conocimiento de las fortalezas que le otorgaría aplicar buenas prácticas de gobierno corporativo, como una herramienta efectiva de sostenibilidad y crecimiento empresarial. A catorce (14) años de la emisión del Acuerdo 12-2003, para emisores registrados, se mantiene el método voluntario o de explicar.

Vale destacar, que se han dado varias reformas al original Decreto Ley 1 de 1999, sin embargo, lo desarrollado en normativa de gobierno corporativo posterior al Acuerdo 12 de 2003, se resume fundamentalmente así:

- Artículo 10, numeral 10 *"Atribuciones de la Junta Directiva: Recomendar la adopción de principios de gobierno corporativo emisores registrados (sic).* (Texto introducido con la Ley 67 de 2011 que modificó el Decreto Ley 1 de 1999).

- Acuerdo 2 de 2011 – que regula el otorgamiento de Licencias de Casas de Valores y el ejercicio de las mismas, introdujo en el artículo 8, numeral 17 la obligación de todas casa de valores de incluir en el Reglamento Interno y Código de Conducta como mínimo: "*a) Reglas de buena conducta comercial, normas éticas y principios de gobierno corporativo".*

- Acuerdo 6 de 2015, que desarrolla las disposiciones de la Ley 23 de 2015 (Prevención del delito de blanqueo de capitales, financiamiento del terrorismo y proliferación del financiamiento de armas de destrucción masiva) introdujo las obligaciones enunciadas a continuación:

a) Artículo 19: "Obligación de que todo sujeto regulado tenga un Comité de Ética y cumplimiento".
b) Artículo 20: Dentro de las funciones de dicho Comité el de "hacer cumplir estándares éticos adoptados por el sujeto regulado (En el Manual de Prevención ALA/CFT); cualquier otra función adoptada como buena práctica" (numerales 2 y 8).
c) Artículo 28: Contenido mínimo del Manual de Prevención ALA/CFT numeral 12 "Las normas o estándares éticos. Numeral 15) "conformación y funciones del Comité de Ética y Cumplimiento".

Así las cosas, desde el año 2003, en el mercado de valores se han desarrollado a plenitud los aspectos fundamentales para que los emisores, (dado que la normativa es específica para estos) conozcan los parámetros mínimos que son considerados buenas prácticas de gobierno corporativo, que no se circunscriben a un mero formulario anual o de reporte al regulador en un trámite de solicitud de registro, sino que permite conocer con detalle los aspectos innovadores (para su época) que hoy no han pasado de moda, sino que su adopción efectiva, permitiría otorgar certeza al mercado de capitales, a los *stakeholders* y a toda la estructura de la empresa el tipo de gestión que ejecuta la empresa con transparencia.

Las recientes normativas, aplicables a intermediarios, por supuesto son importantes, empero, la materia de buen gobierno corporativo exige a mi juicio una normativa integral, y para tales efectos, existe la normativa fundamental el Acuerdo 12 de 2003, en cuyo caso lo recomendable es unificar los preceptos en un solo cuerpo legal luego de una necesaria actualización.

II. ¿Cómo motivar la gestión de buen gobierno a emisores registrados e intermediarios?

Si bien de manera sucinta, enunciamos los antecedentes normativos, que constituyen el fundamento legal con que cuenta la Superintendencia del Mercado de Valores (antes Comisión Nacional de Valores), en pro de la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo, es evidente que se han mezclado los métodos: el voluntario para emisores registrados (Acuerdo 12-2003), y algunas normas en Acuerdos dispersos para intermediarios (casa de valores) bajo el método obligatorio.

A nuestro juicio, existen múltiples razones para motivar la adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, de igual manera goza la autoridad

reguladora del mercado de valores con las disposiciones legales vigentes que le otorgan las facultades para exigirlo. No obstante, la pregunta que nos debemos hacer es ¿Ha sido efectivo? ¿Ha permitido evitar o mitigar crisis de emisores? ¿Ha quedado como un Código más? Las respuestas son complejas y múltiples, emergen algunas de crisis de emisores, por tanto, es obvio por hechos públicos y notorios que en algunos casos no ha funcionado.

Ahora bien, en el caso de emisores registrados el objetivo es el que al ser el método voluntario o de explicar, la divulgación por parte de éstos de los estándares de buen gobierno, (que reportan y supuestamente adoptan) tienen que ser revisados, analizados, es imperante se elabore un índice de cumplimiento real, basado en una supervisión efectiva - teoría vs práctica, y se divulgue ese resultado. Un trabajo así, más que en un sentido crítico debe asumirse como proactivo de lecciones aprendidas, medibles, reales de esta manera las empresas estarán conscientes de que quizá han estado aplicando procesos que no se adecuan a un buen gobierno, transparente, y en general en su propio perjuicio, pero lo más importante se enteran de que lo que le sucedió a determinada empresa puede perfectamente estar sucediendo en la suya y pueden subsanar a tiempo.

Obviamente bajo el parámetro de los estándares del Acuerdo 12 de 2003, porque reiteramos, la normativa fue tan innovadora y completa que poco hay que actualizar, pero aun así nada permanece incólume, ayuda eso sí, revisar lo que reportan los emisores, puntualmente estudiar los casos que han sido producto de crisis por incumplimiento frente a sus inversores, respecto a lo reportado en cuanto a adopción o no de estándares de buen gobierno corporativo ante la autoridad.

Mientras no se revise en sustancia, poca utilidad tiene. De lo contrario, medir su adopción efectiva según cada emisor reporta o sujeto regulado adopta, le provee a la autoridad del mercado de valores una tremenda herramienta para ejemplarizar las ventajas que le da a un sistema financiero que sus participantes cuenten con buen gobierno corporativo y cómo se robustece su estructura integral.

Por ende, se requiere una supervisión que permita la medición de las buenas prácticas. Un análisis a conciencia de los reportes e informes periódicos acerca de buenas prácticas por parte de emisores que presentan anualmente contribuye a:

(1 transparencia de la información a los inversionistas;

(2 previene o mitiga el riesgo de "default" que al final deteriora a todo el mercado financiero y daña la reputación de éste;

(3 permite a autoridad tener un escenario real no sólo de la empresa emisora, sino de sus *stakeholders*, aunado a la coherencia de lo reportado como buenas prácticas versus lo comunicado mediante los hechos relevantes al mercado.

En este mismo sentido, a nuestro juicio, la manera más fácil de proveer a las empresas (bajo el método de e*xplicar*) las ventajas de una real adopción de buenas prácticas de gobierno corporativo, es decir por convicción las destacamos:

1) le otorga una estructura creíble en la que fluye la información para la toma de decisiones;

2) permite una correcta gestión de los conflictos de interés;

3) otorga una interacción correcta, alineada, equilibrada entre accionistas – directorio y administradores, siendo este uno de los principales problemas y obstáculos que se superan con una adopción efectiva de buen gobierno corporativo;

4) logra mantener la confianza del inversionista respecto a la empresa, que se ve fortalecida y provista de los mecanismos que le permite obtener recursos para mega proyectos y por ende su crecimiento evitando así el riesgo de información asimétrica.

En general, la adopción de un buen gobierno corporativo por convicción, otorga las fortalezas arriba enunciadas (las más relevantes). Al final, las empresas quieren su sostenibilidad corporativa. Este concepto, ha evolucionado, las empresas impactan positiva o negativamente en la sociedad. Por tanto, todo emisor registrado o intermediario debe comprender que su responsabilidad va más allá de enviar un reporte a Superintendencia, a las organizaciones autorreguladas, e inversionistas.

Sus acciones buenas o malas, éticas o no de una línea de negocio de la estructura de la empresa, (verbigracia de un grupo de control) puede llevar

al traste el esfuerzo y trabajo de generaciones de accionistas. Lo anterior por efecto de procesos no transparentes, opacos, sesgados, o sencillamente al no cumplir con las mínimas políticas de buen gobierno corporativo, aunque tengan un Manual, los expone continuamente al filo de la línea de una crisis económica y reputacional, la que en algunos casos es fatal y sepulta a la empresa.

En cuanto a las casas de valores y demás intermediarios como he indicado, no existe per se una norma integral verbigracia el Acuerdo 12-2003 para emisores, sin embargo, resulta propicio resaltar que en este caso, las buenas prácticas de buen gobierno corporativo han sido establecidas de manera obligatoria. En consecuencia, el poder de supervisión del regulador es fuerte, y como siempre reitero, implica una obligación consecuente de supervisión efectiva y la toma de acciones contundentes frente a incumplimientos.

Esto es, más vale que el intermediario este claro de que no se trata de agregar unos párrafos más al Código de Ética y Conducta. De ninguna manera, hay responsabilidades corporativas e individuales debido a que las responsables tienen licencias tales como Ejecutivos Principal, entre otros a considerar.

Es difícil la implementación efectiva de buenas prácticas de gobierno corporativo, sí porque de inicio requiere de un compromiso y liderazgo que emerge de la cabeza de la empresa, es una decisión que exige se refleje en cambios palpables en su estructura, perfiles gerenciales y procesos. Ahora bien, sus ventajas intrínsecas van más allá de tener códigos, formularios y divulgarlo, si no se conocen resultan inocuas. Lamentablemente en muchos casos, debe ocurrir la crisis para que un Director se pregunte ¿qué dice el Código de Gobierno Corporativo? Alerta, eso no salva ni su responsabilidad legal ni su reputación.

En sustancia, las buenas prácticas de gobierno corporativo emergen de parámetros legales en el mercado de valores, sin embargo, la propia OCDE señala que los métodos deben ser flexibles, y es así porque cada empresa goza de una naturaleza, historia de crecimiento, modelo de negocio, entorno con lo cual debe conocerse muy bien, amén de la voluntad que debe salir de sus propietarios – líderes – y fortalecerse con aliados naturales (internos y externos) dentro de la organización de manera que se disemine su conocimiento, se repliquen las buenas prácticas en el medio en que ejecuta sus operaciones y se vaya evaluando a medida que se aplique.

IMPORTANCIA DE LA EQUIDAD DE GÉNERO EN LAS JUNTAS DIRECTIVAS

Autor: Oscar J. Rawlins Rodríguez

En la Reunión Anual del Foro Económico Mundial, celebrada del 17 al 20 de enero del presente año, se abordaron temas de importancia para la economía mundial, entre estos jugó un papel de gran importancia la participación y equidad de las mujeres en las Junta Directivas, tarea que aún muchos de los países de América Latina no han logrado superar.

El contar con talento femenino en las Juntas Directivas toma cada vez mayor relevancia para el desarrollo de una filosofía corporativa como tal. En el informe presentado en el Foro Económico Mundial se constata que el nivel de participación de las mujeres en los cargos de juntas directivas se encuentra en retroceso. Si analizamos la situación en la República de Panamá, la escena no es distinta, menos del 3% es el porcentaje de participación de mujeres en las juntas directivas de empresas con actividades comerciales en Panamá.

Debemos entender por qué el tema ha tomado tal relevancia. Nuestro país cerró el año 2015 con una población total de 3.929.141 habitantes, cuya población masculina sigue siendo mayoría, con un total de 1.969.740, representando un 50,13%, frente a un total de 1.959.401 mujeres, que representan el 49,87% de la población nacional. Si tomamos estos factores en consideración al momento de establecer una estrategia comercial, las mujeres representan una gran parte de los consumidores de productos y servicios, siendo un factor determinante para el crecimiento y sostenibilidad de las empresas.

Si las juntas directivas son los órganos de administración que representan el mejor interés de la colectividad, en donde se toman decisiones sensitivas en relación a la estrategia administrativa y comercial de cualquier organización, institución o empresa; las mismas deben reflejar el mejor interés de los consumidores o usuarios. Así, cuando las empresas toman la decisión de buscar una equidad participativa de género en sus juntas directivas, cuentan con una gran ventaja que permite seleccionar mejor a su recurso humano,comprender mejor a sus clientes, seleccionar a sus proveedores, y defender los intereses de sus accionistas, creando una gran ventaja competitiva frente otras empresas que se desarrollen en el mismo ámbito comercial. En definitiva, una junta directiva que logre alcanzar una

equidad de género, se percibe que cuenta con ideas diversas, entiende mejor a sus consumidores, garantiza mayor eficiencia en la toma de decisiones de forma acertadas.

Iniciativas Legislativas

Nos parece interesante como otros países han abordado dicho tema, si tomamos como ejemplo los países de la Comunidad Europea, en el año 2012 se trataron de incorporar medidas legislativas que rompieran lo que se conoce el *"techo de cristal".* En su momento el Parlamento Europeo propuso que el género menos representado supusiera el 40% de los miembros de los denominados consejos de administración (juntas directivas) de las empresas cotizadas en bolsas de valores. Al final un total de diez (10) países, entre ellos Alemania, Gran Bretaña, Polonia, Suecia y Países Bajos, votaron rechazando contundentemente su aprobación para imponer la cuota de participación femenina para las empresas cotizadas en bolsas.

Si vemos hacia América Latina, la situación se torna un poco más difícil, siendo la región con mayor cantidad de mujeres preparadas, con talento y grado de escolaridad superior al de los hombres, pero con menor participación en cargos de juntas directivas, asimilando una brecha de participación laboral entre hombres y mujeres muy parecida a la de los países de Oriente Medio, el Norte de África y ciertos países de Asia.

En Panamá, para el sector público estatal se ha contado, recientemente con iniciativas legislativas. A través del Anteproyecto de Ley No. 056 de 26 de septiembre de 2016 se ha presentado ante la Asamblea Nacional de Diputados la iniciativa denominada *"Que establece la participación de las mujeres en las Juntas Directivas Estatales".* Cuya exposición de motivos expresa que actualmente la intervención de las mujeres en las juntas directivas es mínima o nula, lo cual se percibe como un retroceso en los avances de la participación femenina o equidad de género en los gobiernos. En el Artículo 2 del Anteproyecto de Ley se indica claramente la obligación de todas las instituciones del Estado, autónomas o semiautónomas, que posean junta directiva, se designe al menos un 30% de mujeres en la totalidad de sus cargos, tratando de alcanzar al menos que una mujer sea incluida en las juntas directivas de las instituciones estatales.

Me parece que la iniciativa es saludable, tratando de lograr alcanzar ese nivel de participación de una parte de la población panameña que muestra grandes avances de preparación. De algo sí estoy seguro, y es que el contar con una participación equitativa de mujeres en cargos de las juntas directivas,

ya sea de empresas particulares o estatales, ha demostrado un alto desempeño en el rendimiento de las organizaciones, toma de decisiones más consultadas y acertadas en relación a los objetivos trazados, permite contar con metas estratégicas claras, mejorando en todas las áreas el desempeño y la gestión de la organización, quedará entonces en manos de la población en general, si logramos crear más espacios, a fin de escuchar a esa gran parte de la población, que estoy seguro tienen voz y voto en las decisiones de las organizaciones, ya sean públicas o privadas.

ANÁLISIS DEL MARCO CONCEPTUAL NACIONAL E INTERNACIONAL DE LA GESTIÓN DE RIESGOS Y LA CONVENIENCIA DE LA APLICACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

Angela Viviana García Ríos
Licenciada en Contabilidad Univ. de Panamá
Especialista en Revisoría Fiscal Univ. Javeriana
Especialista en Riesgos Financieros y Magister en Administración Financiera Univ. Sergio Arboleda

Roberto Rubier Valdés Jimenez
Licenciado en Finanzas Univ. de Panamá
Magister en Mercados e Intermediarios Financieros Unescpa

CONTENIDO: PALABRAS CLAVES.- GLOSARIO.- INTRODUCCIÓN.- DELIMITACIÓN DEL TEMA.- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.- OBJETIVO GENERAL.- OBJETIVOS ESPECÍFICOS.- 1.1 CONTEXTO INTERNACIONAL.- 1.2 MARCO CONCEPTUAL NACIONAL.- 1.3 ANÁLISIS DE LA NORMATIVIDAD INTERNACIONAL DE LA GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS VERSUS LA NORMATIVIDAD NACIONAL.- CONCLUSIONES.- RECOMENDACIONES.- BIBLIOGRAFIA.- TABLA DE ILUSTRACIONES.

PALABRAS CLAVES:

Análisis de riesgo, control de riesgo, monitoreo, mercado de valores.

GLOSARIO:

Análisis de riesgos: es el estudio que se hace a las diferentes situaciones, donde se puede materializar el riesgo, para establecer la probabilidad y el impacto.

Control de riesgos: son los procedimientos que diseña e implementa la administración de una Organización, para controlar las actividades que se ejecutan, evitando que se produzcan riesgos.

Evento: incidente o situación que ocurre en un lugar particular durante un intervalo de tiempo particular.

Gestión de riesgos: administrar de forma eficiente y eficaz los riesgos que se pueden presentar en una Organización. Teniendo en cuenta, el costo-beneficio.

Monitoreo: es la permanente revisión que se realiza a los riesgos inherentes y controlados, para evaluar que tan eficaces y eficientes son los controles. De igual forma, se realiza monitoreo a los procesos, para analizar periódicamente el entorno cambiante de una Organización y así adaptar adecuadamente la gestión de riesgos.

Pérdida: es el resultado de una disminución en los recursos de una Organización, por la materialización de un riesgo. La pérdida puede ser económica, de imagen, en tiempo, etc.

Probabilidad: posibilidad de que ocurra un evento o resultado específico, medida por la relación entre los eventos o resultados específicos y el número total de eventos o resultados posibles. La probabilidad se expresa como un número entre 0 y 1, en donde 0 indica un evento o resultado imposible y 1 un evento o resultado seguro.

Riesgo: posibilidad de que suceda algo que tendrá impacto en los objetivos. Se mide en términos de consecuencias y posibilidad de ocurrencia.

INTRODUCCIÓN

En el desarrollo de la presente monografía se tiene en cuenta el tema delimitado “Supervisión basada en riesgo, Fortaleciendo la Transparencia y Seguridad del Mercado” propuesto por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá.

La gestión de los riesgos, tiene como objetivo contrarrestar las posibles pérdidas de recursos (financieros, tecnológicos, operacionales, etc) que puede presentar una empresa o una institución financiera, como consecuencia de las indebidas acciones, en el desarrollo de las actividades de los procesos. Estas pérdidas se pueden presentar por factores internos, externos, fraudes, errores, cambio en la dinámica del mercado, etc.

El presente escrito se concentra en estudiar la evolución conceptual de la gestión del riesgo. Tomando como base documentos bibliográficos nacionales e internacionales, que permiten analizar los criterios similares y

diferenciadores, con el objetivo de estudiar las etapas que se surten en el diseño, formulación e implementación para llegar a conclusiones y recomendaciones sobre la aplicación de este modelo de gestión en las Sociedades que participan en el Mercado de Valores de Panamá.

DELIMITACIÓN DEL TEMA

Recopilar la información que rige a nivel nacional e internacional, referente a la Gestión de Riesgos financieros, que aplican para el sector del mercado de Valores en Panamá, haciendo un análisis del contenido de cada una de las normas, así como de la importancia en la aplicación de la misma.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Para intervenir en el Mercado de Valores de Panamá, se debe cumplir con unos requerimientos planteados por la Superintendencia del Mercado de Valores, haciendo referencia a la gestión de riesgos, existe una reglamentación para la prevención del blanqueo de capitales.

Sin embargo, en el contexto internacional diferentes Organismos, han emitido reglamentaciones de la gestión de riesgos, que deben cumplir los participantes que ejecuten operaciones bursátiles. En este orden de ideas, se formula el siguiente problema:

El estudio de las diferentes normas relativas a la gestión de los riesgos financieros, que hay en la actualidad y que aplican a los mercados de capitales a nivel internacional, permitirá conocer el nivel de avance, sobre esta materia, ¿en qué se encuentra Panamá?

OBJETIVO GENERAL

Recopilar la información existente y que aplique en la actualidad, relacionada con la gestión de riesgos para los mercados de valores de todo el mundo, para analizar y extraerlos temas más importantes que puedan impactar el mercado de valores de Panamá.

Teniendo en cuenta la normatividad existente en el País oficializada por la Superintendencia del Mercado de Valores, para su respectivo análisis comparativo, en la conveniencia para la transparencia y eficiencia de las operaciones bursátiles.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Consultar los diferentes textos a nivel nacional e internacional que explique la gestión de riesgos.

- Estudiar la normatividad emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, relativas a la gestión de riesgos.

- Analizar los mecanismos de aplicación de la mencionada normatividad, para establecer estrategias que permitan discutir la adopción de los temas relativos a la administración de los riegos de las operaciones bursátiles en Panamá.

ANÁLISIS DEL MARCO CONCEPTUAL NACIONAL E INTERNACIONAL DE LA GESTIÓN DE RIESGOS Y LA CONVENIENCIA DE LA APLICACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

Considerando una reseña histórica de la evolución que ha tenido la gestión del Riesgo, a nivel internacional, se cita en forma resumida los inicios y los puntos históricos más importantes que han marcado la transformación de la gestión de riesgos, así como sus principales características.

Inicialmente se nombra al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), que, emite lineamientos de las mejores prácticas para ser aplicadas en el sector bancario, concernientes a los siguientes riesgos: de mercado, liquidez, crédito y operativo; hay una clasificación de riesgos que indica el Comité y que pueden ser gestionadas con facilidad en los mercados de valores. Posteriormente, se mencionarán los criterios establecidos para la gestión de riesgos de las siguientes organizaciones:

- IOSCO
- OECD
- COSO I Y COSO II
- IAASB
- GAFI
- ISO
- Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá.

Esta recopilación literaria,se efectúa para tener una visión ampliada, de lo que significa e implica la gestión de riesgos en una Entidad y posteriormente,

sustentar de manera argumentativa, cuál es el nivel de avance en este tema que ha tenido la República de Panamá y que hace parte del mercado de valores.

1.1. CONTEXTO INTERNACIONAL

1.1.1. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS).

Este Comité lleva a cabo reuniones que se celebran en Basilea Suiza, fundamenta sus inicios desde el año 1975[1], y lo que busca es diseñar las mejores prácticas a nivel internacional, para los procesos y procedimientos que se ejecutan al interior de un banco o institución financiera. Lo que indica que, el Comité de Basilea emite lineamientos para que el sistema financiero, sea lo más transparente posible para el público en general y se eviten crisis financieras, que terminarían afectando la economía mundial.

El Doctor Stefan Ingves presidente del Comité de Basilea, lo define como:

> "*El principal organismo mundial para la regulación prudencial de los bancos y proporciona un foro para la cooperación en materia de supervisión bancaria. Su misión es fortalecer la regulación, la supervisión y las prácticas de los Bancos de todo el mundo, con el fin de mejorar la estabilidad financiera".*

Sus principales funciones son:
- Formular la reglamentación sobre supervisión en temas bancarios.
- Promover discusiones para que sean analizadas las diferentes crisis, que afectan la estabilidad financiera del mundo, y se conozca la experiencia ganada.
- Establecer estándares, para la administración de la solvencia en las entidades bancarias.

Es importante señalar que este Comité tiene relación directa con: el Comité de estándares de información financiera a nivel mundial, el Comité de auditoría internacional, la Cámara de Comercio Internacional, el Banco Mundial, la Unión Europea, el Fondo Monetario Internacional, etc. Es por esto que los lineamientos que demarca el Comité de Basilea, aunque no intervienen directamente en la legislación de los países, sí es una base de

[1] http://www.bis.org/publ/bcbs129esp.pdf

reconocido valor técnico, para elaborar la normatividad que aplica al sistema financiero.

Para el tema del siguiente estudio, sobre la gestión de riesgos en el mercado de valores, se cita a continuación, los planteamientos que hace Basilea relacionados con el Riesgo Operativo, el cual se puede materializar en las operaciones bursátiles, así como en las entidades que las ejecutan.

1.1.1.1. El Riesgo Operativo:

para explicar los cambios que ha tenido la gestión del Riesgo Operativo a nivel mundial, se cita el año de 1988 en el mes de Julio, cuando el Comité de Basilea I sugería que las entidades financieras, debían de constituir un capital mínimo, para gestionar sus riesgos financieros. Aunque en este año no se habló explícitamente del riesgo operacional, si se contemplaban diferentes aspectos, que se debían tener en cuenta para ir gestionando el riesgo operacional en las empresas.

Para esta época el Comité publica el documento: "Acuerdo de Capital", el cual estipula que una institución financiera, protegiendo los intereses tanto de los inversionistas como de los terceros, debe mantener un capital que como mínimo, su constitución represente el 8% del valor total de los activos, teniendo en cuenta la ponderación por su nivel de riesgo. Este indicador, aunque se califica como importante para el inicio de la gestión de riesgos, también se caracterizó por lo simple, teniendo en cuenta que, la misma medida debía aplicarla todos los bancos, sin ser consecuente con su actividad crediticia, nivel de riesgos de activos, etc.

En Basilea II año 2004, se realiza un trabajo más profundo sobre el riesgo operativo, riesgo de crédito y riesgo de mercado. Por medio de la publicación del documento: "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard. A revisedframework", donde se da la definición: "*El riesgo operacional es el riesgo de pérdidas resultantes de la inadecuación o fallas en los procesos internos, las personas o los sistemas o por eventos externos*[2] *"*.

[2] Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, History of the Basel Committee and its Membership (August 2009)

El producto de este estudio incluyó las opiniones, conceptos y comentarios de expertos de la industria financiera, estudiantes, académicos, supervisores, etc, por esto las emisiones del Comité, siempre son bien recibidas por el mundo entero y aplicadas en las transacciones financieras y bursátiles.

A partir de allí, se realizó la siguiente clasificación de factores y eventos de pérdida:

Ilustración 1. CLASIFICACIONES

PRIMER NIVEL	SEGMENTACIÓN PARA LAS LÍNEAS DE NEGOCIO
Fraude interno	Finanzas empresariales o corporativas
Fraude externo	Negociación y ventas
Relaciones laborales y seguridad en el puesto de trabajo	Pago y liquidación
Incidencia en el negocio y fallos en los sistemas	Servicios de agencia
Daños a activos materiales	Administración de activos
Clientes, productos y prácticas empresariales	Intervención minorista
Ejecución, entrega y gestión de procesos	Banca minorista
	Banca comercial

Fuente: Análisis de los autores.

En Basilea II, se establecen unos pilares sobre los cuales se debe basar la gestión del RO:

Pilar I: requerimiento mínimo de capital: define cuál es el requerimiento mínimo de capital de una entidad financiera.

Para hacer esta medición se proponen las siguientes metodologías:

- **Método del indicador básico:** Corresponde al resultado del promedio anual de los ingresos bruto, de los últimos tres años que haya reportado un banco, esta cifra se refleja en porcentaje. La fórmula sería la siguiente:

Cargo de capital (*C BIA) = IB * á*

IB = Promedio anual del ingreso bruto de los últimos tres años
á = 15%, según estipulación del Comité de Basilea

El resultado del cálculo definiría el riesgo operativo de toda una institución financiera, para posteriormente clasificarlo según las líneas operativas.

- **Método estándar:** Asigna el riesgo operativo, a cada una de las líneas operativas, y resulta del promedio de los cargos de capital regulatorio, que se registró en los anteriores tres años. El Comité de Basilea, define los siguientes porcentajes para cada línea operativa:
  - Finanzas Corporativas ……..18%
  - Negociación y Venta……...18%
  - Banca minorista……..12%
  - Banca Comercial……15%
  - Compensación y Liquidación……...18%
  - Servicios de agencia……..15%
  - Administración de Activos……....12%
  - Corretaje Minorista……12%

- **Método de medición avanzada:** Este modelo se apoya en datos cuantitativos y estimaciones cualitativas. A su vez, esta metodología permite calcular el riesgo operativo, por medio de: el enfoque de la medición interna – IMA, el enfoque de la distribución de pérdidas agregadas – LDA, y los cuadros de mando – Scorecards, tomados de los riesgos y controles.

Para graficar la calificación de estos eventos, se utiliza la probabilidad de ocurrencia y el impacto que se pueda dar. Para el ejercicio se puede construir una matriz de doble entrada (frecuencia y severidad o impacto).

La gestión del riesgo operativo es de vital importancia para las instituciones financieras, y esto se puede observar, por medio de la legislación que emite los supervisores en cada país.

1.1.2. Organización Internacional de Comisiones de Valores – IOSCO.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) es el organismo internacional que reúne a los reguladores de valores del mundo y es reconocida como la adopción de normas mundiales para el sector de valores. IOSCO desarrolla, implementa y promueve la adhesión a las normas internacionalmente reconocidas para la regulación de valores[3].

Se desarrolla mediante un comité Técnico, encargado de regular los mercados de valores internacionales, fundado en 1983, cuyo objetivo fundamental es cooperar para que los mercados bursátiles de todo el mundo, se desarrollen bajo estándares de calidad, que garantice a los integrantes del mercado participación activa y que proporcione la rentabilidad requerida. Primordialmente sus acciones están encaminadas a:

- Asegurar que los mercados de valores sean justos, eficientes y transparentes: las actividades llevadas a cabo en los mercados, no deben favorecer injustamente a unos usuarios y a otros no.

- Reducción del Riesgo sistémico: se debe gestionar el riesgo de manera eficiente y oportuna, para tener controlado el sistema financiero, por medio del cumplimiento de requisitos mínimos, para operar en los mercados. El riesgo sistémico, según el documento de IOSCO, se define por tres criterios:
  - -El tamaño de la institución
  - -La facilidad de sustitución de una entidad
  - -Interconexión entre las instituciones, que puede generar inestabilidad financiera

- **Protección de los inversionistas:** contrarrestando las prácticas engañosas o fraudulentas, incluyendo el uso de información privilegiada. Para cumplir con este punto, se debe contar con la existencia de políticas claras sobre el uso y acceso a la información.

Para cumplir con los objetivos trazados IOSCO, en 1998, emitió un documento denominado “Objetivos y Principios de la regulación de Valores”, donde se establecen los lineamientos, que deben regir las relaciones de los partícipes en los mercados de valores. De igual forma, en octubre de 2003,

[3]www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

el Comité Técnico publica los: "Principios de IOSCO metodología de evaluación", el cual integra una metodología para determinar el nivel de cumplimiento de los principios que se deben cumplir, para que haya actividades eficientes y transparentes, en los mercados de valores.

Para el tema de Gestión de Riesgos, existe los siguientes principios:

> Principio No.16. "Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional".
>
> Principio No.23. Los intermediarios del mercado vendrán obligados a cumplir unas normas de organización interna y conducta operativa encaminadas a proteger los intereses de los clientes, a asegurar una correcta gestión del riesgo y según las cuales la dirección del intermediario acepte la principal responsabilidad en estas materias.
>
> Principio No.24. Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado a fin de minimizar los daños y las pérdidas de los inversores y contener el riesgo en el sistema.
>
> Principio No.29. La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.
>
> Principio No.30. Los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones de valores estarán sujetos a la supervisión reguladora, y diseñados para asegurar que son justos, efectivos, eficaces y que minimizan el riesgo en el sistema.

Es importante mencionar que IOSCO, se pronunció en el presente año, por medio del documento: "La perspectiva de riesgos en los mercados de valores del año 2016"; este informe se elaboró con la participación del Fondo Monetario Internacional – FMI y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), llamando la atención fundamentalmente sobre:

- La protección de los inversionistas
- La eficiencia del mercado

1.1.3. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico – OECD[4]

Es una Organización internacional, creada en 1961, conformada por Gobiernos de 34 países del mundo y que buscan emitir políticas y recomendaciones, sobre los diferentes temas que afectan la calidad de vida de las personas. En las reuniones, se comparte las experiencias de los países, que afectan la parte económica, social, ambiental, etc.

Uno de los principales temas compartidos y discutidos en la Organización, son los asuntos corporativos que se discuten en las empresas multinacionales, y que dio como resultado, en el 2004 la emisión de principios para el Gobierno corporativo.

Como lo define la OECD:

> "Los Principios son un instrumento vivo que ofrece normas no vinculantes y buenas prácticas, así como una guía para su implantación susceptible de ser adaptada a las circunstancias particulares de cada país o región. La OCDE ofrece un fórum para el continuo diálogo e intercambio de experiencias entre países miembros y no-miembros. Para mantenerse al tanto en un entorno en constante cambio, la OCDE llevará a cabo un estrecho seguimiento de la evolución en el ámbito del gobierno corporativo, identificando tendencias y buscando soluciones a los nuevos desafíos».[5]

En el presente documento se menciona el aporte de esta Organización, dado que, aborda de manera importante el desarrollo de los mercados bursátiles así como de los inversionistas, en pro de la estabilidad financiera de un País.

Los principios que atañen a la Gestión de Riesgos, son los siguientes:
1. Seguridad para las bases de un marco para un gobierno eficaz.
2. Los derechos de los accionistas y las funciones clave de los propietarios.
3. El trato equitativo para los accionistas.
4. El papel de los grupos de interés en el Gobierno Corporativo.

[4] http://www.oecd.org/corporate/:
[5] https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf

5. Revelación y transparencia de la información corporativa relevante.
6. Responsabilidad del consejo de administración.

Como se observa, los principios fortalecen las actividades que se llevan a cabo en una Sociedad, dando como resultado la confianza a los grupos de interés (clientes, inversores, administradores), asegurando eficazmente la gestión de riesgos.

El Gobierno Corporativo resalta de manera importante el rol del Consejo de Administración o Junta Directiva, donde se establecen estrategias que permiten alcanzar los objetivos trazados, en pro de la rentabilidad del accionista. De igual forma se coordinará la institución de los respectivos comités que requiera el negocio, entre otros los siguientes: Comité de Auditoría y Comité de Riesgos.

Para lograr estos objetivos, las Juntas Directivas deben responsabilizarse de establecer mecanismos y actividades de controles, así como roles y responsabilidades de cada uno de sus Directivos.

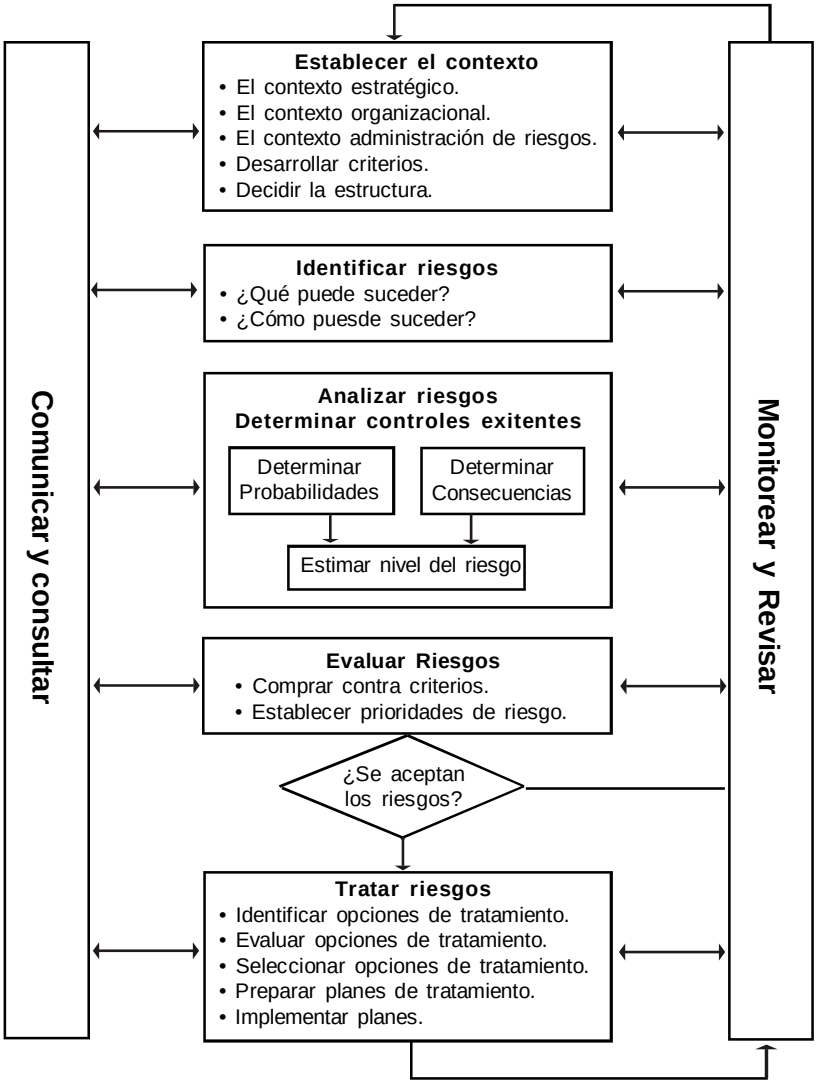
1.1.4. Estándar de Australia y Nueva Zelanda sobre administración de riesgos: AS/NZS 4360

Este estándar plantea que la Gestión de Riesgos debe ser una parte integral de la administración, tomando como base los siguientes elementos:

- Establecer el contexto: conocer tanto interna como externamente una empresa.
- Indentificar riesgos.
- Analizar riesgos.
- Evaluar riesgos.
- Tratar riesgos.
- Monitorear y revisar.
- Comunicar y consultar.

En la siguiente ilustración, tomada del texto del estándar australiano, se muestra la interacción de cada uno de los elementos:

ILUSTRACIÓN 2
INTERACCIÓN DE ELEMENTOS
MODELO AUSTRALIANO



1.1.5. Normas Internacionales de Auditoría – NIA

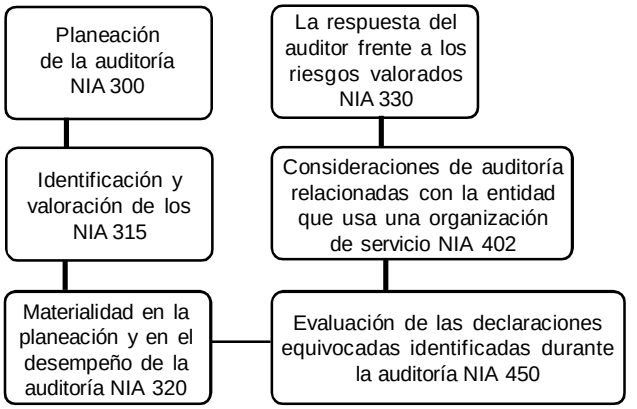
Las Normas Internacionales de Auditoría – NIA, fueron emitidas por el IAASB (International Auditing and AssuranceStandardsBoard), Comité independiente del IFAC (Federación Internacional de Contadores), estas normas se crean para que los trabajos de auditoría se efectúen con los más altos estándares de calidad.

A continuación se mencionan, las que confluyen con la gestión de riesgos:

- ISA 200 – 299 Principios Generales y Responsabilidades de la auditoría: puntualiza sobre el marco conceptual de las guías.

- ISA 300 – 499 Evaluación de riesgo y respuesta a los riesgos evaluados: este capítulo menciona un aspecto importante del tratamiento de los riesgos del negocio, recomendando el siguiente esquema:

ILUSTRACIÓN 3: ISA 300-499



Es importante resaltar que las Normas internacionales, particularmente en este capítulo establece cómo se debe aplicar la gestión de riesgos en una empresa, identificando y valorando los riesgos, de acuerdo a su materialidad y al impacto que pueda ocasionar, en caso de materializarse.

- ISA 500-599 Evidencia de Auditoría.
- ISA 600 - 699 Usando el trabajo de Otros.
- ISA 700 - 799 Conclusiones y Reporte de Auditoría.
- ISA 800 - 899 Áreas Especializadas.

1.1.6. COSO I Y COSO II

El Committee of Sponsoring Organizations of The adway Commission-COSO, es la reunión de cinco Organizaciones internacionales, cuyo objetivo es emitir lineamientos sobre la gestión de riesgos empresariales, por medio del diseño y la implementación de Sistemas de Controles Internos, que permita mitigar y controlar los riesgos inherentes de cualquier negocio.

En 1992 COSO, generó un marco conceptual sobre control interno, el cual define cinco componentes. Posteriormente, en 2004 dado los escándalos en grandes empresas como Enron y Parmalat, el Comité emitió un nuevo documento COSO II que propone, un enfoque más minucioso sobre la gestión de riesgos, adecuando los mecanismos de control interno.

Definición: El Control Interno se define ampliamente como un proceso realizado por el Consejo de Directores, administradores y otro personal de la entidad, diseñado para proporcionar seguridad razonable mirando el cumplimiento de los objetivos en las siguientes categorías: [6]

- Efectividad y eficiencia de las operaciones.
- Confiabilidad de la información financiera.
- Cumplimiento de la leyes y regulaciones aplicables.

Para el mejor entendimiento, se diseña la siguiente ilustración, comparando la composición de COSO I y COSO II:

ILUSTRACIÓN 4: COSO I Y COSO II

Sistema de Control Interno	Administración de Riesgos Empresariales
Ambiente de Control	Ambiente interno Establecimiento de objetivos
Valoración de riesgos	Identificación de eventos Evaluación de riesgos Respuesta a los riesgos
Actividades de control	Actividades de control
Información y comunicación	Información y comunicación
Monitoreo	Supervisión

[6] Control Interno Informe COSO, 4 edición, Samuel Alberto Mantilla, pag 4.

Componentes de COSO II

- **Ambiente Interno:** es el conocimiento que se tenga de la Empresa, tanto interno como externo, formalizado por medio de los principios y valores corporativos.

- **Establecimiento de objetivos:** la Alta Gerencia debe saber a dónde quiere llegar con el negocio, por medio de la definición de unos objetivos medibles y alcanzables.

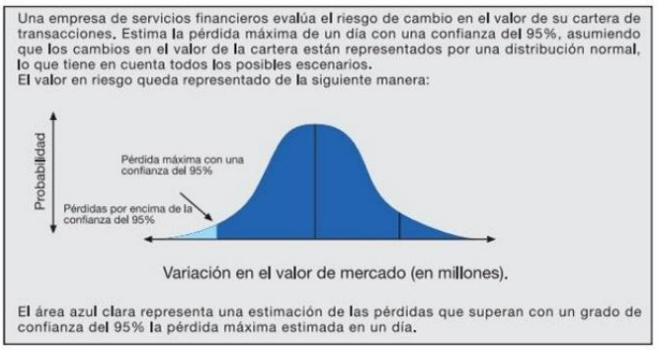
- **Identificación de eventos:** a través de talleres con el personal involucrado en el proceso, entrevistas, cuestionarios, análisis de indicadores, flujogramas, etc.

- **Evaluación de riesgos:** después de identificado el riesgo inherente que pueda materializarse, se continua con la evaluación del mismo, analizando cuál puede ser la probabilidad de ocurrencia y el impacto que pueda generar de llegar a materializarse. Esta medición se puede dar en una escala cualitativa o cuantitativa.

La técnica cualitativa se refiere a una categorización subjetiva que se le da a un evento de riesgo, los cuales se denominan de acuerdo a su importancia, un ejemplo puede ser: alto, medio y bajo, que puede nacer del conocimiento y juicio de los dueños de los procesos.

Técnicas cuantitativas: hace referencia a asignaciones numéricas de calificación a los eventos de riesgos que se presenten, se puede medir por medio de técnicas probabilísticas, no probabilísticas o benchmarking.

ILUSTRACION 5: ANÁLISIS DEL VALOR DE MERCADO EN RIESGO



Fuente: informe COSO II, Gestión de riesgos corporativos – Marco integrado, técnicas de aplicación, septiembre de 2004.

- **Respuesta al riesgo:** Ese ítem define cómo se va a gestionar el riesgo residual o si definitivamente se acepta, teniendo en cuenta el costo – beneficio, para tomar decisiones sobre los mismos. Se pueden gestionar de las siguientes maneras:
    - Evitar: se suprime definitivamente un línea de negocio o producto.
    - Reducir: diversificando la actividad origen del evento de riesgo.
    - Compartir: tomado seguros.
    - Aceptar: provisionan las pérdidas esperadas.

- **Actividades de control:** son las acciones que se van a ejecutar por parte de las personas de una Organización, para disminuir el impacto que puede generar la materialización de los riesgos. Entre otros mecanismos de control está:
    - Separación de funciones.
    - Niveles de autorización definidos.
    - Documentaciones de las actividades y los procesos.
    - Accesos físicos restringidos.
    - Asignación de claves.

- **Información y Comunicación:** es la interrelación que hay entre las personas, por los temas de la Empresa, se deben establecer procedimientos para el manejo de la información y directrices que definan los canales de comunicación.

- **Supervisión:** es el proceso de evaluación que se debe realizar permanentemente, a todos los temas corporativos, dejando evidencia de las mismas.

Como se puede observar, con los nuevos ajustes al modelo, se quiere ubicar al Control Interno como una metodología de estrategia, fundada por la Alta Administración, para que sea llevada a cabo por todo el personal de una Empresa, a nivel de todos los procesos, que permita administrar los riesgos de la mejor manera posible, teniendo en cuenta el costo de oportunidad.

1.1.7. GRUPO DE ACCIÓN FINANCIERA – GAFI

Es un organismo intergubernamental creado en 1989 por los ministros de sus jurisdicciones miembros. Los objetivos del GAFI son establecer normas y promover la aplicación efectiva de las medidas legales, reglamentarias y operativas para combatir el lavado de dinero, la financiación del terrorismo y

otras amenazas relacionadas con la integridad del sistema financiero internacional. Por consiguiente, el GAFI es un «órgano rector», que trabaja para generar la voluntad política necesaria para llevar a cabo reformas legislativas y reglamentarias nacionales en estas áreas.[7]

Este grupo está conformado por aproximadamente 190 jurisdicciones en todo el mundo, países en los cuales se han adoptado las recomendaciones.

En 1990 se publica por primera vez las “Recomendaciones”, las cuales fueron revisadas posteriormente, la más reciente evaluación se efectuó en febrero de 2012.

Son en total 40 las recomendaciones del GAFI, que van encaminadas a los siguientes aspectos:

- Políticas y coordinación.
- Blanqueo de capitales.
- La financiación del terrorismo y financiación de la proliferación.
- Medidas preventivas.
- Transparencia y titularidad de las personas jurídicas y otros instrumentos.
- Facultades y responsabilidades de las autoridades competentes y otras medidas institucionales.
- Cooperación internacional.

Estas recomendaciones del GAFI, especialmente marcan la gestión de riesgos que debe ejercer cada una de las jurisdicciones, de acuerdo al tipo de economías que se desarrollen y a los mercados financieros haciendo de esta gestión un importante reto para contrarrestar los delitos financieros, que ejecutan organizaciones criminales a nivel mundial por medio del sistema bancario.

1.1.8. Organización Internacional de Normalización ISO 31000 E ISO 27005 – Tecnología de la Información.

ISO es una organización internacional independiente, no gubernamental, con una membresía de 161 organismos nacionales de normalización. A través de sus miembros, que reúne a expertos para compartir conocimientos y desarrollar estrategias basadas en el consenso, el mercado Normas

[7] http://www.fatf-gafi.org/about/

Internacionales voluntarias y relevantes que apoyan la innovación y aportar soluciones a los retos globales.[8]

Se creó en 1946, cuando un grupo de profesionales querían establecer unos estándares que compartiera toda una misma industria, a nivel mundial, para un mejor entendimiento de las tareas a desarrollar, desde cualquier punto cardinal.

Fue así como nació el ISO, Organización que ha emitido más de 21000 estándares en diferentes campos, entre otros: agricultora, tecnología de la información, seguridad alimentaria, salud, etc.

Continuando con el tema de gestión de riesgos, a nivel internacional la Organización, emitió la ISO 31000 y 27005, para la gestión de riesgos tecnológicos, cuyo objetivo es disminuir el impacto que se pueda presentar por un ataque o falla a nivel de sistemas de información que se produzca en una empresa, ya sea causada o que se presente de manera involuntaria.

Metodología para la gestión del riesgo tecnológico:

- **Planificar:** estableciendo los objetivos de los procesos tecnológicos que se quieren alcanzar, formulando indicadores que permitan medir el desempeño y logro de los objetivos.

- **Hacer:** ejecutar las tareas, actividades y operaciones definidas por la alta Gerencia, en pro del desarrollo del objeto social de la empresa.

- **Verificar:** evaluar permanentemente el desempeño de cada una de las personas que realizan los procesos, para saber el nivel de cumplimiento de cada uno de los procedimientos.

- **Actuar:** después de efectuada la evaluación, es conveniente tomar las decisiones pertinentes, de acuerdo a los baches presentados. En esta etapa, también se cumple con un monitoreo permanente, sobre cada uno de los procedimientos definidos.

[8] http://www.iso.org/iso/home/about.htm

Etapas para el desarrollo de la metodología:

- **Establecimiento de plan de comunicación interno y externo:** se debe formular un plan de comunicación seguro, tanto con los empleados, directivos, proveedores y clientes entre otros.

- **Definición del contexto organizacional interno y externo:** establecer la respectiva misión, visión, factores que afectan la industria, para conocer cuál es el contexto de la empresa y sus posibles situaciones de riesgos.

- **Valoración de riesgos tecnológicos:** se deben identificar, y controlar los riesgos en los sistemas de información, que en determinado momento pueden llegar a interrumpir la operación o a afectar algún cliente interno o externo.

- **Tratamiento de riesgos tecnológicos:** en esta etapa se busca implementar actividades que permita reducir el riesgo materializado, para evitar una afectación en cualquier parte de un proceso.

- Monitoreo y mejora continua del proceso de gestión: esta fase pretende generar los cambios necesarios, para el normal funcionamiento de los sistemas de información de una empresa y por ende de todos los procesos.

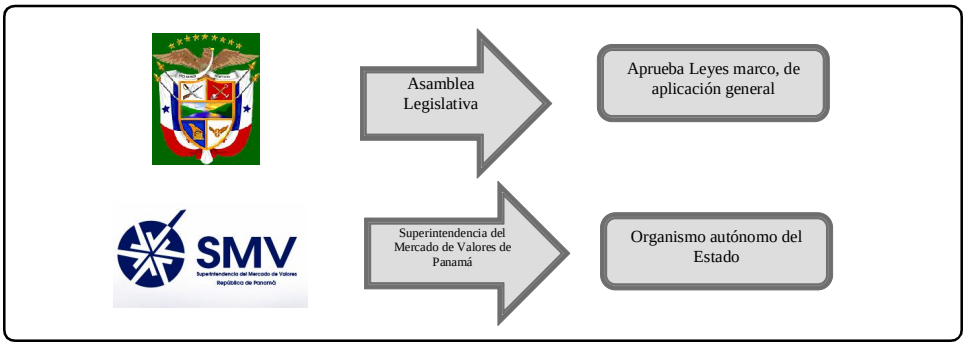
Con base en la anterior exposición, se puede concluir que en la actualidad la gestión de riesgos informáticos, ha tomado la debida importancia, en el entorno global de los negocios, por la cantidad de operaciones, transacciones e información que viaja a través de las conexiones de los sistemas. Por esto, es de vital importancia que todas las empresas estudien, acomoden sus políticas de tecnología de la información, con las estrategias del negocio para el logro de los objetivos.

1.2. MARCO CONCEPTUAL NACIONAL

1.2.1. Regulación del mercado de Valores en Panamá:

El Mercado de Valores de Panamá, es regulado por medio del Decreto Ley 1 del 8 de Julio de 1999 y por la reglamentación (acuerdos, resoluciones, opiniones y circulares), oficializada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá.

ILUSTRACIÓN 6: DECRETO LEY 1 DEL 8 DE JULIO DE 1999



1.2.2. Normatividad de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá

Mediante la ley 67 de 1 de septiembre de 2011, publicada en la Gaceta Oficial Nº.26863-A de 02 de septiembre de 2011, se crea la Superintendencia del Mercado de Valores, como un Organismo autónomo del estado, con personería jurídica, patrimonio propio e independencia administrativa, presupuestaria y financiera.[9]

[9] http://www.supervalores.gob.pa/informacion-general/quienes-somos

ILUSTRACIÓN 7: Leyes de la República

Fecha	Ley	Nombre	Observación
9 de mayo de 2002	22	Convenio internacional para la represión de la financiación del terrorismo.	Panamá se compromete a ejecutar a cabo actividades que minimicen el riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo.
2 de octubre de 2000	41	Que adiciona el Capítulo VI, denominado Blanqueo de Capitales, al Título XII, y título XIII, denominado Disposiciones Finales, al libro II del Código Penal, y se dictan otras disposiciones.	Menciona la definición de blanqueo de capitales y sus respectivas sanciones.
27 de abril de 2015	23	Adopta las medidas para prevenir el blanqueo de capitales, el financiamiento del terrorismo, y el financiamiento de la proliferación de armas de destrucción masiva, y dicta otras disposiciones.	Introduce la metodología basada en riesgos, para la prevención del blanqueo de capitales. También conforma el Sistema de Coordinación Nacional, para la prevención del blanqueo de capitales. Establece los siguientes organismos de supervisión: Intedencia de supervisión y regulación de sujetos no financieros.

Como se puede observar en el anterior cuadro, la Ley 23 del 27 de abril de 2015, determina que el blanqueo de capitales se debe gestionar con una metodología basada en riesgos; tendientes a identificar, medir, controlar y administrar los riesgos de blanqueo de capitales, que se puedan materializar. Teniendo en cuenta, la complejidad, el tamaño y el tipo de negocio.

Esta importante Ley la reglamenta los siguientes Decretos Ejecutivos:
- 363 de 13 de agosto de 2015
- 587 de 4 de agosto de 2014

1.2.2.1. Acuerdo 4 de 2015

De Julio de este año, donde establece “la Guía de Indicadores de Operaciones Sospechosas para las actividades del mercado de valores realizadas en o desde la República de Panamá”. En este acuerdo se mencionan las señales de alertas que se pueden presentar, en el Mercado de Valores y que busca prevenir el delito de blanqueo de capitales, teniendo en cuenta las siguientes señales de alertas relacionadas con:

- La debida diligencia de los clientes.
- El perfil y la actividad de los clientes.
- Transferencia de fondos y/o depósitos.
- Valores o instrumentos financieros al portador.
- Para la actividad de las administradoras de inversión, Sociedades de inversión y Administradoras de fondos de pensiones, jubilaciones y cesantías.
- Transacciones inusuales con valores o instrumentos financieros.
- Transacciones de empleados o directivos.
- Con el uso de información privilegiada.
- Con la manipulación del mercado, incluyendo acciones muy baratas.
- Fraude en valores.
- Transacciones relacionadas con el financiamiento del terrorismo.

1.2.2.2. Acuerdo 6 de 2015

Refuerza lo establecido en el anterior acuerdo, y además se refiere a la segmentación q se debe realizar a los clientes y a las transacciones que se lleven a cabo, dependiendo de su perfil de riesgo, en alto, medio y bajo.

De igual forma, resalta la Auditoría Interna en el capítulo VIII, como beneficio de la Dirección de las Sociedades para la gestión que permita minimizar los riesgos, por medio de un eficiente y efectivo Sistema de Control Interno.

1.2.2.3. Acuerdo 10 de 2015

Donde se reglamenta el cargo de Oficial de Cumplimiento para las entidades con licencia, otorgada por la Superintendencia de Mercado de Valores de Panamá, para que vigilen el cumplimiento de la Ley de Mercado de Valores.

En el mencionado acuerdo se establece que una persona natural, que tenga la licencia de Ejecutivo Principal, y que adicionalmente se haya desempeñado por 5 años en áreas relacionadas o que haya tenido 2 años de experiencia laboral, en el sector bursátil puede desempeñarse como Oficial de Cumplimiento, y cumplir entre otras con las siguientes funciones:

- Diseñar una planeación para desarrollar actividades que permitan, velar por el cumplimiento de los controles establecidos, para minimizar el riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo.

- Ser la persona que ayude con la comunicación, entre la Sociedad vigilada, la Unidad de Análisis Financiero y la SMV.

- Emitir oportunamente los reportes e informes correspondientes a la Junta Directiva y a la SMV.

- Realizar y participar permanentemente en sesiones de capacitación.

1.2.2.4. Acuerdo 5 de 2006

Por el cual se: "subroga el acuerdo 1-2005 de 3 de febrero de 2005 y se desarrollan las normas de conducta que deberán cumplir las Organizaciones Autorreguladas, Casa de Valores, Corredores de Valores y Administradores de inversión para la prevención del delito de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo….."
Derogado por el artículo segundo, del Acuerdo 6 de 2015.

1.2.2.5. Acuerdo 12 de 2003

Donde se recomiendo el uso de guías y principios de Gobierno Corporativo, para los Emisores o personas que encuentren registradas en la Comisión Nacional de Valores.

Este acuerdo desarrolla importantes lineamientos, para la formulación de una estructura que permita establecer unos objetivos y las estrategias para alcanzarlos, tomando como base el trabajo coordinado entre los accionistas, Alta Administración y los grupos interesados, para evitar los conflictos de intereses.

En lo referente a la gestión de riesgos, en dicho acuerdo se estipula, en su artículo 10, que las Sociedades deben crear un Comité de Auditoría y un Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos, para desarrollar actividades encaminadas a la identificación y control de riesgos corporativos, y a la ejecución de exámenes permanentes del Sistema de Control Interno, para validar su eficiencia y eficacia.

ILUSTRACIÓN 8: FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES

1.3. ANÁLISIS DE LA NORMATIVIDAD INTERNACIONAL DE LA GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS VERSUS LA NORMATIVIDAD NACIONAL

Después de mencionar los diferentes resúmenes de la normatividad internacional, y la nacional que se conoce para la gestión de riesgos financieros, que afectan el mercado de valores en el país, se pueden establecer los siguientes puntos:

A nivel internacional, cada vez son más los esquemas regulatorios que se deben aplicar en las negociaciones bursátiles. La novedad en gran parte se ha dado por las crisis financieras que han golpeado la economía de importantes países. Otro factor a tener en cuenta, es la creciente globalización, de los mercados y del comercio, razones que hace imperativo que, estos criterios de gestión del riesgo se estandaricen, para que puedan ser aplicados en cualquier parte del mundo.

Entre otros importantes aspectos, esta gestión pretende reglamentar los siguientes aspectos:

- Alcanzar los objetivos propuestos por la administración de una entidad financiera.

- Permite que se conozcan y gestionen los riesgos que pueden afectar tanto a los emisores, intermediarios financieros, inversionistas e instituciones financieras, esta gestión redunda en una operatividad eficiente, a menores costos, del mercado de valores.

- Gestionando los riesgos, se puede hacer predicciones de variables, por medio del análisis de datos, como por ejemplo de servicio al cliente, eventos de riesgo operativo, etc.

A nivel de la República de Panamá, se hallaron directrices, de obligatorio cumplimiento solamente para, prevenir el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo, en el mercado de valores.

Si bien es cierto que, este es un capítulo de vital importancia para la gestión de riesgos, no es suficiente para realizar una completa administración, dado que no se están contemplando temas que sí plantea la norma internacional, y que se han abordado a lo largo de este documento.

Es importante mencionar también, que a nivel tecnológico no se hallaron criterios específicos, que insten a las entidades reguladas a que se diseñe planes de contingencia, que garanticen en determinado momento la continuidad del negocio.

Se presenta un cuadro donde se denota la interrelación que existe, entre los criterios estudiados:

ILUSTRACIÓN 9: IMPACTO DE LOS CAMBIOS PARA LOS REGULADOS

Emitido por / Descripción:		IOSCO	OECD	COSO	NIA	AS/NZS
IOSCO	Protección a los inversionistas		1	2		3
	Asegurar que los mercados de valores sean justos, eficientes y transparentes		4	5	6	7
	Reducir el riesgo sistémico		8	9	10	11
OECD	Seguridad para las bases de un marco para un gobierno eficaz		4			12
	Los derechos de los accionistas y las funciones clave de los propietarios					
	El trato equitativo para los accionistas					
	El papel de los grupos de interés en el Gobierno Corporativo	1		13		15
	Revelación y transparencia de la información corporativa relevante	1	4	16		
	Responsabilidad del consejo de administración		8			17
COSO	Ambiente interno			2		18
	Establecimiento de objetivos			5		
	Identificación de eventos			9		
	Evaluación de riesgos			9	19	19
	Respuesta a los riesgos			5	20	20
	Actividades de control	3		5, 9		
	Información y comunicación			2, 13, 16		
	Supervisión					17
NIA	Planeación de la auditoría					
	Identificación y valoración de los riesgos				10, 19	
	Materialidad en la planeación y en el desempeño de la auditoría				6	
	La respuesta del auditor frente a los riesgos valorados				6, 20	
AS/NZS	Establecimiento del contexto	3				7, 12, 18
	Indentificar riesgos				19	11
	Analizar riesgos				19	11
	Evaluar riesgos				19	11
	Tratar riesgos				20	7, 11, 20
	Monitorear y revisar					7, 17
	Comunicar y consultar	3				15, 16

CONCLUSIONES

- La Gestión de Riesgos permita tanto al Supervisor como a los regulados prever situaciones sistémicas de riesgos que afecten la economía nacional, y por ende realizar actividades de control eficientes y oportunas.

- El mercado de valores de Panamá, está marcado por antecedentes de casos de fraude que afectaron a los inversionistas, por la falta de información confiable sobre el mercado bursátil, que permitiera igualdad para la toma de las decisiones. Este mal inicio se produjo por la falta de políticas que condujeran a que los mercados se desarrollaran de una manera transparente y eficiente.

- Dada la debilidad en la gestión de riesgos, actualmente no existe bases de datos que permitan establecer estadísticas que sirvan para pronosticar y medir los riesgos inherentes y residuales de los negocios y que en determinado momento, afecta la economía nacional.

- Teniendo en cuenta las fallas del mercado que se ha producido en la República de Panamá, se hace necesario que el Regulador dicte lineamientos para la adecuada gestión de riesgos, y así prever crisis financieras sistémicas en el país.

RECOMENDACIONES

- Se sugiere que la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, incluya en su programación estrategias que permitan gestionar el riesgo, desde los regulados.

- Se recomienda que el Regulador analice las situaciones de riesgos que se han presentado en el mercado de valores, para determinar las causas y efectos, y que de estas investigaciones, se emitan metodologías, como la gestión de riesgos, que permitan visionar crisis financieras.

- De igual forma, que la SMV de Panamá trabaje mancomunadamente con otras instituciones nacionales e internacionales, para prevenir y dimensionar riesgos sistémicos, analizando riesgos transversales, y que se pueda inclusive, compartir información. Esta trabajo en equipo permite formular políticas fuertes y oportunas, que ayuden al desarrollo de los mercados y del sector financiero de Panamá.

BIBLIOGRAFÍA

ARBELÁEZ, Juan Camilo, Betancur César, Franco Ceferino Luis, Gallego Paula Andrea, Henao Viviana María, Londoño Johana Andrea, Mejía Claudia Marcela, Murillo Juan Guillermo, Palacio Diana Marcela, Salazar Elizabeth, Salazar Luisa Fernanda, Valderrama Natalia, Varela Diana Carolina (2006). Riesgo operacional: reto actual de las entidades financieras.

BERGGRUN, Luis, Lizarzaburu Edmundo, y Quispe Julio (2012). Gestión de riesgos financieros. Experiencia en un banco latinoamericano.

BERGGRUN, Luis, BurneoHurt, Lizarzaburu Edmundo R. (2013). El riesgo operacional, SAE 16 y AS5: Herramientas de control y mejora.

MACIAS, Antonio J., Francisco J. Román, (2014). Consecuencias económicas de la reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergent.

MARTÍN MARÍN, José Luis, Reyes Samaniego Medina (2005). El método estándar en el nuevo acuerdo de Basilea.

LÓPEZ PACHECO, David (2009). Riesgo Operacional: Conceptos y mediciones.

Norma de Gestión de Riesgos ISO 31000:2009. - Estándar de Australia y Nueva Zelanda sobre administración de riesgos: AS/NZS 4360.

Marco integrado de administración de riesgos corporativos. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).

ISO (International Standard Organization). (2011). Gestión del riesgo – Principios directrices. Estándar de Seguridad ISO 31000

ISO (International Standard Organization). (2008). Tecnología de la información.

Técnicas de seguridad – Gestión del riesgo de seguridad de la información. Estándar de Seguridad ISO/IEC 27005.

INTERNET

Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, History of the Basel Committee and its Membership (August 2009).

Basel Committee on Banking Supervision, Operational Risk Management, September de 1998.

Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios, diciembre de 2010, (revisión junio de 2011). Banco de pagos internacionales.

AUTORES

- ARIAS, Ricardo
- ATENCIO CANO, Alexander A.
- BARSALLO, Carlos
- BARSALLO, Roberto
- BINNS, Allan
- EPIFANIO, Pablo
- GARCÍA, Ángela
- GONZÁLEZ MARCOS, Rosaura
- GORDÓN GUERRERO, Gustavo
- LLERENA, Zaida
- QUINTERO DE STANZIOLA, Marelissa
- RAWLINS RODRíGUEZ, Oscar J.
- REAL S., Yolanda G.
- ROGERS HARPER, Juan Iván
- SANDOVAL SHAIK, Darío
- VALDÉS, Roberto

Panamá, Ciudad de Panamá, Calle 50, Edificio Global Plaza, Piso 8.
Teléfono: (507) 501-1700, Fax: (507) 501-1709
Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá
E-mail: info@supervalores.gob.pa