República de Panamá
Comisión Nacional de Valores

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

Francisco Arias
Carlos A. Barsallo P.
Juan Luis Blanco
Celia Ana Bravo
Jonathan Chang
Galina Chávez
Sandra Collado de Zubieta
Delia De Castro
Rolando J. de León de Alba
Ana Isabel Díaz V.
Rosaura González Marcos
Zaida H. Llerena S.
Alina L. de Montemayor
Oliver Muñoz Esquivel
Jorge Navarro
Jorge Alexander Olivardía
Maruquel Pabón de Ramírez
William Parodi Pugliese
Francisco Pérez Ferreira
Neibys Quintero de Holguín
Marelissa Q. de Stanziola
Priscila Ramírez Mirabal
Yolanda G. Real S.
César Elías Sanjur III
Sonia Selles de Díaz
Cristina Vence C.

TOMO I
Febrero 2006

332.61
C733 Comisión Nacional de Valores
Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá . – Panamá: Comisión Nacional de Valores, 2006.
208p. ; 27 cm.

ISBN 9962-8902-0-2
1. ECONOMÍA – PANAMÁ 2. MERCADO DE VALORES
3. FINANZAS I. Título.

Comisión Nacional de Valores de Panamá
http://.www.conaval.gob.pa
Avenida Balboa, Edificio Bay Mall, segundo piso, oficina 206
Teléfono (507) 265-2514. Fax (507) 269-8842
Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá

Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del mercado de valores en Panamá.
Primera Edición
Impreso en ciudad de Panamá, República de Panamá.
Febrero de 2006

Publicación Oficial de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá

NOTA: Las opiniones expresadas en estos artículos son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

La presente obra es una recopilación de artículos opinión por lo cual, la responsabilidad por el contenido de cada uno de estos pertenece a su autor. De igual forma las opiniones en ellos vertidas no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá.

Ni la totalidad de ni parte de este libro puede reproducirse o transmitirse por ningún procedimiento electrónico o mecánico, incluyendo fotocopia, grabación magnética o cualquier almacenamiento de información y sistema de recuperación sin permiso expreso y escrito del autor del artículo que se trate.

INDICE

Prólogo *i*
Miembros de la Comisión Nacional de Valores *ii*
Listado de Autores *iii*

CAPÍTULO PRIMERO

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Del procedimiento administrativo para la adopción de acuerdos 2
La solicitud de poderes de voto, autorizaciones y consentimientos de derecho de los accionistas de las empresas públicas 8
La jurisdicción reconocida en el mercado de valores panameño 11
Aportes del mercado de valores 23
Palabras dadas en el acto de firma del Convenio de Cooperación Interinstitucional firmado entre la Procuraduría de la Administración de Panamá y la Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV) 26
Normas de Conducta y obligaciones de los intermediarios financieros regulados por la Comisión Nacional de Valores 30
La Ley de Valores y la tenencia directa y la tenencia indirecta de valores 43
Los reguladores y el mercado global 51
Investigaciones internacionales en los mercados de valores 54
El memorando multilateral de entendimiento de IOSCO y Panamá 57
Los retos del regulador de valores ante la implementación de los estándares internacional y la lucha contra el fraude financiero 59
La supervisión de los grupos económicos en el nuevo régimen de valores 78
Comentarios en torno a dos fallos y a la transparencia 89
La responsabilidad civil en el mercado de valores 92
Reestructuración de términos y condiciones de valores colocados en oferta pública 100
El informe preliminar de la Comisión Presidencial para combatir la corrupción y la Comisión Nacional de Valores 104
El buen gobierno de las agencias reguladoras y supervisoras 109
Facultad del regulador del mercado de valores según el Principio 9 de IOSCO 112
Transparencia vs Confidencialidad en la regulación del mercado de valores 113
Un nuevo modelo para la gestión pública 115
¡Sin duda es la cultura! 119
De escándalos y reformas 122
Estrellamar y la Ley de Valores 124

CAPÍTULO SEGUNDO

FUNCIONAMIENTO, CONTRATACIÓN Y COMPETENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES

¿Qué tan importante es para el país el desarrollo del mercado de valores?, ¿Cuáles son las ventajas para una empresa en ser pública?, ¿Cuál es el rol de los contadores en el mercado de valores? 128
¿Cómo lo beneficia a usted el mercado de valores? 132
Los fideicomisos como garantía alterna en lugar de la hipoteca 134
OPA 176
La cotización pública de acciones, sus ventajas para las empresas y la comunidad 182
Régimen de tenencia indirecta de valores en la legislación de valores panameña 186
Aportes del mercado de valores 188
El contrato de prenda de valores sujetos al régimen de tenencia indirecta en Panamá 191
Institution Building – Desarrollo de capacidad interna para tratar con tendencias en mercado de valores emergentes 203
Institution Building – Developing internal capacity to cover securities market trends in emerging securities markets 219
El uso del fideicomiso en el mercado de valores de Panamá 236
Bolsa de Valores Latinoamericana desde Panamá ¿Es posible? 241
¿Vender o Asesorar? 243
El riesgo país y sus consecuencias 245
Mercados de capitales: ¿Dónde estamos y adónde vamos? 248
La titularización ¿en qué consiste? 252
Las sociedades de inversión: una excelente alternativa 255
Securitization: the panamenian experience in a nutshell 258

CAPÍTULO TERCERO

PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS MERCADOS DE VALORES

Gobierno corporativo en Panamá: situación actual 264
Análisis de gobierno corporativo en empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores de Panamá (2005) 266
El gobierno corporativo y la prevención del delito de blanqueo de capitales 287
Gobierno corporativo en Panamá 290
La concepción de un buen modelo de gobierno corporativo para las empresas públicas 379
Gobierno corporativo en Panamá: pasado, presente y futuro 381
¿Porqué un buen gobierno corporativo para América Latina? 384
La reforma a la Caja del Seguro Social y el gobierno corporativo 389
El derecho corporativo panameño y las reformas tributarias 391

CAPÍTULO CUARTO
ASPECTOS PENALES Y CONCURSALES EN EL MERCADO DE VALORES

Insolvencias, quiebras y otras novedades 394
Las normas concursales en los mercados financieros 397
Los delincuentes de cuello blanco y el delito económico 399
Breve reseña de los delitos bursátiles 402
Análisis de algunos aspectos procesales relacionados con los delitos financieros 405
La Ley de delitos financieros y sus implicaciones en el mercado de valores 416

CAPÍTULO QUINTO

LA INVERSIÓN COLECTIVA
(SOCIEDADES Y ADMINISTRADORAS DE INVERSIÓN)

Las sociedades de inversión en el mercado de valores 420
Una nueva regulación para administradores de inversión 422
Las sociedades de inversión registradas en la República de Panamá (características generales) 424
Comercialización de fondos o sociedades de inversión constituidos y administrados en el exterior 426
El ejecutivo principal administrador de inversiones 428

CAPÍTULO SEXTO

FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS
(REGULADOS POR LA LEY 10 DE 16 DE ABRIL DE 1993)

La CNV como ente regulador del ahorro previsional privado 431
Nueva reglamentación en materia de fondos de jubilación privados 433
Fondos de pensiones privados en Panamá 438

CAPÍTULO SEPTIMO

ASPECTOS FISCALES, CONTABLES Y DE AUDITORIA EN LOS MERCADOS DE VALORES

Cuando 2+2 dejó de ser 4: La necesidad de regresar a los principios básicos 442
Las normas internacionales de información financiera en Panamá 445
Cápsula contable para el inversionista 447
Las reformas fiscales y tributarias y el mercado de valores 450
El futuro ineludible de la auditoría. Un enfoque regulatorio 452

CAPÍTULO OCTAVO
PROTECCIÓN Y EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA, LICENCIAS Y PROCEDIMIENTOS

¿Quién puede invertir en el mercado de valores?	457
Lo que se debe considerar al tomar la decisión de invertir en acciones	458
Tipos de exámenes que administra la CNV ¿Artículo 49, Decreto Ley 1 de 1999 – Ley de Valores?	460
Identificación adecuada del cliente	462
Clases de acciones comunes y preferidas	463
Procedimiento para solicitar licencia de corredor de valores, analista o ejecutivo principal	465
La necesidad de educación financiera	467
Educación continua y salvamento de voto	471
Importancia de la protección al inversionista en el mercado de valores	474
Las normas de conducta y los clientes en las casas de valores	487
Cifras para el primer semestre de 2005	495

PROLOGO

La obra que el lector tiene en sus manos es el resultado de la compilación de trabajos relativos a la regulación y la supervisión del mercado de valores en Panamá que han sido escritos por diversos autores a lo largo de los últimos 7 años.

La mayor parte de los autores son funcionarios de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV), algunos autores son ex funcionarios de la CNV y otros son profesionales privados que han escrito sobre el mercado de valores en Panamá y su regulación y supervisión.

La obra colectiva surge como una respuesta a la imperiosa necesidad de dejar constancia en una sola obra de los esfuerzos individuales que durante varios años han realizado muchas personas que han aportado su conocimiento y dedicación en materia de regulación y supervisión del mercado de valores en Panamá.

Con esta contribución de unos cuantos se beneficiarán, sin duda, muchos ya que la obra colectiva- de distribución gratuita por la CNV- podrá ser consultada por estudiantes, profesores, profesionales y reguladores y supervisores, y en general por todo inversionista.

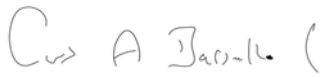
Se logra así al fiel cumplimiento de la primera atribución legal de la Comisión Nacional de Valores (CNV) que es fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá. La CNV considera que estas condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá pasan, ineludiblemente, por la existencia de un inversionista educado y mejor informado y por la existencia de un mercado bien regulado y debidamente supervisado para la obtención así de la indispensable confianza para que se desarrolle la inversión en el mercado de valores.

Con este trabajo colectivo se deja clara evidencia y constancia de algunos de los principales temas que han acaparado la atención, dedicación y estudio en los últimos años de un número de personas relacionadas todas de forma importante, aun cuando desde distintas posiciones y perspectivas, con el mercado de valores en Panamá.

El lector encontrará temas relacionados con la regulación y supervisión del mercado de valores, el funcionamiento, contratación y competencia, las prácticas de gobierno corporativo, los aspectos penales en el mercado de valores, la inversión colectiva, los fondos de pensiones privados y la protección y educación al inversionista, entre otros.

Esperamos que éste sea el primer tomo de una obra de muchos y que sirva de inspiración a otras personas que, sin duda, tienen mucho que aportar con sus conocimientos y estudios al desarrollo de la regulación y supervisión del mercado de valores en Panamá.

A todos los autores, muchas gracias por su desinteresada colaboración. Agradecemos igualmente la colaboración activa y entusiasta de la Unidad de Educación al Inversionista (UEI) por intermedio de Cristina Vence y de la Dirección Nacional de Administración de la CNV por intermedio de Yanela Yanisselly, Celiana Bravo y Leonilda Portabales.



Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Comisión Nacional de Valores (1999-2003) (2004-)
Comisionado Presidente (2000-2004)
Comisionado Vicepresidente (2005-)
Panamá, Diciembre 2005.

COMISION NACIONAL DE VALORES
MIEMBROS CNV

COMISIONADOS

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Presidente

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente

Yolanda G. Real S.
Comisionada a.i.

Christina de Arjona
Asistente de Comisionados

DIRECCIÓN NACIONAL DE ASESORÍA LEGAL

Rosaura González Marcos
Directora Nacional de Asesoría Legal

Zaida Llerena
Asesora Legal

Jorge Alexander Olivardía
Asesor Legal

Cristina Vence C.
Asesora Legal

Francisco Patiño
Asistente Legal

DIRECCIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES Y FISCALIZACIÓN

Ana Isabel Díaz V.
Directora Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización

Doris de Núñez
Oficial de Inspección y Análisis

Sandra Collado de Zubieta
Oficial de Inspección y Análisis

Marlon Rivera
Oficial de Inspección y Análisis

Alina Lyma Young de Montemayor
Oficial de Inspección y Análisis

Minerva de Martínez
Oficial de Inspección y Análisis

Jonathan Chang
Asistente de Oficial de Inspección y Análisis

DIRECCIÓN NACIONAL DE REGISTRO DE VALORES E INFORMES DE EMISORES

Yolanda G. Real S.
Directora Nacional de Registro de Valores

Galina Chávez
Oficial de Inspección y Análisis

Jorge Navarro
Oficial de Inspección y Análisis

Carmen Hernández
Oficial Asistente de Inspección y Análisis

DIRECCION NACIONAL DE ADMINISTRACIÓN

Yanela Yanisselly R.
Directora Nacional de Administración

Celia Ana Bravo
Asesora Legal

Ana Gisela Taylor
Jefe de Contabilidad

Leonilda Portabales V.
Jefa de Compras

Tania de Yanis
Asistente de Contabilidad

Mariela Villa
Asistente de Administración

Edeika González
Asistente de Administración

Jackeline Lay de Arosemena
Recepcionista

Diógenes Sánchez
Trabajador Manual I

Bernardino González
Trabajador Manual II

UNIDAD DE GESTION DE INFORMACIÓN Y TECNOLOGÍA

Ernesto Rivera P.
Jefe de la Unidad de Tecnología

Berta Hislop
Jefe de la Unidad de Gestión de Información

Gisela González
Asistente de la Unidad de Gestión de Información

Kenya Gudiño
Asistente de la Unidad de Gestión de Información

UNIDAD TÉCNICA DE PENSIONES

Neibys Quintero de Holguín
Jefa de la Unidad Técnica de Pensiones

UNIDAD DE EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA

Cristina Vence C.
Oficial de Educación al Inversionista

AUTORES
(En orden alfabético)

Francisco Arias G.
B.A. en Economía de Ohio Wesleyan University (Cum Laude,1986)
J.D. de Georgetown University Law Center (1989).
Socio de Arias, Fábrega & Fábrega
Fue asociado en Kronish Lieb Wiener & Helman, Nueva York
Idóneo para practicar el derecho en Panamá y también se juramentó en el Estado de Nueva York

Carlos A. Barsallo P.
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas Universidad de Panamá
Master of Laws (LLM) Universidad de Pennslyvania, Estados Unidos
Diplome Superior Universitaire Derecho Comercial Universidad de Paris II, Francia
Doctor en Derecho, Derecho Mercantil, Universidad Complutense Madrid, España
Comisionado Comisión Nacional de Valores (1999-2003) (2004-2008) Comisionado Presidente (2000-2004)
Comisionado Vicepresidente Comisión Nacional de Valores (2005 - 2006)

Juan Luis Blanco
Licenciado en derecho y ciencias políticas Universidad Católica Santa Maria La Antigua
Master en Asesoría Legal en Finanzas y Derecho de los Mercados Financieros (Banca, Bolsa y Seguros) Universidad Pontifica de Comillas de Madrid. Instituto de Postgrado y Formación Continúa ICAI-ICAD, España
Master in Business Administration en e-Business Universidad Pontificia de Comillas de Madrid. Instituto de Postgrado y Formación Continúa ICAI-ICAD, España
Grupo Escuela de Postgrado Madrid España Director de Relaciones Internacionales
Socio Fundador Blanco, Ureña y Asociados.

Celiana Bravo
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas. Universidad Católica Santa Maria La Antigua
Postgrado en Derecho Comercial. Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología.
Maestría en Derecho Empresarial. Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología
Asesora Legal, Comisión Nacional de Valores

Jonathan H. Chang M.
Licenciado en Economía, Universidad Autónoma de Chiriquí
Asistente de OIA de la Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización

Galina Marjorie Chávez Pimentel
Licenciada en Finanzas
Maestría Ejecutiva en Dirección Empresarial
Oficial de Inspección y Análisis de la Dirección Nacional de Registro de Valores e Informes de Emisores

Sandra Collado de Zubieta
Oficial de Inspección y Análisis de la Dirección
Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización

Delia De Castro
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas egresada de la Universidad de Panamá.
Estudios completos de Maestría en Ciencias Penales de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá.
Fiscal de Circuito (encargada) de la Fiscalía Decimocuarta de Circuito, especializada en Delitos Financieros.
Asistente de Fiscal de la Fiscalía Decimocuarta de Circuito, especializada en Delitos Financieros.
Participante del curso la "Ley concursal y en especial su impacto sobre los Delitos Económicos", Centro de Estudios Jurídicos de Madrid, España.

Rolando J. de León de Alba
Licenciado en Relaciones Internacionales con Énfasis en Economía
Maestría en Administración de Empresas con Especialidad en Gerencia Estratégica
Tesorero del Banco Nacional de Panamá y Administrador del
Fondo Fiduciario para el Desarrollo
Comisionado Presidente de la Comisión Nacional de Valores

Ana Isabel Díaz
Abogada
Especialista en Derecho Comercial
Ex – asesora legal de la Superintendencia de Bancos
Directora de Mercados de Valores y Fiscalización

Rosaura González Marcos
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas
Post Grado en Alta Gerencia
Maestría en Administración de Empresas – MBA
Ex Sub Directora y Directora de Asesoría Legal del Ministerio de Comercio e Industrias.
Ex Asesora Legal del Consejo de Administración del SIACAP
Ex Directora Nacional de Fiscalización y Auditoria CNV
Directora Nacional de Asesoría Legal de la CNV

Zaida H. Llerena S.
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá y en Administración de Empresas con énfasis en Banca y Finanzas de la Universidad Latina de Panamá
Postgrado en Docencia Superior de la Universidad Latina de Panamá
Maestría en Administración de Empresas del INCAE y en Dirección y Gestión de Sistemas de Seguridad Social de la Universidad de Alcalá de Henares en conjunto con la Organización Iberoamericana de Seguridad Social
Candidata a Doctorado en Derecho de la Universidad Nacional de Rosario
Asesora Legal de la Comisión Nacional de Valores

Alina Lyma Young de Montemayor
Licenciatura en Finanzas
Post-Grado en Alta Gerencia
Maestría en Administración de Negocios con Énfasis en Mercadeo
Oficial de Inspección y Análisis de la Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización, CNV.

Oliver Muñoz Esquivel
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas, Universidad de Panamá
Master of Laws in International Trade Law (LL.M), University of Arizona
Especialista en Análisis Bursátil, Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), centro adscrito a la Universidad Complutense de Madrid
Ex- Asesor Legal de la Comisión Nacional de Valores
Asesor Legal de Quijano & Asociados

Jorge Navarro
Licenciado en Economía
Universidad de Panamá
Oficial de Inspección y Análisis ´
Dirección Nacional de Registro de Valores
E Informes de Emisores

Jorge Alexander Olivardía
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas por la Universidad Católica Santa María La Antigua
Diplomado en Finanzas por la Universidad de La Sabana, Bogotá, Colombia.
Estudios Avances en Derecho Mercantil por la Universidad de Salamanca.
Master en Derecho de Empresas por la Universidad Pompeu Fabra, Barcelona, España.
Doctorando por la Universidad de Salamanca, España.

Maruquel Pabón de Ramírez
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas, Universidad Nacional de Panamá
LLM en Derecho Comercial e Internacional, Washington College of Law, American University, Washington, D.C.
Alfaro, Ferrer, Ramírez & Alemán (Asociada y Socia 1987-1994)
Ex Gerente de Progreso Mercado De Capitales, Ex Gerente del Grupo Financiero BDF
Management Science for Development
Coordinadora del Proyecto de Administración de Justicia de la USAID, conjuntamente con la Procuraduría General de la Nación, Corte Suprema de Justicia, PTJ y Policía Nacional.
Comisionada de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (2003-2004)
Secretaria de la Junta Directiva del Banco Nacional de Panamá

William Parodi Pugliese
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas **(**Universidad de Panamá**).**
Master en Derecho de los Mercados Financieros **(**Universidad Pontificia de Comillas**,** Madrid España).
Fiscal de Circuito, Asistente de Fiscal en Fiscalía especializada en delitos financieros, Secretario Judicial en Fiscalía especializada en delitos financieros.
Abogado de la Procuraduría General de la Nación.

Francisco Pérez Ferreira
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas, Universidad de Panamá
Master of Laws (LLM), con Especialización en Derecho Financiero,
Chicago Kent College of Law, Illinois Institute of Technology, Estados Unidos de América
Socio de la firma WATSON & ASSOCIATES

Neibys Quintero de Holguín
Licenciada en Contabilidad de la USMA
Maestría en Administración de Empresas de INCAE
Ex Gerente de Inversiones de una Administradora de Fondos de Pensiones
Jefe de la Unidad Técnica de Pensiones de la CNV (2004 – al presente)

Marelissa Quintero de Stanziola
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas – USMA
Master in International Law and Business (LL.M) Stetson University College of Law.
Ex-Consultora del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) dentro de la consultoría *"Plan de Reforzamiento de la Comisión Nacional de Valores"*
Ex – Asesora Legal de la Comisión Nacional de Valores.
Asesora Legal de MMG Bank, Grupo Morgan & Morgan.

Priscila Ramírez Mirabal
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas
Maestría en Administración de Empresas con énfasis en Banca y Finanzas

Oficial de Inspección y Análisis / Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización
Oficial de Educación al Inversionista / Unidad de Educación al Inversionista
Comisión Nacional de Valores

Yolanda G. Real S.
Licenciatura en Administración de Empresas. Universidad Nacional de Panamá
Licenciatura en Derecho y Ciencias Políticas. Universidad Interamericana de Educación a Distancia de Panamá (UNIEDPA).
Ex Directora Nacional de Mercado de Valores e Intermediarios de Valores. Ex Directora Nacional de Administración. Ex Directora de Empresas Financieras y Ex Directora Ejecutiva de la Comisión Nacional de Valores
Directora Nacional de Registro de Valores desde agosto de 2003.

César Elías Sanjur Araúz
Estudiante graduando de Derecho, Facultad de Derecho y Ciencias Políticas, Universidad de Panamá. Tema de Tesis: "El deber de revelación y transparencia en la legislación de valores de Panamá"
Asistente legal y encargado de investigaciones jurídicas en firmas de abogados como Shirley & Asociados, Arosemena Noriega & Contreras, Rubio Alvarez Solís & Delgado y como asistente legal en la firma de auditores KPMG Peat Marwick.
Realizó un análisis sobre el gobierno corporativo en Panamá para la CNV en el año 2005.
Actualmente trabajando en Rhino International

Sonia Selles de Díaz
Licenciada en Contabilidad
Post Grado en Contabilidad, con Especialización de Contraloría y Post Grado en Auditoria
Candidata a Maestría en Auditoria con Especialización en Auditoria Forense.
Gerente Ejecutiva de Auditoria en el Banco Hipotecario

Cristina M. Vence C.
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá
Candidata a Maestría en Derecho Mercantil, Universidad Santa María La Antigua
Asesora Legal de la Comisión Nacional de Valores
Oficial de Educación al Inversionista-Unidad de Educación al Inversionista (CNV)

CAPÍTULO PRIMERO

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

DEL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO PARA LA ADOPCIÓN DE ACUERDOS

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

La nueva legislación que crea la Comisión Nacional de Valores (en adelante la Comisión) y regula el mercado de valores en Panamá contiene importantes artículos que sientan las reglas de cómo debe proceder la Comisión a la hora de adoptar o reformar un acuerdo o recomendar al Órgano Ejecutivo la adopción de una reforma o revocación de un Decreto Ejecutivo que reglamente la legislación de valores.

El procedimiento se inicia por la obligatoria publicación de un aviso convocando a un proceso de consulta pública en dos (2) diarios de circulación nacional con no menos de quince (15) días de antelación de la fecha en que se propone adoptar el acuerdo o hacer la recomendación al Órgano Ejecutivo.

Es necesario que el aviso se envíe dentro del plazo antes señalado a las organizaciones autorreguladas registradas en la Comisión. Estas organizaciones autorreguladas se definen como toda bolsa de valores o central de valores. Para efectos prácticos en Panamá solo existen dos organizaciones autorreguladas y son la Bolsa de Valores de Panamá S.A. y la Central Latinoamérica de Valores S.A.

De acuerdo a la legislación vigente el contenido del anuncio debe incluir como mínimo los siguientes cuatro puntos que exponemos a continuación:

Una declaración general de la naturaleza de la acción que se contempla adoptar, un resumen de los principales términos de dicha acción y una explicación de las razones que motivan dicha acción.

El fundamento legal en que se basa la acción que se contempla adoptar.

Una indicación de que cualquier persona interesada podrá obtener una copia del texto de la acción propuesta en la Comisión, al costo.

El nombre y la dirección del funcionario de la Comisión a quien se deban enviar los comentarios, el plazo dentro del cual éstos serán recibidos (que no debe ser menor de quince (15) días a partir de la publicación del aviso) y la fecha, la hora y el lugar en que se celebrará una audiencia pública para la consideración de la acción propuesta, en aquellos casos en que la Comisión considere apropiada la celebración de tal audiencia.

Este sistema de adopción de acuerdos es un ejemplo de participación ciudadana y de democracia. Sirve también para recordar al regulador que éste no tiene el monopolio de la verdad, ni la solución a todos los problemas que requieren su atención y que es necesario y conveniente la consulta permanente con los regulados y la ciudadanía en general, antes de adoptar cualquier medida que regule el mercado.

Con los regulados la consulta es necesaria en virtud que nadie mejor que ellos, que están en el día a día de su negocio, conocen los aspectos prácticos y operativos y las consecuencias que puede tener una medida de regulación.

Con la ciudadanía, es decir cualquier persona o inversionista actual o potencial, la consulta es conveniente para hacerla partícipe de reglas que de alguna manera y aun cuando no sea evidente pueden afectarlos directa o indirectamente.

La nueva legislación de valores es fundamentalmente una legislación marco. La mayor parte de sus normas señalan que el desarrollo concreto de un procedimiento será determinado por la Comisión mediante la adopción de acuerdos. Para poder adoptar un acuerdo la Comisión debe tener el fundamento legal para actuar. En el sistema legal panameño el tema guarda mayor importancia en virtud de que disposiciones constitucionales y la jurisprudencia de la Corte Suprema de Justicia son claras en señalar que la facultad reglamentaria reside exclusivamente en el Órgano Ejecutivo mediante la adopción de decreto ejecutivos.

Organismos tales como los entes reguladores, bancarios, de libre competencia y protección al consumidor y la Comisión Nacional de Valores son nuevas instituciones que, a juicio del suscrito, transcienden los límites establecidos por la Constitución Nacional a la hora de reglamentar la legislación. Sin duda es un tema que corresponde más a los constitucionalistas y que debe ser tomado muy en cuenta a la hora de cualquier posible reforma constitucional que modernice nuestro sistema. En la actualidad hay un divorcio entre la norma constitucional, si ésta se interpreta estrictamente, y la realidad operativa de numerosas e importantes instituciones indispensables en la modernización del país.

En la actualidad el sistema funciona de manera arcaica. El interesado debe acercarse a las oficinas de la CNV ubicadas en el Edificio Bay Mall Oficina 206, Avenida Balboa, Ciudad de Panamá y obtener la copia respectiva a su costo. En un futuro no muy lejano (esperamos nosotros inmediato) los proyectos de acuerdo estarán a disposición de los interesados mediante el acceso a la página de Internet de la Comisión. Esto último hará sin duda mucho más cómoda su consulta y debe incrementar la participación ciudadana. Debe recordarse que la idea de divulgación de documentos no sólo busca que el

documento esté disponible sino hacerlo de fácil acceso de la forma más eficiente y rápida a cualquier persona interesada.

El uso del Internet es un importante avance aun cuando se debe tener muy presente que la penetración de dicho instrumento puede ser engañosa. En el ámbito de los regulados profesionales (casas de valores, corredores etc.) puede que la penetración sea altísima pero la consulta está abierta a toda la ciudadanía, universo en el cual la penetración del Internet en nuestro país baja notablemente. En todo caso, las copias están siempre disponibles de manera que toda persona pueda participar que es la intención de la norma y la aspiración de la Comisión.

El plazo mínimo para enviar los comentarios no debe ser menor de quince (15) días. Al no disponer nada la norma deben entenderse que son días calendarios. Para efectos prácticos la Comisión en ocasiones ha tomado en cuenta otros factores como la época del año en la cual se formula la consulta (por ejemplo días feriados etc.) y aumenta el plazo mínimo para recibir comentarios. La norma no especifica a qué publicación del aviso se hace referencia para el cómputo del plazo. Tratándose de la publicación de un aviso en dos diarios de circulación nacional puede entenderse que el aviso puede ser publicado un día en diario y otro día distinto en otro diario. Lo correcto, a juicio del suscrito, es que el aviso sea publicado el mismo día en dos diarios diferentes.

Con relación a la información sobre la celebración de una audiencia, la Comisión ha adoptado una práctica que en mi opinión puede y debe ser revisada. La misma consiste en que no se anuncia en el aviso de consulta la celebración de una audiencia pública para la consideración de la acción propuesta. La práctica actual consiste en esperar recibir los comentarios del público. En caso de existir numerosos comentarios se procede a celebrar una audiencia pública. Con este procedimiento se requiere entonces una nueva publicación anunciando la celebración de la audiencia pública.

En realidad la norma deja a la determinación de la Comisión la celebración de la audiencia, sin embargo esta determinación se debe hacer al momento de publicar el aviso de consulta pública y debe basarse en la importancia de la acción a tomar y no en las respuestas o comentarios que se reciban del público o si éstos son numerosos o no.

La nota a destacar es que de las más de dos docenas de acuerdos adoptados por la Comisión hasta la fecha sólo se han celebrado 3 audiencias públicas. Lo anterior obedece a la escasa participación ciudadana en el proceso de consulta pública. Se reciben muy pocos comentarios del público lo cual es lamentable y es en gran medida el motivador para la redacción de este artículo.

Las razones para la baja participación pueden ser diversas. No habiéndose efectuado una encuesta entre los regulados sólo podemos especular las motivaciones para la escasa participación ciudadana. Cabe destacar, en mi opinión, la falta de conocimiento de este procedimiento; la idiosincrasia del ciudadano panameño que no está acostumbrado a participar en este tipo de procesos; la errada percepción que la consulta se dirige sólo a expertos o interesados directamente en el tema cuando en realidad es una consulta abierta a todo el público; la falta de grupos organizados de protección al inversionista y la falta de participación de grupos organizados de protección de los intereses de los intermediarios; la falta de académicos que participen en el proceso; la creencia de que los comentarios que se envíen no serán tomados en cuenta y que se trata solamente de un proceso formal para cumplir con un requisito.

En menor grado ubicaríamos el potencial temor de que el regulador no sepa aceptar las criticas a su propuesta y que al sentirse ofendido tome medidas de represalia contra los que hacen comentarios. Este último factor es mencionado en los casos de otros mercados emergentes en los cuales se está introduciendo este procedimiento de consulta pública. Debemos indicar que en el caso panameño dicho factor no debe tener la menor incidencia ya que podemos afirmar categóricamente que todo comentario o crítica a un proyecto preparado por la Comisión es recibido como un aporte a mejorar la regulación y es además muy agradecido y tomado en consideración.

Con relación a la toma en consideración de los comentarios de la ciudadanía, las normas reguladoras establecen específicamente este derecho al señalar que toda persona interesada puede presentar a la Comisión por escrito comentarios, memorandos y propuestas sobre la acción que Comisión contempla adoptar y tiene derecho a ser oída en audiencia publica en caso de que la Comisión decida celebrar una.

Cumplido el plazo para la presentación de comentarios y luego de dar la debida consideración a los comentarios recibidos, la Comisión podrá adoptar la acción contemplada, con aquellas modificaciones que considere apropiadas, siempre que la acción que se adopte no sea significativamente distinta ni imponga mas restricciones que las que contemplaba la acción sometida a consulta publica. Si aquélla viene a ser significativamente distinta o a imponer mas restricciones, la Comisión deberá volver a someter la acción al proceso de consulta pública.

Sobre este punto es importante resaltar que los comentarios enviados son ampliamente tenidos en cuenta y muy agradecidos pues ayudan a mejorar las normas. La Comisión reconoce no tener el monopolio de la verdad, ni las respuestas a todas las preguntas, por ello cree en el proceso de consulta que permite adoptar normas en las cuales los propios

regulados han participado pudiendo entenderse que la aceptación a su cumplimento voluntario será por ende mayor. Es un proceso más eficiente para regular el mercado.

Otros entes reguladores de reciente creación tienen procedimientos de consulta pública, entendemos que es el caso, por ejemplo, de la Autoridad Nacional del Ambiente y el Ente Regulador de los servicios públicos. Otros sin tenerlo de manera formal u obligatoria lo practican de manera regular.

Lo más importante a destacar es que no se trata de una consulta limitada a los que se pueden considerar son los interesados en la norma a aprobar sino a toda la ciudadanía. El sistema no es perfecto pero es, a juicio del suscrito, un buen método de regular. Es democrático, participativo e inteligente. Sirve para crear un sano balance a los amplios poderes del regulador. No se trata de una actitud bondadosa de la Comisión sino de su obligación legal y el derecho de los ciudadanos. Es conveniente recordar que la Comisión como ente regulador del mercado de valores existe desde el año 1970. Son numerosas las resoluciones aprobadas desde entonces. No obstante antes de 1999 no había ninguna norma que señalara el proceso de consulta pública a la hora de adoptar las regulaciones.

Puede pensarse que el procedimiento aquí explicado es un procedimiento que hace de la adopción de acuerdos un proceso lento y poco ágil. Opino todo lo contrario. Sin duda representa la dedicación de mayor tiempo y recursos, pero considero que vale la pena con creces por los beneficios que conlleva.

Para beneficio del ciudadano, la Comisión forma un expediente de acceso público con los proyectos de acuerdo, copias de los avisos, los comentarios que se reciben (de esta manera el ciudadano puede saber qué opinan otras personas o grupos, las razones para apoyar una medida o para oponerse), de ser el caso, las actas de la celebración de las audiencias públicas y finalmente el acuerdo adoptado el cual debe ser publicado en la Gaceta Oficial para conocimiento de todo el público. Por ahora el expediente es físico y debe ser consultado en las oficinas de la Comisión. En un futuro cercano el expediente podrá consultarse en Internet.

Uno de los principios internacionales de regulación en materia de valores hace énfasis en el derecho del ciudadano a participar en la elaboración de las reglas que lo rigen así, como a conocer el texto de las mismas. La Comisión cumple y practica ampliamente este principio.

Existe una importante excepción a la regla y consiste en que la Comisión podrá adoptar acuerdos en situaciones de urgencia que impliquen un peligro para el público inversionista, y que requieran acción inmediata, sin tener que cumplir con lo dispuesto en el procedimiento de consulta pública. En dicho caso, la Comisión podrá adoptar

únicamente aquellos acuerdos que sean necesarios para prevenir, evitar o minimizar dicho peligro.

Después de dictar un acuerdo con arreglo a este artículo, la Comisión someterá el acuerdo adoptado al proceso de consulta pública.

Considero que se debe ser muy cuidadoso al recurrir a esta excepción ya que el criterio fijado es elevado. Debe existir un peligro para el público inversionista y se debe requerir acción inmediata. Considero que la Comisión no debe utilizar este procedimiento como regla general.

Por último, la norma debe ser más precisa en cuanto al plazo para someter a consulta los acuerdos adoptados por urgencia. Al no indicarse nada concreto el llamado a consulta pública puede dilatarse en el tiempo lo cual puede desvirtuar las bondades del proceso.

Otra importante excepción es la que señala que las disposiciones del procedimiento de adopción de acuerdos no son aplicables a las acciones que concedan una exención o eliminen una restricción, ni a las opiniones que dicte la Comisión sobre el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y sus reglamentos.

Nota: Las opiniones reflejadas en este artículo corresponden exclusivamente a su autor y no comprometen ni representan la posición de la Comisión Nacional de Valores de Panamá, ni de los funcionarios que laboran en dicha dependencia. Publicado en El panamá América y en martes Financiero Junio 2001.

LA SOLICITUD DE PODERES DE VOTO, AUTORIZACIONES Y CONSENTIMIENTOS: DERECHO DE LOS ACCIONISTAS DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS

(*)Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores de Panamá

En Panamá existen 30 empresas que son compañías públicas, es decir, cotizan sus acciones en la bolsa de valores. Estas empresas se supone tienen una capitalización de mercado de US$2 mil 749 millones de dólares lo que representa el 27% del producto interno bruto del país, destacándose estos números en Centroamérica y el Caribe. Cualquier persona que desee adquirir acciones en estas compañías debe poder hacerlo y es del interés del país que esto sea posible y que su número aumente.

El manejo de la empresa pública no es fácil, ni barato, ya que representa toda una logística administrativa de relaciones con los accionistas. Algunas empresas, como fue el caso de AT&T, pueden llegar a tener más de 1,300 millones de acciones comunes en manos de 2.400.000 millones de accionistas. En Panamá algunas empresas pueden tener cientos de accionistas y unas, muy pocas, miles.

En los países con mercados avanzados, la mayoría de los accionistas, los dueños, toman las decisiones o votan por *proxy* o poder, que no es más que una especie de volante de votación en ausencia que reciben justo antes de la asamblea anual. Obviamente tienen la opción de asistir personalmente y votar en persona.

Lo que recibe el accionista por correo incluye un *proxy statement*. Es un documento legalista que presenta información de los cambios planeados en la administración de la compañía que requieren la aprobación de los accionistas. Por ley, debe incluir las propuestas de los accionistas, aun si las mismas son contrarias a la política de la compañía. Se identifican las personas nominadas para la junta directiva (quiénes son y quién las nomina) y se listan los accionistas mayoritarios. Se requiere que se establezca un cuadro con la compensación total de los 5 principales ejecutivos y se debe reportar sobre el comportamiento de las acciones en relación con compañías de la misma industria. Los accionistas pueden apoyar las propuestas de los directores, votar en contra o abstenerse.

Por años la administración tradicional de las empresas asumió el apoyo incondicional de los accionistas. Hoy en día, se observa una creciente participación de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, sociedades de inversión, compañías de seguros etc.), en un rol de accionistas minoritarios, pero que tienen una sofisticación y conocimiento de

la materia superior al inversionista promedio, lo que ha hecho evidente para las administraciones que se debe escuchar cuidadosamente a todos los accionistas por igual.

El mercado panameño se encuentra dominado por inversionistas nacionales y la práctica común es que estas empresas tienen sus reuniones anuales de accionistas físicamente en un local de la ciudad de Panamá. Generalmente, en el mes de marzo las compañías públicas celebran asambleas de accionistas. En estas asambleas entre los temas a tratar están la aprobación de los estados financieros anuales y en ocasiones la elección de directores. A dicha reunión tienen derecho a asistir los accionistas con derecho a voto, y de no poder o querer asistir, el accionista tiene derecho a hacerse representar por mandatario.

Existe una tendencia, mundial o universal, a la apatía por parte de los accionistas minoritarios quienes consideran que su presencia o participación en las reuniones se vuelve irrelevante ya que las decisiones están previamente acordadas por la mayoría. En gran parte de las empresas públicas panameñas, la mayoría controladora se encuentra en manos de unas pocas personas, generalmente, miembros de una misma familia o grupo familiar.

Todo accionista debe tener el derecho a ser informado sobre la celebración de la reunión, a conocer los temas concretos que se van a tratar, a recibir toda la documentación que le permita tomar una decisión, a hacer propuestas, inclusive contrarias a las de la administración y a cuestionar a la administración.

En el derecho panameño los artículos 91 a 93 del Decreto Ley 1 de 1999 reconocen la figura del proxy. La figura fue desarrollada mediante los Acuerdos 5-00 y 16-00 dictados por la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Estos acuerdos fueron declarados inconstitucionales por el fallo de la Corte Suprema de Justicia de fecha 24 de mayo de 2002 producto de la advertencia de inconstitucionalidad interpuesta por Ricardo Alberto Arias dentro de investigación, ordenada mediante Resolución No.112-01 de 16 de abril de 2001, que llevaba a cabo la CNV ante quejas por posible violaciones a los acuerdos sobre solicitud de poderes voto.

El caso cobró inusual e inevitable notoriedad por involucrar el control de la directiva de un conocido medio de comunicación escrito (LA PRENSA) cuya base accionaria se encuentra-de forma digna de imitar-bastante diluida, es decir, en manos de un número plural de accionistas.

En el fondo se trataba de un caso que es extremadamente común en otras latitudes. No obstante en Panamá, las partes involucradas y la novedad del tema en nuestro incipiente

mercado, tuvieron una incidencia innegable. Estos hechos extra jurídicos tuvieron, en mi opinión, un efecto importante en el desenlace del caso.

Hoy día, a raíz de lo anterior -coyuntural e intranscendente a nivel macro-, no hay en Panamá regulación desarrollada sobre las solicitudes de poderes de voto. La investigación concreta que se intentó efectuar terminó sin resultado (Resolución No.277-02 de 9 de julio de 2002) ya que la norma en la que se basaba fue declarada inconstitucional.

Un accionista de empresa pública panameña no tiene hoy día ningún derecho con relación a este tema, ni a hacer propuestas para someter a votación en una asamblea, ni a formular solicitudes de poderes de voto ya que no existe desarrollo de la norma legal que así lo contemple. Esto aleja la posibilidad de inversión internacional ya que es lógico suponer, que un inversionista internacional no querrá invertir en una empresa pública en un país donde no se asegure debidamente su derecho a la información y a la debida participación en la toma de decisiones de su empresa.

Como solución parcial, y forzada por las circunstancias en este tema, se ha solicitado al Órgano Ejecutivo que dicte el Decreto Ejecutivo reglamentario sobre esta materia. Lo anterior dado que la razón de la inconstitucionalidad de los acuerdos citados residía en un aspecto ajeno al tema de las solicitudes de poderes de voto. El problema residía en la facultad reglamentaria de la CNV. Este es un problema de vieja data y que amerita atención en eventuales reformas constitucionales, para generar mayor certeza de la actuación de los nuevos entes reguladores.

La solución parcial y temporal puede estar en la expedición de un decreto ejecutivo, como lo ha solicitado la CNV. No obstante, y como lo ha demostrado el caso que nos ocupa, tenemos que entender que no todo depende de las normas legales. Mucho depende de la voluntad de cambio y transparencia y la visión de futuro de las empresas públicas panameñas con relación a sus accionistas.

Hay que fomentar la participación y transparencia, no por razones meramente utópicas o moralistas. Está ampliamente comprobado que estas actitudes constituyen un muy buen negocio.

(*) Las posiciones reflejadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero. Marzo 2003.

LA JURISDICCIÓN RECONOCIDA EN EL MERCADO DE VALORES PANAMEÑO

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

LA JURISDICCIÓN RECONOCIDA

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 99 (D.L. 1/99) por el se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV) y se regula el mercado de valores en Panamá contempla la siguiente definición de jurisdicción reconocida:

Artículo 1: Definiciones. "Jurisdicción reconocida es toda jurisdicción que la Comisión reconozca que cuenta con leyes y reglamentos que, aunque no sean iguales a los nacionales, ofrecen en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional y que cuenta con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscalice adecuadamente el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos."

Este concepto es utilizado en los siguientes artículos del D.L. 1/99.

En el artículo 76 referente a Emisores extranjeros que lo encontramos dentro del Título sobre "Registro de valores para su oferta pública".

El artículo 76: Emisores extranjeros señala:

"Podrán registrarse en la Comisión valores de emisores constituidos de conformidad con las leyes de la República de Panamá o de un país extranjero. El registro de un valor de un emisor extranjero en la Comisión y su oferta pública en la República de Panamá no implicarán por sí solo que dicho emisor esté llevando a cabo negocios en la República de Panamá. Los emisores extranjeros deberán nombrar un apoderado en la República de Panamá con facultades suficientes para representarlos ante la Comisión y para recibir notificaciones administrativas y judiciales.

La Comisión podrá reconocer la validez de registros de valores hechos en ***jurisdicciones reconocidas*** y podrá permitir la oferta pública de dichos valores o su listado en bolsas de valores establecidas en la República de Panamá. La Comisión regulará mediante acuerdos el procedimiento de reconocimiento de dichos registros extranjeros, y determinará la información y los documentos que en estos casos deban ser presentados a la Comisión y enviados a los inversionistas."

El segundo artículo es el artículo 31 referente a la relación con casas de valores extranjeras.

Artículo 31: Relación con casas de valores extranjeras:

"Las casas de valores podrán mantener relaciones de corresponsalía con casas de valores extranjeras autorizadas para operar en ***jurisdicciones reconocidas*** por la Comisión con el objeto de negociar valores fuera de la República de Panamá a través de dichas casas de valores extranjeras. Las casas de valores que sean subsidiarias o sucursales de una casa de valores extranjera autorizada para operar en una jurisdicción reconocida podrán mantener dichas relaciones de corresponsalía inclusive con su propia casa matriz o con una afiliada. Las casas de valores deberán informar a la Comisión las relaciones de corresponsalía que establezcan, y deberán enviar a la Comisión copia de los acuerdos o arreglos pertinentes y sus reformas, de haberlas.

Los valores que se negocien a través de dichas relaciones de corresponsalía no se considerarán ofrecidos en la República de Panamá, siempre y cuando la casa de valores no ofrezca dichos valores a través de medios públicos de comunicación en la República de Panamá, no solicite activamente órdenes de compra o de venta en relación con dichos valores en la República de Panamá, informe a los inversionistas que dichos valores no están registrados en la Comisión y la compraventa se perfeccione fuera de la República de Panamá.

No se considerará que las casas de valores extranjeras que mantengan relaciones de corresponsalía con casas de valores registradas en la Comisión estén llevando a cabo negocios en la República de Panamá por el solo hecho de mantener dicha relación.

La Comisión de valores podrá requerir a una casa de valores que termine cualquier relación con una casa de valores extranjera cuando estime que es en el interés del público inversionista."

A lo largo del D.L. 1/99 se utiliza, sin hacer referencia expresa a la denominación exacta de jurisdicción reconocida, en otros artículos, como por ejemplo el artículo 30: "Casas de valores extranjeras".

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

(1) Que estén organizadas o constituidas de conformidad con las leyes de un Estado extranjero o que su domicilio principal esté localizado fuera de la República de Panamá; o

(2) Que cuenten con una licencia otorgada por la autoridad competente en la jurisdicción donde se encuentre ubicado su domicilio principal, que le permita dedicarse al negocio de casa de valores en dicha jurisdicción.

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

ACUERDO CNV DE 11 DE 3 DE JULIO DE 2001 SOBRE JURISDICCIONES RECONOCIDAS.

Gracias a la existencia de la definición antes mencionada y a la facultad expresa que le otorga la legislación, la CNV ha dictado el Acuerdo 11 de 3 de julio de 2001 por el cual se establece un listado inicial de jurisdicciones reconocidas.

Para establecer este listado inicial de jurisdicciones reconocidas la CNV de Panamá, ha tomado como criterio técnico y objetivo el que la jurisdicción a ser reconocida pertenezca al Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores conocida por sus siglas IOSCO en idioma inglés.

La razón para utilizar este Comité como parámetro se fundamenta en que en el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores está compuesto, a juicio de la CNV, por las Comisiones de Valores que regulan los mercados de valores más grandes, desarrollados e internacionalizados del mundo y que ofrecen en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional y que cuentan con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscalice adecuadamente el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos.

De conformidad con el Acuerdo 11-2001 se acordó RECONOCER las jurisdicciones que se listan a continuación para los efectos de la definición contenida en el Artículo 1 del D.L. 1/99: Estados Unidos de Norteamérica Francia, España, Reino Unido, Japón, Suiza, Alemania, Suecia, Provincias de Québec y Ontario (Canadá), Hong Kong, Holanda, México, Australia e Italia.

La CNV de Panamá procederá a incluir en el listado inicial de jurisdicciones reconocidas a todas aquellas Comisiones de Valores ubicadas en jurisdicciones reconocidas que lleguen a formar parte del Comité Técnico de IOSCO. Igualmente se procederá a excluir a todas aquellas que dejen de formar parte del mencionado Comité Técnico.

La adopción del listado inicial de jurisdicciones reconocidas fue un paso adelante, pero unilateral, efectuado sin la pretensión de reciprocidad y que responde a un criterio práctico, de eficiencia y de mejor uso de los recursos de la CNV que normalmente son escasos y requieren su optimización.

La idea es evitar la duplicidad de trabajo administrativo al someter a rigores de registro completo a emisores que ya han sido sometidos en otras jurisdicciones que cumplen con las dos características fundamentales que contempla la legislación panameña para ser considerada una jurisdicción reconocida:

1. Cuentan con leyes y reglamentos que, aunque no sean iguales a los panameñas, ofrecen en general, a juicio de la Comisión, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual o mejor que el que ofrece la legislación panameña, y

2. Cuentan con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscalice adecuadamente el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos.

El listado inicial fue en cierta medida *fácil* de adoptar al hacer referencia a un marco de referencia concreto y aceptado de forma general como uno de los puntos de referencia internacionales a tener en consideración como lo es el Comité Técnico de la Organización internacional de Comisión de Valores.

Dado que el mandato a la CNV para reconocer una jurisdicción le requiere conocer las leyes y reglamentos de la jurisdicción a reconocer, así como las características y funcionamiento del ente regulador de dicha jurisdicción, la referencia al Comité técnico de IOSCO constituye, a juicio de la CNV de Panamá, una forma positiva y práctica de cumplir con este doble requisito.

La adopción del acuerdo, como la existencia misma del concepto de jurisdicción reconocida conlleva enormes implicaciones, sobre todo en materia de ciertas aceptaciones por parte del Estado y del ente regulador de valores que se pueden catalogar incluso en forma más tradicional de ciertas renuncias a funciones típicas ejercidas en el pasado.

Todas estas aceptaciones y renuncias responden, sin duda, a un interés superior que no es otro que facilitar en la realidad y la práctica el registro de valores para su oferta pública transfronteriza.

La posibilidad de adoptar esta filosofía o forma de ver las cosas se facilita, a nuestro juicio, por ciertas conductas históricas y típicas de la plaza panameña. Entre algunas de ellas y quizás la más importante: La completa libertad de que han disfrutado los panameños de invertir donde a bien lo tengan sin cortapisas ni restricciones, la inexistencia de controles cambiarios, ni prohibiciones en cuanto a cómo, dónde y cuándo debe invertir un panameño sus bienes.

La nueva CNV tiene como misión el registro de los valores para su oferta pública en Panamá y ejerce hoy su trabajo de forma eficaz y eficiente viéndose facilitada su labor al no pretender ponerle "cercas o puertas al campo", lo que es como se ha demostrado, al menos en el caso panameño, bastante ineficaz e ineficiente.

Al reconocer ciertas jurisdicciones y advertirlo así al público inversionista puede concentrar sus recursos y esfuerzos en el resto del universo de emisores u oferentes de otras jurisdicciones que deseen ofrecer valores a personas domiciliadas en Panamá y no en jurisdicciones donde existen leyes iguales o superiores a las panameñas en la materia de registro de valores y cuentan con un supervisor que ejecuta su labor en forma igual o superior al panameño.

EL CASO CONCRETO CON EL SALVADOR

La CNV de Panamá dictó el Acuerdo 3 de 20 de marzo de 2003 "Por el cual se declara a la República de El Salvador como jurisdicción reconocida para los efectos de la definición contenida en el artículo 1 del D.L. 1/99".

Diversas fueron las etapas y consideraciones tenidas en cuenta para la toma de esta decisión que representa, entre otros pasos importantes, el reconocimiento de la primera jurisdicción adicional al listado inicial contenido en el ya explicado Acuerdo 11 de 2001.

Entre estas consideraciones tenemos que la CNV de Panamá pudo observar de primera mano que al igual que su colega panameño, la Superintendencia de Valores de El Salvador, ambos miembros ordinarios de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, reconoce de forma digna de destacar la importancia del estudio e implementación de reglas modernas que permitan una amplia cooperación y efectiva supervisión de los mercados de valores.

El deseo de cooperación quedó ampliamente evidenciado desde los primeros contactos entre las autoridades de ambos reguladores del mercado y se concretó formalmente.

En efecto la CNV de Panamá y la Superintendencia de Valores de El Salvador suscribieron el 20 de septiembre de 2002, en El Salvador, un Memorando de Entendimiento con el propósito de establecer el marco jurídico integral para la asistencia y cooperación entre ambas entidades.

El referido Memorando de Entendimiento contempla un marco de colaboración entre los reguladores que permite la transmisión de información entre la CNV y Superintendencia salvadoreño sobre los hechos relevantes que afectan a las emisiones que sean admitidas a negociación en El Salvador y en Panamá, así como toda la información que sea pública en ambos países, de dichos valores.

La firma de este Memorando de Entendimiento fue, sin duda, un paso previo importante al reconocimiento de El Salvador como jurisdicción reconocida por parte de la CNV de Panamá.

Para declarar a la República de El Salvador como una jurisdicción reconocida, la CNV de Panamá realizó un estudio pormenorizado y una revisión completa de la situación de la regulación y supervisión del mercado de valores en El Salvador.

Como parte de los estudios y revisiones, la CNV de Panamá efectuó en septiembre de 2002, un viaje oficial a la República de El Salvador con una delegación conformada por funcionarios del más alto nivel jerárquico, encabezada por el Comisionado Presidente, para conocer e identificar in situ la situación del marco regulatorio del mercado de valores en dicho país.

Anteriormente en un visita protocolar el Comisionado Vicepresidente de la CNV de Panamá, acompañando a representantes de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. había viajado a El Salvador y visitado a los colegas reguladores salvadoreños, retornando a Panamá con una muy alta impresión del desempeño de este ente supervisor.

Por su parte la CNV de Panamá, recibió en noviembre de 2002, la visita oficial de representantes de la Superintendencia de Valores de El Salvador, encabezados por el Superintendente de Valores de El Salvador para ilustrar e informar personalmente in situ a los Comisionados y Directores de la CNV de Panamá sobre la regulación y supervisión del mercado de valores en El Salvador.

Dado lo anterior y luego de extensas sesiones de trabajo internas y facilitadas, sin duda, por los avances de la tecnología y llevadas a cabo entre la Superintendencia de Valores de El Salvador y la CNV de Panamá, que implicaron una revisión integral de las legislaciones regulatorias del mercado de valores de ambos países, se puso de manifiesto la

conveniencia, para el fortalecimiento del mercado de valores panameño, de declarar a la República de El Salvador como una jurisdicción reconocida.

Lo anterior, expuesto bajo la premisa de que al facilitar a los emisores salvadoreños el acudir al mercado panameño se ofrece a los inversionistas de la plaza panameña facilidades para la diversificación de sus portafolios e inversiones y al mismo tiempo se presenta la posibilidad de un trato recíproco que representa que se abran las puertas del mercado salvadoreño a los emisores de valores panameños.

En atención a los resultados obtenidos de los estudios y revisiones efectuadas y las visitas oficiales anteriormente indicadas, la CNV de Panamá llegó a la conclusión de que la Superintendencia de Valores de El Salvador ofrece en general, a juicio de la CNV, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto sustancialmente igual al que ofrece la legislación nacional, y que cuenta con un ente regulador que, a satisfacción de la Comisión, fiscaliza adecuadamente, dentro de sus facultades legales, el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos.

Sin duda jugó un papel preponderante en la decisión el hecho que la CNV de Panamá fue informada por la Superintendencia de Valores de El Salvador mediante carta de 12 de febrero de 2003, identificada como No. SCD-0164 que dicha Superintendencia estaba evaluando "homologar el mercado panameño para aquellos valores autorizados por la CNV de Panamá para ser ofrecidos públicamente, así como los valores emitidos por el Estado, para efectos que pudiesen ser negociados en El Salvador, previo cumplimiento de un procedimiento abreviado de registro."

Este trámite finalmente fue formalizado por la Superintendencia de Valores de El Salvador mediante Resolución RS-MV 3/2003 con fecha de emisión 25 de febrero de 2003,.

En el caso panameño es menester destacar que la adopción de todo acuerdo requiere el cumplimiento de un denominado procedimiento administrativo para la adopción de acuerdos que involucra un proceso obligatorio de consulta pública.

Este es un proceso muy positivo ya que ofrece a la CNV la ventaja de recibir comentarios del público en general antes de adoptar cualquier medida regulatoria.

El Acuerdo 3-2003 que reconoce a El Salvador como una jurisdicción reconocida no ha sido una excepción y fue sometido a los rigores del proceso de consulta pública, a que hace referencia el Título XV del D.L. 1/99, relativo al Procedimiento Administrativo para la Adopción de Acuerdos.

Cabe destacar que el sector privado fue igualmente instrumental en este proceso ya que en todo momento ha mantenido un interés por el buen fin del mismo y han mantenido una agenda paralela a los reguladores adelantando los aspecto operativos de las bolsas de valores, en conjunto con potenciales emisores que deseen llevar a la ejecutoria lo adoptado por los reguladores.

El resultado final de este proceso ha implicado oficialmente lo siguiente:

La CNV de Panamá mediante Acuerdo 3-2003 ha declarado a la República de El Salvador como jurisdicción reconocida para los efectos de la definición contenida en el Artículo 1 del D.L. 1/99.

El Acuerdo entró en vigencia a partir de su promulgación en Gaceta Oficial de Panamá el 4 de abril de 2003.

EL PROCEDIMIENTO

Como necesario complemento al tema de los Acuerdos 11-2002 y 3-2003, la CNV ha dictado el Acuerdo 8-2003 "Por el cual la Comisión Nacional de Valores adopta el procedimiento abreviado de registro de valores, ante la Comisión Nacional de Valores, que hayan sido previamente registrados o autorizados para su oferta pública, en una jurisdicción reconocida."

El Acuerdo 8-2003 tiene en cuenta la facultad legal que posee la CNV para establecer procedimientos y requisitos para el reconocimiento de registros extranjeros.

AMBITO DE APLICACIÓN

El procedimiento adoptado en el acuerdo comentado es de obligatorio cumplimiento para aquellas sociedades emisoras de valores, u oferentes de acuerdo a lo definido en el artículo 1 del D.L. 1/99, (y en adelante "el solicitante") que hayan sido previamente registrados o autorizados para su oferta pública por la entidad reguladora del mercado de valores de una jurisdicción reconocida, y que soliciten registro ante la CNV de Panamá.

SOLICITUD DE REGISTRO

Se establece que el solicitante deberá presentar ante la CNV una solicitud de registro, de acuerdo a lo señalado en el procedimiento contenido en el acuerdo, interpuesta por abogado idóneo en la República de Panamá.

DOCUMENTACIÓN Y FORMULARIO RV-JR

La solicitud de registro de valores ante la CNV que hayan sido previamente autorizados o registrados para su oferta pública por la entidad reguladora del mercado de valores de una jurisdicción reconocida, deberá contener al menos la información contenida en el Formulario RV-JR.

Con la solicitud de registro el solicitante deberá aportar la documentación que a continuación se detalla:

1. Poder debidamente conferido a abogado idóneo para el ejercicio de la profesión en la República de Panamá. El poder, al igual que la solicitud de registro, deberá contar con los timbres que exige la legislación fiscal.

2. Poder general de representación, debidamente aceptado, otorgado por el emisor u oferente a casas de valores, bancos con licencia general e internacional, compañías de seguro y reaseguros, asesores de inversión, administradoras de sociedades de inversión, abogados y firmas de abogados, contadores y firmas de contadores, empresas con licencia fiduciaria o cualquier otra persona que designe la solicitante.

El poder conferido para los propósitos de este procedimiento, deberá conferir al apoderado facultades amplias para representarlo ante la Comisión, así como de recibir notificaciones administrativas o judiciales.

3. Copia del documento expedido por la entidad reguladora del mercado de valores de la jurisdicción reconocida mediante la cual conste el registro o autorización de los valores para oferta pública en dicho territorio.

4. Copia del prospecto informativo, o documento de venta, así como contratos, declaraciones, y demás documentos contentivos de los derechos y obligaciones de la sociedad emisora de los valores, debidamente aprobado por el ente homólogo de la jurisdicción reconocida.

5. Copia del título, o macro título cuando aplique, representativo de los valores a registrarse.

6. Copia de los Estados Financieros Anuales Auditados del último período fiscal.

Todo documento que se presente ante la Comisión y no esté escrito en idioma español deberá estar acompañado de su correspondiente traducción al español hecha por un

intérprete público autorizado en la República de Panamá. La documentación que provenga del extranjero deberá haber cumplido el trámite consular o estar debidamente apostillada, según sea el caso.

Una vez el solicitante cumpla con lo dispuesto en el procedimiento contenido en el acuerdo, la CNV procederá a autorizar el registro de los valores para la oferta pública en Panamá.

RESPONSABILIDAD DE LA CNV

Acorde con lo establecido en el articulo 75 del D.L. 1/99, el registro de los valores ante la CNV no significa que la Comisión emita criterio positivo sobre los valores, el emisor o los negocios en que éste se desempeña. De igual manera, la Comisión no es responsable por la veracidad de la información o documentación aportada en el proceso de registro de estos valores.

Algunos de los puntos operativos más importantes los contempla el acuerdo en las áreas de obligación de reportar y comunicados de hechos de importancia.

OBLIGACIÓN DE REPORTAR

En materia de obligación de reportar se dispone que los emisores provenientes de jurisdicciones reconocidas, a quienes sean aplicables las disposiciones del Acuerdo 8-2003, remitirán a la Comisión la misma información financiera periódica que están obligados a presentar al ente regulador de la jurisdicción reconocida en donde estén registrados.

Dentro de la misma periodicidad establecida en dichas jurisdicciones, se deberán remitir a la Comisión copias íntegras y autenticadas de los Estados Financieros Interinos y de los Estados Financieros Anuales Auditados, así como de cualquier otro reporte periódico o especial, financiero o con información complementaria, que le fuera requerido por la autoridad reguladora de la jurisdicción que le haya concedido el registro.

Se entenderá como atendida la obligación de reportar cuando los emisores provenientes de jurisdicciones reconocidas remitan sus Estados Financieros Interinos y Auditados, dentro del plazo que corresponda, por correo electrónico.

No obstante lo anterior, el emisor que remita sus Estados Financieros Interinos o Auditados por correo electrónico a la Comisión, dentro del tiempo oportuno para la entrega, deberá aportar a la CNV copia autenticada de los mismos dentro de los treinta (30) días calendario subsiguientes al vencimiento del plazo para la entrega del citado informe financiero.

HECHOS DE IMPORTANCIA

La normativa panameña trata en su artículo 77 el tema de los hechos de importancia.

Un emisor registrado en una jurisdicción reconocida en el evento que tenga lugar un hecho de importancia, entendiéndose por tal aquella información a la que muy probablemente el tenedor, comprador o vendedor de un valor, o la persona a quien dicha información esté dirigida, daría importancia al decidir cómo actuar, el emisor deberá comunicar a la CNV del acaecimiento de éste, de manera simultánea al momento en que sea debidamente informado a la entidad reguladora del mercado de valores de la jurisdicción de origen.

SUSPENSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE VALORES

La CNV ordenará la suspensión de la negociación pública de los valores registrados mediante el procedimiento establecido en este acuerdo, por el no cumplimiento de lo dispuesto en los artículos sobre obligación de reportar y de comunicado de hecho de importancia antes comentados.

El solicitante acepta al momento de su registro, la imposición de la suspensión previamente indicada por parte de la CNV.

La suspensión ordenada por la CNV se dejará sin efecto, mediante Resolución de Comisionados, una vez el emisor aporte la información requerida.

El Acuerdo 8-2003 fue sometido al proceso de consulta pública que hace referencia el Título XV del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 relativo al Procedimiento Administrativo para la Adopción de Acuerdos, según consta en el expediente de acceso público.

Entró en vigor el día 23 de julio de 2003 con su promulgación en la Gaceta Oficial de la República de Panamá número 24850

LAS JURISDICCIONES RECONOCIDAS EN LA PRÁCTICA

Dos emisores panameños con valores registrados en la CNV de Panamá, Global Bank Corporation y Primer Banco del Istmo S.A., han hecho uso en El Salvador de las ventajas que incorpora el reconocimiento de jurisdicciones por parte de los reguladores de El Salvador y Panamá.

Los trámites para estos emisores con valores registrados previamente en la CNV de Panamá han demostrado que los acuerdos adoptados son un primer e importante paso, pero deben de ser complementados con mecanismos prácticos que hagan más efectivo y eficiente su utilización.

Desde la perspectiva panameña se han recibido dos solicitudes de registro de valores previamente registrados en el mercado salvadoreño.

Estas solicitudes son:

•Registro de emisión de acciones de la sociedad CORPORACIÓN UBC INTERNACIONAL S.A., valores previamente registrados en la Superintendencia de Valores de la República de El Salvador, jurisdicción reconocida de conformidad con el Acuerdo 3-2003. El registro fue autorizado por la CNV de Panamá mediante Resolución CNV-2004 de 3 de junio de 2004.
•Registro de emisión de acciones de la sociedad BANAGRICOLA, S.A., valores previamente registrados en la Superintendencia de Valores de la República de El Salvador, jurisdicción reconocida de conformidad con el Acuerdo 3-2003.

COMENTARIOS FINALES

Lo anteriormente expuesto es un breve recuento de los antecedentes y del estado actual del tema del reconocimiento de jurisdicciones en el mercado de valores panameño con énfasis particular en el caso de El Salvador.

Nada de lo anterior hubiese sido posible sin el concurso de una serie de personas que han sido claves en este acercamiento entre los reguladores de El Salvador y Panamá.

Si bien todo el proceso ha tenido un componente técnico jurídico de muy alto nivel, no obstante, sin la buena voluntad, desprendimiento y el elemento humano no se hubiese concretado lo que es, a mi juicio, simplemente un primer paso en la dirección correcta de la tan anhelada integración regional.

Lo importante es que esta integración se tiene que alcanzar paso a paso y es necesario comenzar con alguien que de un primer paso. En este caso concreto El Salvador y Panamá han dado los suyos.

Nota: Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en la Revista del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) número 12 del año 2004.

APORTES DEL MERCADO DE VALORES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente.
Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)

La buena regulación y supervisión del mercado de valores aportan a un país, además de ventajas económicas -alternativa de financiamiento para las empresas y de rendimiento para el inversionista-, el fortalecimiento y mejora en la calidad de sus instituciones. En los países emergentes la carencia o debilidad de las instituciones es un freno al desarrollo.

La regulación y supervisión del mercado de valores se basan en principios positivos, propios del mercado y extraños a otros regímenes financieros, que mejoran la institucionalidad. Estos principios incluyen, *el principio de la igualdad y el trato justo, de transparencia, de rendición de cuentas, de protección al inversionista, de correcta formación de los precios, de reducción del riesgo sistémico y de innovación.*

El principio de la igualdad y el trato justo implica que todos los inversionistas, grandes o pequeños, tienen derecho a recibir información para la toma de decisiones. Este principio no dicta la eliminación ni de los riesgos, ni de las ventajas que producto del esfuerzo puedan tener algunos participantes. Sin embargo, al cumplirse, evita y sanciona a los participantes que tengan información confidencial que afecta el precio del valor y puedan tomar ventaja de negociar sin los mismos riesgos que deben sufrir los otros participantes.

El principio de la transparencia. Se exige a las empresas que piden dinero del público un actuar transparente. El regulador que exige transparencia debe predicar con el ejemplo, con lo cual, el regulador de valores, como muy pocos otros, se guía por el principio de transparencia en sus actuaciones. Ejemplos concretos: La adopción de códigos de ética y de conducta para el regulador. La forma como se adoptan las normas (consulta pública obligatoria), así como se contrata al personal, bienes y servicios.

El principio de rendición de cuentas requiere que el regulador informe cómo utiliza los recursos y que explique cómo desempeña sus funciones de supervisión.

El principio de protección al inversionista parte de la premisa que el mercado será sólido en la medida que se tenga inversionistas educados sobre sus derechos y deberes.

El principio de correcta formación de los precios. Se busca la capacidad de los mercados de asignar de manera socialmente útil los recursos financieros. Los precios de un valor,

cuando el mercado de valores funciona bien, le indican al inversionista el destino más productivo para su ahorro.

El principio de reducción del riesgo sistémico al cumplirse reduce la posibilidad de que se produzcan insolvencias generalizadas entre los sujetos que actúan como intermediarios, con las consecuencias negativas que ello conllevaría, no sólo para las partes involucradas, sino para el sistema.

El principio de innovación se funda en la introducción de nuevas y mejores prácticas como: El imprescindible buen gobierno corporativo, el respeto a los derechos de las minorías, medidas de democracia participativa en la empresa pública (solicitudes de poderes de voto etc.), mecanismos modernos de negociación, de compensación y liquidación, la desmaterialización de valores.

¿Ente regulador promotor?. En los años setenta prevaleció la tesis. Hoy día el rol de los reguladores (creadores de reglas) y supervisores (vigilantes que dichas normas se cumplan) no es el de promotores. Esto último corresponde a la empresa privada.

El regulador no debe cruzar la línea de la objetividad y la independencia. De hacerlo, se generarían conflictos de interés que pueden dar una ilusión de un mercado floreciente cuando en realidad no lo hay. No se puede ser regulador y supervisor y al mismo tiempo mercadear productos concretos.

Lo anterior no quiere decir, que el regulador no pueda o deba trabajar en colaboración con la labor promotora de la empresa privada. Ejemplos de eventos pasados cumplidos: Giras de promoción internacional tipo Panamá Week, acuerdo sobre jurisdicción reconocida con El Salvador etc.. Y en el presente: La implementación, con el sector privado, del Programa de Educación al Inversionista que impulsa la CNV.

El regulador contribuye en la *promoción* del mercado: Creando regulación consultada que responda al interés colectivo y no individual, aplicando las reglas de forma justa y objetiva, castigando las violaciones a las normas como medida protectora del sistema, trabajando de forma célere y profesional los trámites y educando al inversionista sobre el mercado, como sistema alternativo a otros como la banca.

La buena regulación y la supervisión son la mejor promoción. Brindan una fortaleza institucional que debe impregnar en el resto de las instituciones de un país como Panamá que tanto lo reclama. Un regulador fuerte y una buena supervisón implican integración y actuación en concierto con los mercados internacionales, lo contrario significa ostracismo y pobreza para la mayoría, aun cuando represente- quizás- riqueza para una selecta minoría.

Los países con buena regulación y supervisión de sus mercados son, ellos y sus habitantes, más prósperos que los que no la tienen.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

PALABRAS DADAS EN EL ACTO DE FIRMA DELCONVENIO DE COOPERACIÓN INTERINSTITUCIONAL FIRMADO ENTRE LA PROCURADURIA DE LA ADMINISTRACIÓN DE PANAMÁ Y LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE PANAMÁ (CNV).

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Panamá, 16 de junio de 2004.

En nombre de mis colegas, Comisionados Rolando De León y Maruquel Pabón de Ramírez y en el mío propio, quiero agradecer la muy buena disposición de la Procuraduría de la Administración para llevar a feliz término, mediante este acto protocolar de firma, el presente Convenio de cooperación interinstitucional que para la Comisión Nacional de Valores (CNV), que me honro en presidir, reviste una especial importancia.

La importancia para la CNV radica en varios factores de los cuales deseo concentrarme en dos: 1. Los objetivos concretos que perseguimos, con ejemplos en cada caso y 2. La contraparte con quien firmamos este convenio.

La CNV se ha dispuesto como una meta hacer, (siempre, en todo momento y circunstancia) las cosas bien.

En el terreno jurídico esto se traduce en un marcado interés por cumplir y hacer cumplir la ley ya que todos los miembros de la CNV, comenzando por sus comisionados, pasando por sus directores y el resto del valioso personal, tienen un profundo respeto y apego a la ley y al estado derecho.

Para hacer las cosas bien, la CNV considera imprescindible hacer uso de lo dispuesto en la ley 38 de 2000 y contar, cuando lo considere necesario con la asesoría en temas legales de la Procuraduría de la Administración, por ser la institución que por mandato constitucional y legal debe servir de consejera jurídica de los servidores públicos.

Esta consulta que ha sido constante hasta la fecha, como lo reflejan las 17 consultas elevadas desde el año 2000, es siempre respetuosa, bien estudiada y fundamentada con el fin de a la vez de obtener guía en el actuar la CNV y dejar sentada la posición de la comisión, basada siempre en su interpretación de la norma jurídica relevante. No siempre hemos coincido, pero respetamos las opiniones de la Procuraduría.

El interés concreto de la CNV en este convenio se refleja en tres áreas específicas:

Primero: Cooperar con la Procuraduría a los efectos de divulgar la labor que realiza la CNV en el mercado de valores y sobre todo más allá de las personas usualmente involucradas en este negocio. Igualmente ayudar a orientar al ciudadano sobre sus derechos y deberes en materia del mercado de valores. Facilitar que el ciudadano conozca los trámites que se efectúan en la CNV y que reciba el mejor servicio público posible, como se le merece.

Con anterioridad a la existencia del convenio ya son frecuentes las participaciones de funcionarios de la CNV en actividades de la Procuraduría y la CNV ha invitado a funcionarios de la Procuraduría a participar en cursos de formación dictados por y para sus funcionarios.

En este punto por ejemplo el uso de las instalaciones físicas del Centro Istmeño para la Modernización de la Administración Pública CIMAP para actividades de orientación divulgación por medio de charlas, seminarios y talleres, son, por ejemplo, una iniciativa concreta.

Tenemos interés en usar estas instalaciones para un interesante e importante programa regional sobre la importancia de la educación al inversionista que llevaremos a cabo el 2 de julio de 2004, fecha en la cual tendremos la presencia y participación en Panamá de los Superintendentes de Valores de Costa Rica, El Salvador, Republica Dominicana, representante de la Superintendencia de Valores de Honduras y el Comisionado Presidente de la Comisión Nacional del Mercado Valores de España.

Segundo: Nos interesa mantener canales de comunicación expeditos y efectivos a efectos del buen manejo de los casos de la comisión en el contencioso administrativo.

La CNV lleva a cabo una labor delicada y difícil, pero indispensable. Debe sancionar las violaciones a la normativa del mercado de valores. Así (y con la supervisión prudencial y preventiva) se crea un ambiente de confianza en el público inversionista local e internacional.

Esta labor deviene ingrata y conflictiva ya que a nadie le agrada ser sancionado. El proceso de investigación y sanción genera fricciones y controversias naturales que se reflejan en demandas contencioso-administrativas. Nos interesa como institución brindar toda la información y cooperación para que los asesores legales de la Procuraduría puedan representar de la mejor forma posible los intereses de la administración.

La CNV ha procurado llevar los casos de forma tal, que su defensa formal por intermedio de la Procuraduría no implique la defensa de lo *indefendible*, sino todo lo contrario.

Nuestros casos no son fáciles ya que son novedosos y se busca con ellos avanzar ideas o principios no muy conocidos en nuestro medio. Solo así, estimamos, avanza la sociedad.

En tercer lugar: La revisión de iniciativas reglamentarias originadas por la CNV de manera que nos aseguremos desde su inicio (y no a posteriori) que las mismas son constitucionales y legales y no atentan, ni vulneran ningún derecho del los administrados. Concretamente hoy queremos hacer entrega a la Procuraduría, para los comentarios que a bien pudiese tener, de un proyecto de reglamentación relativa a la conducción de procedimientos de investigación y sanción.

Ahora me referiré a nuestra contraparte en este convenio.

Con los tres objetivos claros y concretos antes mencionados, firmamos este convenio interinstitucional con una entidad como la Procuraduría de la Administración. Entidad a la cual respetamos profesionalmente, con un respeto que se ha ganado como una institución que se caracteriza por su seriedad y actuaciones profesionales.

La CNV no puede dejar de reconocer que la Procuraduría de la Administración se encuentra liderada por una persona de la cual tenemos un sincero respeto y admiración, ya que es nuestra opinión que ha realizado una labor muy positiva y de beneficio en el campo del derecho administrativo en Panamá. Los frutos ya se ven y en un futuro próximo los apreciaremos mejor. Además, ha conformado un equipo humano de funcionarios muy profesionales e interesados por ejercer sus funciones de la mejor manera posible.

Siento que en varias áreas hay ciertas similitudes entre la CNV y la Procuraduría de la Administración. Ambas son instituciones que cuentan con relativamente pocos funcionarios y que cuenta con un presupuesto modesto, en comparación con el resto del engranaje gubernamental. Pero como lo demuestra la Procuraduría de la Administración, el trabajo efectivo y eficiente no está necesariamente ni en la cantidad de funcionarios ni el monto del presupuesto. Estos factores son importantes y ayudan, pero son gente motivada y apasionada en lo que hace se pueden trabajar. Nosotros desde afuera vemos esos elementos en la Procuraduría de la Administración.

Finalmente deseo agradecer a la todas las personas que han trabajado en la organización de este evento tanto por parte de la Procuraduría como la CNV, en especial a la Directora de Fiscalización y Auditoria del Mercado Valores de la CNV, Licenciada Rosaura González y las personas que la han asistido a saber, Alina Lyma Young y Priscila Ramírez.

Deseo terminar con una cita leída recientemente en el diario La Prensa en carta escrita por Brenda Cuevas y tomada de una biografía del presidente John F. Kennedy.

La cita es de la autoría de su cercano colaborador en materia de discursos y manuscritos, Theodore C. Sorensen, y que hace poco compartía con los funcionarios de la CNV que dice lo siguiente:

"A quienes mucho se les ha dado, mucho les será exigido. Y cuando en el futuro el supremo tribunal de la historia delibere para emitir su juicio sobre cada uno de nosotros, examinando si en nuestro breve tiempo de servicio cumplimos con nuestras responsabilidades o no, nuestro éxito se medirá por las respuestas a estas cuatro preguntas:

1.- ¿Fuimos hombres de valor?
2.- ¿Fuimos hombres de criterio?
3.- ¿Fuimos hombres íntegros?
4.- ¿Nos entregamos verdaderamente a nuestra labor? "

En la CNV los que trabajamos en este servicio público creemos que mucho se nos ha dado al poder ejercer el servicio público. Y queremos poder contestar, como estamos seguro lo desea la Procuraduría de la Administración, cuando nos llegue el momento de hacerlo, en afirmativo a todas estas interrogantes.

Por eso nos sentimos complacidos de firmar un convenio interinstitucional que dotamos desde su firma, es decir desde ya, para que no quede en mera buenas intenciones de un palpable contenido práctico y real.

Muchas gracias a todos.

NORMAS DE CONDUCTA Y OBLIGACIONES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS REGULADOS POR LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Por: Maruquel Pabón de Ramírez
Ex Comisionada de la Comisión Nacional de Valores

Introducción

El Decreto Ley 1 de 8 de Julio de 1999 (el Decreto Ley) es la norma encargada de regular el Mercado de Valores en la República de Panamá. El Decreto Ley reestructura la forma en que, hasta el momento previo a su promulgación, se llevaba a cabo el negocio bursátil en Panamá. Es por ello que puede afirmarse que, a partir del año 1999, dicho negocio inicia una nueva etapa en el país, más cónsona con las realidades de ese sector.

En general, el Decreto Ley establece las condiciones bajo las cuales se ejerce el negocio de intermediación bursátil y otorga a la Comisión Nacional de Valores (la Comisión), entidad autónoma encargada de supervisar el mercado de valores, la potestad de dictar las normas de conducta que deberán observar tanto las casas de valores como sus corredores, los administradores y los asesores de inversión, en relación con el manejo y la administración de cuentas de inversión y dineros de clientes, así como otras transacciones bursátiles incluyendo aquéllas que tienen lugar entre los propios intermediarios.

Como consecuencia de las facultades así otorgadas, la Comisión ha adoptado varios acuerdos relacionados con los temas a que se contrae el presente trabajo. Son especialmente relevantes:

El Acuerdo 4-2001 de 19 de febrero de 2001 (Acuerdo 4-01), modificado por el Acuerdo 1-2004 de 9 de febrero de 2004 y el Acuerdo 1-2005 de 3 de Febrero de 2005 (Acuerdo 1-2005), por el cual se establecen las normas de conducta que deberán cumplir las bolsas de valores, las centrales de valores, las casas de valores, los corredores de valores y los administradores de inversión para la prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento de terrorismo, al tenor de la Ley 42 de 2 de octubre de 2000, Ley 22 de 9 de Mayo de 2002 y Ley 50 de 2 de Julio de 2003;

El Acuerdo No. 05-2003 de 25 de junio de 2003, por el cual se reglamentan las normas de conducta, el registro de operaciones e información de tarifas (el Acuerdo 5-03). Este último, fue adoptado en Junio de 2003 y entró a regir un año después de su promulgación, es decir en Junio de 2004, concediendo una *vacatio legis* adecuada para que los regulados realizasen los ajustes pertinentes.

Quizás es oportuno señalar que, por primera vez, con el Acuerdo 1-2005, se introduce en la reglamentación de valores el tema del blanqueo por financiamiento de actividades terroristas, actividad tipificada al tenor de la Ley 50 de 2 de Julio de 2003 y que se encuentra consignada en el Título de los Delitos contra la Seguridad Colectiva del Código Penal.

Entre los tópicos más relevantes e innovadores del último lustro y que inciden directamente en las normas de conducta de los intermediarios se encuentran la política de conozca su cliente y los estándares aplicables al manejo y desempeño de las cuentas de los clientes, así como los principios éticos que deben observar en el desempeño de sus funciones.

Intermediarios Financieros

Como preámbulo, consideramos oportuno hacer referencia a los distintos tipos de intermediarios en el negocio de valores según el servicio que prestan, que reconoce el Decreto Ley. Estos intermediarios son:

> ***Administradores de inversiones:*** Aquellas personas a las que una sociedad de inversión les delegue, individualmente o en conjunto con otros, la facultad de administrar, manejar, invertir y disponer de los valores y los bienes de dicha sociedad.
>
> ***Asesores de inversiones:*** Aquellas personas que, por una remuneración, se dedican al negocio de asesorar a otros en cuanto a la determinación del precio de valores o la conveniencia de invertir, comprar o vender valores, o se dedican a preparar y publicar estudios o informes sobre valores. Cabe señalar, que el Decreto Ley, expresamente, excluye de esta definición a quienes por su profesión o actividad brindan asesoría incidental, citando como ejemplo a abogados, contadores, profesores, periodistas y demás profesionales cuya actividad primaria o directa no es la de asesor de inversión.
>
> Podemos vincular a esta definición la de ***Analista,*** que es toda persona natural, que sin ser un asesor de inversión, preste asesoría de inversión en nombre de un asesor de inversiones.
>
> ***Casas de valores / Corredores de Valores:*** Las primeras son aquellas personas que se dediquen al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta propia o de terceros. Los segundos –los corredores de valores- son aquellas personas naturales que actúan en nombre de las casas de valores.

Normas de "Conozca su Cliente"

El mundo en que vivimos, donde la tecnología juega un papel fundamental y donde la definición de delitos financieros se ha ampliado sustancialmente, ha hecho necesario que se proporcionen a los intermediarios los lineamientos y las reglas que se deben seguir en esta materia.

Por ello, en el año 2001, la Comisión dictó el acuerdo 4-01, el cual ha sufrido posteriores modificaciones, tal y como mencionamos en párrafos anteriores, en el que establece las normas de conducta relacionadas con la prevención del blanqueo de capitales y establece, como una obligación para los sujetos regulados o intermediarios, el "identificar adecuadamente a sus clientes". Así mismo, señala como imperativo que todo sujeto regulado cuente con un manual de "Conozca su Cliente", el cual debe ser aprobado por la Comisión y actualizado periódicamente. Además, el citado acuerdo establece como reglas de buena conducta comercial de los regulados lo siguiente:

- Observar la buena práctica de la industria de valores nacional e internacional en lo referente a la apertura de cuentas a través de cheques, transferencias bancarias o endosos de títulos valores nominativos.
- En el caso de apertura o depósito a cuentas existentes con títulos al portador la casa de valores deberá consignar dichos títulos en una central de valores debidamente autorizada para operar en el país.

La obligación específica que el acuerdo impone a los sujetos regulados, para efectos de la política de conozca su cliente, va encaminada a la comprobación de la identidad del cliente que solicite cualquier tipo de servicio, mediante la verificación de la existencia tanto de la persona física o natural como de la persona jurídica, así como de la legitimidad de los fondos que le son depositados, es decir, la comprobación de que los mismos no provienen de actividades calificadas como de *blanqueo de capitales* o de actividades relacionadas con el *financiamiento de terrorismo.* Para ello el sujeto regulado deberá solicitar datos específicos, listados en el propio acuerdo. Igualmente, deben lograr la identificación del perfil del inversionista. La norma es clara al señalar que el deber de identificación se extiende hasta los propietarios verdaderos o efectivos de las cuentas de inversión, aun cuando fuesen indirectos. Esta información debe ser verificada al abrirse la cuenta y actualizada periódicamente, por todo el tiempo que se mantenga la relación comercial, debiendo quedar constancia en el expediente, de forma que ello pueda ser confirmado por la Comisión.

Por su parte el cliente, al firmar el contrato de apertura de cuenta, debe obligarse a mantener actualizada la información proporcionada al inicio de la relación comercial, de producirse cambios en la misma.

La información recopilada al momento de iniciar la relación debe complementarse para lograr un conocimiento real del cliente, por lo que se impone a los sujetos regulados:

- Conocer el patrón normal de las actividades que lleva a cabo el cliente.
- Llevar un registro de las transacciones, por cliente y por tipo de transacción.
- Analizar y evaluar periódicamente y con especial atención, las operaciones del cliente, con independencia de su cuantía, que de alguna manera se sospeche o de indicios que puedan estar vinculadas al blanqueo de capitales, al financiamiento del terrorismo provenientes de actividades ilícitas, según se encuentran descritas en las Leyes 41 y 42 de 2 de Octubre de 2000 y en la Ley 50 de 2 de Julio de 2003, este monitoreo de cuentas existentes se fundamenta en la importancia y el riesgo. Ejemplos de momentos apropiados para este análisis: a) cuando tiene lugar una transacción de importancia: b) los patrones de documentación del cliente cambian sustancialmente; c) la institución se percata, en base a los cambios ejecutados en la actividad del cliente, que le falta información sobre el cliente, a la fecha

En la actualidad, en Panamá, al igual que en un gran número de legislaciones y centros financieros, claramente se impone a los intermediarios la responsabilidad de realizar un escrutinio concienzudo de sus clientes potenciales y corrientes. El no hacerlo conlleva consecuencias directas para la casa de valores y los corredores, quienes no podrían ampararse en el desconocimiento del cliente o de sus actividades, como defensa en caso de suscitarse algún problema. Para las personas naturales o corredores, las consecuencias pueden ser tanto penales como civiles. En tanto que para la casa de valores, cualquier acto llevado a cabo por sus corredores en contravención de las normas que regulan este tema, será imputable a la persona jurídica por cuenta de quien actúan, siendo las sanciones de índole económica, con multas que oscilan entre US$5,000.00 y US$1,000,000.00.

Con la adopción del Acuerdo 1-2005, el cual modificó el Acuerdo 4-2001, se impone a los regulados un estándar más alto en lo que respecta a la identificación de sus clientes. Puede interpretarse que ya no es posible utilizar el argumento de *cambio de circunstancias* o de *detalles.* El intermediario debe mantenerse en constante alerta sobre sus clientes, sus realidades y negocios. Esta no es una situación caprichosa e impuesta por la CNV, ésta es la realidad que se está imponiendo en la comunidad financiera internacional y que cada día se hace más estricta, como consecuencia de problemas como los vividos el 11 de Septiembre de 2001, el tráfico de drogas y el terrorismo. Panamá, al ser un centro financiero, no sólo no escapa de estas realidades, sino que, lamentablemente, la vive de manera más palpable.

Un poco en este mismo sentido de imponer mayores responsabilidades, el Acuerdo 1-2005, reitera la responsabilidad de las organizaciones Autorreguladas de ejercer su capacidad supervisora con sus miembros en lo que al tema de normas y procedimientos para la

prevención del delito de blanqueo de capitales respecta. Decimos reitera, ya que esta obligación se encuentra claramente establecida en el Decreto Ley 1 de 1999.

Para lograr que los intermediarios cumplan con las normas vigentes que regulan el mercado de valores, la Comisión adoptó el Acuerdo No. 9-01 de 6 de agosto de 2001, posteriormente modificado por el Acuerdo 1-2004 de 9 de febrero de 2004, mediante el cual se establece el rol y las funciones de los oficiales de cumplimiento. Dicho acuerdo dispone que las casas de valores, los asesores de inversiones, los administradores de Inversiones y las organizaciones autorreguladas autorizadas por la Comisión a fin de ejercer las actividades propias de la licencia que detenten, están obligados a nombrar dicho funcionario y de adscribirle la responsabilidad de velar porque las disposiciones legales vigentes se cumplan cabalmente.

Manejo de transacciones o cuentas por parte de los Intermediarios

El Decreto Ley sienta las pautas que deben seguir los intermediarios en el manejo de las cuentas de sus clientes. No obstante, este tema es regulado de forma más amplia en acuerdos adoptados posteriormente por la Comisión

Entre las obligaciones inherentes a su actividad están:

1. ***La recomendación adecuada*** **:** El artículo 40 del Decreto Ley establece que:

"Ninguna casa de valores y ningún corredor de valores podrá recomendar a un cliente que compre, venda o mantenga una inversión en un valor determinado, a menos que tuviese motivos razonables para creer que dicha recomendación es adecuada para dicho cliente basándose en la información suministrada por éste en una investigación hecha por la casa de valores o por el corredor de valores para determinar los objetivos de inversión, la situación financiera y las necesidades de dicho cliente y en cualquier otra información sobre dicho cliente que sea del conocimiento de la casa de valores o del corredor de valores.

El requisito antes mencionado no será aplicable a las siguientes situaciones:
(1) La ejecución de órdenes de compra y de venta que no hayan sido solicitadas por la casa de valores o por el corredor de valores.
(2) La publicación de reportes informativos que en forma general recomienden la compra o la venta de un valor.
(3) Cualquier otra situación que determine la Comisión.

El concepto de "recomendación adecuada" que contempla la norma citada es equivalente a lo que en otras legislaciones se conoce como "gestión eficiente".

Este principio recogido por el Decreto Ley, es ampliado por el Acuerdo 5-03, en su artículo 14 referente a las "Reglas aplicables a la gestión de cuentas de inversión de los clientes". Dicha norma establece que es necesario que los términos y condiciones de la relación cliente-intermediario se encuentren estipuladas en el *contrato-tipo* para la gestión de cuentas de inversión que deben suscribir, de forma que ambas parte conozcan de antemano el alcance de sus derechos y obligaciones:

Lo interesante en este caso es que a las casas de valores y, en su caso, los asesores de inversión, es decir, las entidades que presten el servicio de manejo de cuentas de inversión están compelidas a "*desempeñar dicha actividad con la diligencia de un buen padre de familia y de un representante leal, defendiendo los intereses de sus clientes.*"
Adicionalmente se establece que, en el ejercicio de la actividad de manejo de cuentas, las entidades deben atender los siguientes principios y deberes:

a) Identificar correctamente a sus clientes. Cuando no sean clientes institucionales deberán solicitarles información sobre su experiencia inversora, objetivos, capacidad financiera y preferencia de riesgo.

b) Asesorar profesionalmente a sus clientes en todo momento, tomando en consideración la información obtenida de ellos.

c) Desarrollar su actividad de acuerdo con los criterios pactados por escrito con el cliente («criterios generales de inversión») en el correspondiente contrato. Tales criterios se fijarán teniendo en cuenta la finalidad inversora perseguida y el perfil de riesgo del inversor o, en su caso, las condiciones especiales que pudieran afectar la gestión. Dentro del marco establecido por estos criterios, los gestores invertirán el patrimonio de cada uno de sus clientes según su mejor juicio profesional, diversificando las posiciones en busca de un equilibrio entre liquidez, seguridad y rentabilidad, prevaleciendo siempre los intereses del cliente.

d) Desviarse de los criterios generales de inversión pactados únicamente cuando el criterio profesional del gestor aconseje dicha desviación o se produzcan incidencias en la contratación. En estos casos, el gestor, además de registrar las desviaciones, informará con detalle de las mismas a los clientes, conforme a lo pactado en contrato.

e) Abstenerse de realizar operaciones con el exclusivo objeto de recibir comisiones directas o indirectas, así como de multiplicarlas de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.

f) Tener identificados en todo momento los valores, efectivo y operaciones en curso de cada cliente, y mantenerlos separados de los del resto de clientes y del propio

gestor. Las cuentas de valores y de efectivo afectas a la gestión deberán identificarse con precisión en las cláusulas del contrato-tipo o bien en sus anexos.

g) Evitar los conflictos de interés entre el gestor y su grupo con el cliente, o entre distintos clientes. En caso de conflicto, darán siempre prioridad a los intereses del cliente sobre los propios.

2. ***No realizar transacciones excesivas:*** Otras disposiciones del Decreto Ley persiguen el mismo fin de garantizar al cliente o inversionista el manejo de sus cuentas dentro de parámetros claros y evitando que quienes fungen como sus asesores, administradores o corredores se extralimiten en sus funciones, en detrimento de sus clientes. Así, el artículo 41 del Decreto Ley, establece el marco dentro del cual deben manejarse cierto tipos de cuentas para evitar lo que el propio artículo ha denominado transacciones excesivas al disponer lo siguiente:

> Artículo 41: *" Queda prohibido a toda casa de valores o corredor de valores que maneje una cuenta de inversión en forma discrecional, o que esté en posición de determinar el volumen y la frecuencia de transacciones en valores que se hagan en una cuenta de inversión en virtud de la propensión del cliente a seguir las sugerencias de dicha casa de valores o de dicho corredor de valores, llevar a cabo transacciones que, ya sea en volumen o en frecuencia, sean excesivas en consideración de la magnitud y la naturaleza de dicha cuenta de inversión, de las necesidades y de los objetivos de inversión del cliente y del patrón de transacciones de la cuenta de inversión, a la luz de las comisiones obtenidas por la casa de valores o el corredor de valores."*

3. No compartir ganancias o pérdidas: Siguiendo este mismo principio, el artículo 42 prohíbe a los intermediarios, concretamente a las casas de valores y corredores, celebrar acuerdos para compartir ganancias o pérdidas y a comprometerse a otorgar a sus clientes garantías contra pérdidas.

> *Artículo 42:* ***"****Queda prohibido a toda casa de valores o corredor de valores comprometerse con un cliente a compartir las ganancias o las pérdidas del cliente en la negociación de valores, o comprometerse a indemnizar a un cliente contra las pérdidas que éste sufra en la negociación de valores. No están prohibidos los acuerdos mediante los cuales se establezca la compensación de una casa de valores o de un corredor de valores a base del rendimiento de la cartera de inversiones del cliente u otros acuerdos que la Comisión excluya de esta prohibición, dentro de los parámetros que ésta determine.*

4. Ejecución de las Ordenes: El Acuerdo 5-03 conjuntamente con las demás disposiciones vigentes sobre la materia, permiten a la Comisión fortalecer el principio de mejor ejecución de órdenes por cuenta de clientes, conocido en el mercado anglosajón

como "best execution". Dicho acuerdo señala los lineamientos que deben seguir las órdenes impartidas por el cliente a las casas de valores.

En su artículo 6, el Acuerdo 5-03 señala que *"Las casas de valores exigirán a sus clientes que las órdenes sean claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor de la orden conozcan con exactitud sus efectos."* De esta forma se trata de evitar interpretaciones contradictorias y el cumplimiento efectivo de dichas órdenes. Igualmente y para lograr corroborar que las órdenes han sido cumplidas de acuerdo con lo solicitado por el cliente, este mismo artículo dispone que **"***Las órdenes podrán ser grabadas previa autorización del cliente."*

La ejecución eficiente de la órdenes requiere que las mismas se efectúen en plazo oportuno, por lo que el artículo 7 del Acuerdo 5-03 establece que "*Toda entidad que reciba una orden la ejecutará o pondrá los medios necesarios para hacerla llegar a la entidad encargada de su ejecución con la máxima celeridad posible, al mismo día de su recepción, o si no fuera posible, al día siguiente hábil. En caso de que no pueda cumplir con esta disposición expondrá al cliente las razones concretas por las cuales no se pudo ejecutar.*
Las entidades deberán conservar las confirmaciones de recepción de las órdenes que remita la casa de valores a otra entidad."

5. Controles Internos de los Intermediarios:

El acuerdo 5-03 dicta normas generales de procedimiento que deben seguir los intermediarios tanto para la ejecución de órdenes por cuenta del cliente como en lo que respecta al registro de operaciones.

El artículo 8 del Acuerdo 5-03 establece las siguientes normas generales para el registro de órdenes:

1. Al recibir una orden, la misma debe ser incluida en su registro de órdenes, por riguroso orden cronológico y dársele un número correlativo, anotándose en su archivo, de forma sucesiva, todas las actuaciones posteriores. Para aquellos casos en los cuales alguna casa de valores estuviese llevando un sistema distinto al contemplado en el Acuerdo 5-03, la Comisión podría aprobar dicho sistema o método, previa evaluación del mismo.

2. Los justificantes de las órdenes recibidas deberán conservarse en un archivo que debe contener:

a) El ejemplar original de la orden firmada por el cliente o por persona autorizada, cuando sea por escrito.

b) La cinta de grabación de la conversación sostenida por el intermediario y el cliente, si la orden fue dada vía telefónica.

c) El registro magnético correspondiente en caso de que la orden fuese dada por vía de transmisión electrónica.

3. En el caso de aquellas entidades dispuestas a aceptar órdenes por vía telefónica, deberán establecer los medios necesarios para la identificación de sus ordenantes y las mismas podrán ser grabadas previa autorización del cliente. No obstante, dicha orden debe estar respaldada por una confirmación escrita por parte del ordenante, aceptándose cualquier medio escrito como telex, fax o similares. En el caso de un cliente que rehúse efectuar dicha confirmación, éste deberá aceptar, por escrito, que sus instrucciones sean admitidas verbalmente.

En lo referente al registro de operaciones, el artículo 9 del Acuerdo 5-03, establece:

1. Las operaciones contenidas en el registro de operaciones deberán estar clasificadas por corredor, y en riguroso orden cronológico de recepción. A estos efectos, las entidades deberán disponer de los medios necesarios para conocer el momento exacto (fecha y hora) de recepción de las mismas.
2. Las entidades también incluirán en su registro de operaciones las órdenes de traspaso de valores, representados mediante anotaciones en cuenta o títulos, que reciban. En ese registro deberán detallarse los precios y el volumen a los que se realizó la transacción y la fecha, hora y minutos de las mismas
3. Las operaciones que las entidades realicen por cuenta propia o en ejecución de un mandato tendrán, a los efectos de su inclusión en el registro de operaciones, la misma consideración que las realizadas en virtud de una orden de terceros.
4. El registro de operaciones deberá llevarse por medios informáticos, asignando a la información contenida en él, las claves o códigos adecuados para identificar su contenido de forma inequívoca. A requerimiento de la Comisión, se realizará una impresión en papel debidamente firmada por el ejecutivo principal de la entidad.
5. Cada anotación en el registro de operaciones deberá estar sustentada por una orden de entre las comprendidas en el archivo de justificantes de órdenes. No obstante, en el supuesto de operaciones por cuenta propia, en el de las realizadas en virtud de un mandato de un cliente y en el de aquéllas que no requieran una orden expresa del cliente y que, por tanto no están incluidas en el archivo de justificantes de órdenes, se deberá hacer constar tal hecho en el registro de operaciones, haciendo referencia expresa en el segundo caso, al contrato que la sustenta o al mandato recibido.
6. La información que suministren las entidades a sus clientes en relación con las operaciones que, estando en el registro de operaciones, hayan sido contratadas a través de ellas, deberá coincidir con la contenida en dicho registro.
7. Las entidades reguladas deben mantener la correspondencia pertinente entre sus distintos archivos y/o registros, es decir, entre los registros de órdenes y operaciones; entre los de operaciones y los contables y los saldos de los estados financieros y estadísticos.

Los registros antes señalados deben estar disponibles para la Comisión, de forma que ésta pueda llevar a cabo su supervisión.

6. <u>Informar a los clientes:</u> De acuerdo con el artículo 19 del Acuerdo 5-03, tanto las casas de valores como los asesores de inversión están obligados a proporcionar a sus clientes la siguiente información:

1. Las entidades que hayan suscrito con sus clientes contratos de gestión de cuentas de inversión, de depósito o de 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 la cuentas de inversión de valores o de los valores y efectivo depositados. Las comunicaciones previstas en esta letra podrán realizarse vía fax, por redes de comunicación electrónica, o en cualquier otra forma escrita pactada con el cliente. Los clientes podrán ordenar por escrito que no se les envíe tal documentación quedando a su disposición para recogerla en las oficinas de la entidad.

2. Enviar a sus clientes, dentro del día hábil subsiguiente a la realización de una transacción, un documento en el que se expresará, según proceda: el 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; y, en general, cuantos datos y especificaciones sean necesarios para que el cliente pueda comprobar el resultado de la liquidación y las condiciones financieras de la operación. En las operaciones de préstamo de valores, así como en cualesquiera créditos vinculados con operaciones de valores, se expresarán sus condiciones particulares.

3. Informarles de cualquier modificación de las tarifas de comisiones y gastos que puedan repercutir o ser aplicables a la relación contractual establecida. En este caso, los clientes dispondrán de un plazo máximo de dos meses desde la recepción de la citada información para modificar o cancelar la relación contractual sin que les sean de aplicación las tarifas modificadas.

4. Las entidades deberán informar a sus clientes todos los asuntos concernientes a sus operaciones, excepto las que expresamente prohíba la Ley 42 de 2 de octubre de 2000. Dicha información deberá ser clara, concreta y de fácil comprensión para los mismos; dispondrán y difundirán los folletos de emisión, informarán sobre la ejecución total o parcial de órdenes, fechas de conversión, canjes, pagos de cupón y, en general, de todo aquello que pueda ser de utilidad a los clientes en función de la relación contractual establecida y del tipo de servicio prestado.

5. Las entidades que realicen actividades de colocación de emisiones o de ofertas públicas de venta deberán tener a disposición de los clientes los folletos correspondientes a cada emisión, así como los relativos a las Sociedades de Inversión cuyos valores comercialicen.

6. Comunicar a sus clientes de manera anual que copia de los estados financieros anuales debidamente auditados de la casa de valores y/o del asesor de inversiones está disponible o accesible al público en general en el domicilio principal de la casa de valores o del asesor de inversión.

7. Asimismo, las entidades señaladas estarán obligadas, siempre que lo solicite el cliente, a proporcionarle toda la información concerniente a las operaciones contratadas por ellos. La Comisión podrá requerir de las entidades la modificación de los modelos que las entidades usen para la información a los clientes cuando no tengan la claridad exigible.

7. ***Obligación para Asesores de Inversión:*** El Decreto Ley contempla principios u obligaciones adicionales a los señalados en los artículos 40 y 42 -el artículo 41 no aplica a los asesores de inversión, por la propia naturaleza del servicio que prestan- para los asesores de inversión al establecer que éstos tendrán la obligación de dar asesoría competente a sus clientes; y, que, en aquellos casos en que tengan facultades discrecionales en el manejo de cuentas de inversión de un cliente, deberán administrar dichas cuentas e invertir los valores y dineros en ellas depositados con aquella diligencia y aquel cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.

En Panamá los asesores de inversión pueden administrar cuentas de custodia, valores y dineros de clientes en forma discrecional o no discrecional, pero no podrán ofrecer cuentas de inversión. El manejo de las cuentas en forma discrecional está sujeto a la autorización expresa del cliente. No obstante, aquellos asesores de inversión que administren valores o bienes de un cliente en forma discrecional están obligados a mantener dichos valores y dineros en cuentas de inversión o en cuentas bancarias a nombre del cliente, de conformidad con las disposiciones dictadas por la Comisión, cuyo propósito es proteger al público inversionista.

Normas Éticas y Conflictos de Interés

El Decreto Ley establece que las casas de valores tienen la obligación de dar un trato justo a todos sus clientes. La Comisión dictará normas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores, con el fin de evitar situaciones de conflictos de interés y tratos injustos a clientes. Cuando en una misma transacción una casa de valores, además de actuar a nombre de un cliente, actúe en nombre propio o de un tercero, deberá informarlo al cliente. A través del Acuerdo 5-03, la Comisión ha requerido a los

intermediarios que adopten un código de ética profesional o que se adhieran a uno dictado por una organización autorregulada o por una asociación bursátil de reconocido prestigio.

Así mismo, el Acuerdo 5-03 establece, ya no sólo para las casas de valores sino también a todos aquellos intermediarios regulados por la Comisión y cuyas actividades se enmarquen dentro de los servicios del negocio de bolsa de valores, incluyendo las actividades complementarias a dicho negocio, lo siguiente:

"*Las entidades deberán advertir a los clientes de los conflictos de interés que se planteen en el desarrollo de su actividad. A tal efecto, las entidades gestoras identificarán de forma separada en las informaciones que remitan, por lo menos trimestralmente, a los clientes sobre las cuentas de inversión gestionadas, las operaciones, inversiones o actuaciones que a continuación se detallan:*

a) La inversión en valores emitidos por el gestor o entidades de su grupo o en Sociedades de Inversión gestionadas por éste.
b) La suscripción o adquisición de valores en los que el gestor o alguna entidad de su grupo sea asegurador o colocador de una emisión u oferta pública de venta.
c) Los valores resultantes de la negociación por cuenta propia del gestor o entidades de su grupo con los titulares de las cuentas de inversión gestionadas.
d) Operaciones entre clientes de una misma entidad. En este caso, será requisito adicional que la operación no suponga perjuicio para ninguno de ellos.
e) Comisiones, gastos o cantidades, directa o indirectamente, percibidas por la entidad que tengan su origen en comisiones o gastos satisfechos por sus clientes u otras entidades financieras en el marco del contrato de gestión de cuentas de inversión, y que sean resultado de acuerdos alcanzados por dicha entidad con intermediarios u otras entidades financieras.
f) Informarán asimismo de las vinculaciones que tenga la entidad con las entidades emisoras respecto de las que se suministre información económica y financiera que pueda dar lugar a recomendaciones de inversión."

Supervisión de las actividades de los Intermediarios

Como se señaló previamente, corresponde a la Comisión la responsabilidad de supervisar y fiscalizar la actividad bursátil en Panamá. Como entidad reguladora, la Comisión se encuentra facultada para solicitar a los intermediarios informes periódicos que le permitan conocer sus operaciones, su estado financiero, el manejo de sus registros, sus manuales y, en general, sus actividades. Esta facultad ha sido reglamentada a través de acuerdos cuyo propósito ha sido profundizar los temas regulados.

Si bien es cierto que el Acuerdo 5-03, que trata en detalle las normas de conducta de los intermediarios, aún no se encuentra vigente, la Comisión, amparada en las normas generales y en acuerdos anteriores ha ejercido su facultad supervisora y fiscalizadora. De hecho, ya se han resuelto casos de denuncias interpuestas ante la Comisión en contra casas de valores y sus corredores por manejo inadecuado de las cuentas de sus clientes. Algunas de estas denuncias han tenido como consecuencia la multa del intermediario, en tanto que en otros casos, no se ha podido comprobar la falta.

La Comisión está facultada para imponer multas de hasta US $ 300,000.00 y de suspender las licencias de los intermediarios, según la gravedad de la falta. Para los casos de violación de las normas de conducta establecidas para evitar el delito de blanqueo de capitales, las multas pueden ascender hasta US $1,000,000, tal como ya se indicó anteriormente.

Panamá ha sido por más de 30 años un centro financiero importante en América Latina concentrado, primordialmente en los servicios bancarios, los cuales son reconocidos por su eficiencia, estabilidad y la seguridad que ofrecen a sus clientes. No obstante, la promulgación del Decreto Ley 1 de 1999 y los subsecuentes acuerdos, claramente evidencian el interés de ampliar el concepto de centro financiero e incluir los servicios bursátiles.

La normativa legal vigente dista de ser perfecta, aún quedan aspectos por mejorar, pero el proceso de crecimiento del mercado de valores se ha iniciado. La Comisión Nacional de Valores tiene asignados parámetros que le permiten ejercer su rol de supervisor y fiscalizador de la actividad bursátil y, simultáneamente, coadyuvar con el desarrollo de dicho mercado en forma ordenada, con gran transparencia y cónsona con las realidades de nuestros días. Las regulaciones en materia de normas de conducta y de desempeño de las actividades de los intermediarios citadas en el presente artículo, tienen como propósito servir de base para desarrollar, cada vez más, la calidad de los servicios que el mercado de valores panameño está en condiciones de ofrecer a sus usuarios.

LA LEY DE VALORES Y LA TENENCIA DIRECTA Y LA TENENCIA INDIRECTA DE VALORES

Por: Francisco Arias G.

El Decreto-Ley 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante, la "Ley de Valores" o la "Ley") contiene múltiples innovaciones, tales como una moderna regulación de las sociedades de inversión (o fondos mutuos), de la oferta pública de adquisición de acciones (OPAs) y de las actividades prohibidas como el uso indebido de información privilegiada. Una de las más trascendentales innovaciones que nos trae esta legislación para impulsar el desarrollo del mercado de valores del país es la regulación de Custodia, Compensación y Liquidación de valores contenida en el todavía poco conocido Título XI de la Ley.

Con miras a contribuir al mejor entendimiento de dicho título y su adecuada aplicación por parte de los actores en el mercado de valores, en este ensayo primero ofreceremos algunas observaciones sobre el desarrollo de las diferentes modalidades para la negociación y el traspaso de valores en los mercados de capitales en los Estados Unidos y luego explicaremos la diferencia entre la tenencia directa y el régimen de tenencia indirecta.

ANTECEDENTES

Tradicionalmente la propiedad sobre valores ha sido representada por instrumentos físicos o certificados, en los que se describe y hace constar el valor correspondiente. Si dichos instrumentos son "registrados" están además anotados en los correspondientes libros de registro que mantiene la sociedad emisora o su agente. El traspaso de esos instrumentos, ya sea producto de una negociación en una bolsa de valores o fuera de la misma, está gobernado por las normas sobre cesión y de acuerdo a los términos y condiciones de los mismos.

Con el crecimiento en volumen de las transacciones de los mercados de valores se ha hecho más evidente que el procedimiento para el traspaso de valores representados por certificados es demorado y requiere de significativos recursos humanos, todo lo cual dificulta la entrega y el pago. Para cada transacción, el vendedor tiene que entregar al comprador el certificado correspondiente, acompañado de un instrumento de traspaso o endoso en caso de instrumentos nominativos. Posteriormente, cada certificado traspasado debe ser entregado al emisor o a su agente de traspaso para el registro de la transferencia y emisión de un instrumento nuevo. Estos últimos pasos se evitan con títulos al portador, los cuales se transfieren mediante la simple entrega, pero existe un riesgo implícito en esta modalidad de tenencia, el cual no todos están dispuestos a asumir.

Todo el sistema legal sobre el cual reposa el traspaso de valores descansa pues en los principios de posesión, endoso y entrega de títulos físicos, los cuales fueron desarrollados a lo largo de varios siglos. Durante los años sesenta del siglo pasado, los mercados de capitales en los Estados Unidos comenzaron a vaticinar una crisis dado los volúmenes de las transacciones realizadas día a día y la cantidad de trabajo que requería documentar las mismas. Durante más de una década, se desarrolló un nuevo régimen que pretendía eliminar del todo los instrumentos físicos. En esencia, se aspiraba eliminar el papel y reemplazarlo con anotaciones en cuenta ("book entries") que haría el emisor o su agente en un libro. La mera anotación representaría el valor correspondiente, cuyo titular registrado podría traspasar a un tercero con tan sólo dar instrucciones al emisor o a su agente.

Cuando en 1978 se aprobaron en los Estados Unidos las normas necesarias para la "desmaterialización" de valores, las expectativas eran ambiciosas. Desde entonces, muchas empresas y fondos mutuos han acogido el régimen y sus valores se negocian a diario mediante simples anotaciones en cuenta sin necesidad de entregar certificados físicos a los inversionistas. Sin embargo, dos situaciones persistieron que hubo que atender.

Primero, muchos emisores no adoptaron el novedoso régimen y siguieron emitiendo títulos físicos. Por ende, los traspasos de las negociaciones de valores representados por instrumentos físicos continuaron requiriendo significativos recursos.

Pero quizá, más importante aún, fue que ese régimen no establecía reglas para la larga cadena de intermediarios financieros entre los emisores y los inversionistas. Los valores, ya sean físicos (bajo el sistema tradicional) o desmaterializados (bajo el régimen adoptado en 1978), no estaban registrados sólo a nombre de los inversionistas sino a nombre de intermediarios, los cuales alcanzaban a veces varios niveles antes de llegar al inversionista. A pesar de que las reglas adoptadas en 1978, según fueron reformadas de tiempo en tiempo, acomodaban en cierta forma la tenencia indirecta de valores, no fue sino hasta 1994 que se adoptaron reglas que distinguían claramente entre un sistema y otro y establecían en forma precisa los derechos y obligaciones de cada uno de los actores en los mercados de capitales.

Afortunadamente, en Panamá no se trató de crear sistemas novedosos, sino que se incorporaron los principios desarrollados con tumbos y tropiezos durante décadas en los Estados Unidos, sin duda el principal y más avanzado mercado de valores del mundo. En esencia, la Ley de Valores recoge las normas del Artículo 8 del Código de Comercio Uniforme de los Estados Unidos ("UCC", por sus siglas en inglés), después de la reforma de 1994, que tratan sobre la "desmaterialización" y el régimen de tenencia indirecta.

Así pues, según el artículo 151 de la Ley de Valores, el Título XI "tiene por objeto permitir la emisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, así como la creación y la operación de un régimen de tenencia indirecta de activos financieros a través de cuentas de custodia conforme a estándares que aumenten la eficiencia en la negociación de valores y faciliten la integración del mercado bursátil panameño en sistemas internacionales de custodia, compensación y liquidación de valores."

TENENCIA DIRECTA

Cuando se habla de "tenencia directa", expresión ésta que, por cierto, no se utiliza en la Ley de Valores, se hace referencia al vínculo entre el emisor del valor y el titular registrado del mismo según los registros del propio emisor o su agente, ya sea que se trate de valores emitidos físicamente ("certificated securities" en el UCC) o valores "desmaterializados" ("uncertificated securities" en el UCC) emitidos a través de anotaciones en cuenta.

Por disposición expresa de la Ley, los valores representados por certificados o documentos físicos no están sujetos a lo establecido en el Título XI (art. 153 de la Ley). Para ellos, existe toda la normativa contenida en el Código Civil y el Código de Comercio, sobre cesión, y la Ley sobre Documentos Negociables (Ley 52 de 1917). El Título XI y, en particular, su Capítulo II, sí regula los valores representados por medio de anotaciones en cuenta. Veamos unos ejemplos para ilustrar el régimen de tenencia directa.

Digamos que la sociedad ABC, S.A. emite acciones comunes mediante certificados físicos, los cuales firman sus dignatarios y entregan a los inversionistas contra el pago correspondiente. En ese caso, cada certificado estaría numerado y tendría la correspondiente entrada en el libro de registro de acciones que mantiene la sociedad ABC, S.A. o su agente. Estas relaciones se muestran en la parte superior del Cuadro No. 1.

Cuando un inversionista vende su acción a un tercero, tendría que entregarle el certificado debidamente endosado, o acompañado del correspondiente instrumento de traspaso, y el comprador tendría que presentarlo al emisor o a su agente para que se inscriba el traspaso, lo cual implicaría la cancelación del certificado viejo y la emisión de uno nuevo a nombre del comprador. En esas circunstancias, el comprador usualmente retiene el pago hasta que se le entregue un certificado inscrito en el libro de registro de acciones. Esta es la modalidad más conocida y utilizada en la actualidad, tanto en Panamá como en el resto del mundo, dentro y fuera de los mercados de capitales organizados.

Ahora digamos que la misma sociedad ABC, S.A. emite bonos "desmaterializados", es decir, representados sólo por anotaciones en cuenta y no por certificados físicos, conforme

al Capítulo II del Título XI de la Ley de Valores. Para realizar dicha emisión, la Junta Directiva de la sociedad fijaría los términos y condiciones de los bonos y autorizaría su emisión bajo esta modalidad. Las anotaciones en cuenta las realizaría el propio emisor o un agente del emisor (art. 168) en el registro. Cada entrada se haría inicialmente cuando el inversionista pague el precio por su respectivo bono. Estas relaciones se muestran en la parte inferior del Cuadro No. 1.

Cuando el inversionista desee vender su bono, tendría que notificarle el traspaso al emisor (o a su agente, según sea el caso), quien, una vez cumplidas las condiciones establecidas en la Ley (art. 171), deberá anotar el traspaso y el nombre del comprador. En este caso, el comprador paga cuando tiene constancia de que se ha hecho la entrada correspondiente en el libro de registro de bonos. Nótese que no se requiere entrega de certificados ni reemplazo de los mismos ya que no existen; tan sólo se requiere notificación al emisor (o su agente) de la venta para que éste tenga que anotar al comprador como propietario del bono.

La "desmaterialización" ocurre en este último caso, es decir, en el ejemplo de los bonos y no de las acciones. Esa palabra es utilizada en la Ley de Valores (en los artículos 163, 168, 169 y 190), pero no se define expresamente. Cuando se utiliza, se está ante una referencia a valores que son emitidos sin estar representados por instrumentos o certificados físicos. En el UCC, "desmaterialización" corresponde al régimen aplicable a "uncertificated securities". Queda claro, por tanto, que ambos – a saber, los certificados físicos y las anotaciones en cuenta - son mecanismos alternos para evidenciar la emisión de un valor.

TENENCIA INDIRECTA

El Título XI, en su Capítulo III, regula los valores que forman parte de un sistema de tenencia indirecta, así como los derechos bursátiles dimanantes de dicho sistema. Antes de proseguir, se deben aclarar ciertos conceptos.

La Ley establece que un "activo financiero incluye todo valor, dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble que un intermediario mantenga en una cuenta de custodia a favor de una persona, si el intermediario y dicha persona han acordado reconocer dicho bien como un activo financiero sujeto al Título XI de este Decreto-Ley, siempre que dicho bien no haya sido excluido de esta definición por la Comisión." (El subrayado es nuestro.)

Por otro lado, la Ley de Valores establece que "derecho bursátil es el conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los derechos de propiedad y los derechos de prenda, que tenga un tenedor indirecto con respecto a activos financieros de conformidad con el Título XI de este Decreto-Ley".

La tenencia directa trata sobre el vínculo entre el emisor que emite un valor (ya sea físico o "desmaterializado") y su ulterior propietario cuando entre ellos no se interpone un "intermediario". En breve, el régimen de tenencia indirecta trata sobre la relación que existe entre los intermediarios (que pueden ser centrales de custodia, participantes en las mismas o casas de valores) y otros intermediarios y los inversionistas cuando existen activos financieros (ya sean valores o efectivo) que las partes han convenido expresamente someter al Capítulo III del Título XI de la Ley de Valores.

En los ejemplos anteriores de la sociedad ABC, S.A., las acciones (emitidas por medio de instrumentos físicos) y bonos (emitidos mediante anotaciones en cuenta) estaban a nombre de inversionistas. (Ver Cuadro No. 1.) Hasta allí no aplica el régimen de tenencia indirecta ya que los valores están a nombre de los inversionistas; se trata de tenencias directas ya que implican una relación directa entre el emisor (o su agente para efectos de registro y traspasos) y el inversionista. Simplemente no hay intermediarios. De hecho, como ya se dijo, esta es la realidad en la gran mayoría de las sociedades mercantiles que operan en el mundo.

Ahora bien, digamos que esa sociedad ABC, S.A. requiere una importante inyección de capital, para, por ejemplo, instalar una nueva planta. Para captar los fondos necesarios para dicha ampliación, decide emitir acciones comunes adicionales y que las mismas se negocien en una bolsa de valores. Los dueños de la sociedad, que son accionistas registrados antes de la emisión pública, optan por mantener sus acciones en certificados físicos, por lo cual mantienen su tenencia directa. Esta relación se muestra en la parte superior del Cuadro No. 1. Sin embargo, los asesores de la sociedad le indican a su Junta Directiva que es conveniente depositar en una central de valores las acciones comunes adicionales que emitirán para facilitar su negociación en el mercado secundario.

Inmediatamente antes del día de la oferta pública, la sociedad ABC, S.A. deposita y consigna en la central de valores XYZ, S.A. un certificado físico emitido a nombre de dicha central, que representa la totalidad de la emisión, por ejemplo, un millón de acciones comunes. Para ello se requiere que el emisor se sujete a las reglas de la central de valores y, por ende, que esas acciones se reconozcan como activos financieros sujetos al régimen de tenencia indirecta de la Ley de Valores (a saber, el Capítulo III del Título XI). Esta relación se muestra en la parte superior izquierda del Cuadro No. 2.

El día de la oferta pública a través de una bolsa de valores, las casas de valores con puestos en la bolsa realizan compras por cuenta propia y en nombre de sus clientes. Concluida la colocación primaria de las acciones a través de la bolsa, el siguiente paso corresponde a la liquidación de las transacciones acordadas en el corro de la bolsa. Dicha liquidación tiene lugar usualmente a través de la central de valores antes aludida XYZ, S.A. Liquidadas las

transacciones a través de la central de valores, ésta acredita a los diferentes participantes (que usualmente son a su vez casas de valores), en sus respectivas cuentas de custodia, derechos bursátiles en relación con las acciones de la sociedad ABC, S.A. en la cantidad que refleje las compras realizadas por cada uno, ya sea a cuenta propia o de terceros. Cada participante de la central de valores, a su vez, acredita a sus clientes, en sus respectivas cuentas de custodia, derechos bursátiles en relación con dichas acciones en la cantidad que refleje las compras realizadas por dichos clientes según las instrucciones que hayan recibido de ellos. La relación entre la central de valores XYZ, S.A., los participantes y casas de valores y los inversionistas se muestra en el extremo derecho del Cuadro No. 2.

Hasta allí deben quedar claras las relaciones entre el emisor y el único tenedor registrado de las acciones ofrecidas públicamente, a saber, la central de valores XYZ, S.A. - es decir, la relación de tenencia directa representada por un certificado físico - y las relaciones entre la central de valores, los participantes, las casa de valores y los inversionistas – es decir, el régimen de tenencia indirecta.

Ahora bien, digamos que contemporáneamente con dicha emisión de acciones comunes, la sociedad ABC, S.A. también decidiera colocar bonos para redimir los otros bonos objeto de nuestro ejemplo anterior y para captar capital de trabajo. Supongamos que la emisión se haga en forma desmaterializada en vez de instrumentos físicos. Para esta emisión, supongamos que los asesores de la empresa también sugieran que los valores estuvieran consignados en una central de valores para facilitar su negociación. Con este fin, antes de la oferta pública de los bonos, la Junta Directiva del emisor autorizaría la emisión de los bonos (incluyendo sus términos y condiciones) y anotación en su libro de registro de bonos de una entrada a nombre de la central de valores XYZ, S.A. por la totalidad de los bonos a emitir. El bono se considerará emitido una vez hecha dicha anotación, sin necesidad de entregar certificado alguno a su tenedor registrado. Esta relación se muestra en el extremo inferior izquierdo del Cuadro No. 2. De allí en adelante, el proceso de colocación y liquidación es idéntico al descrito arriba para las acciones. Ver extremo derecho del Cuadro No. 2.

Al igual que en el ejemplo anterior en relación con la oferta pública de las acciones, existe una relación de tenencia directa entre el emisor y el único tenedor registrado de los bonos, a saber, la central de valores XYZ, S.A. (que, en esta ocasión, está representada en forma desmaterializada) y aplica el régimen de tenencia indirecta a las relaciones entre la central de valores, los participantes, las casas de valores y los inversionistas.

Concluida la colocación primaria, las transacciones en el mercado secundario relacionadas con las acciones comunes y bonos de la sociedad ABC, S.A. consignados en la central de valores XYZ, S.A. se realizan a través de una bolsa y luego se liquidan mediante entradas en los libros (usualmente electrónicos) de dicha central.

Por ejemplo, digamos que, luego de la colocación primaria, la central de valores XYZ, S.A. le acreditó a la casa de valores 111, S.A. derechos bursátiles sobre 400,000 acciones de la sociedad ABC, S.A. y 600,000 acciones a favor de la casa de valores 222, S.A. Cada una de estas casas de valores, a su vez, le acreditaron a sus respectivos clientes derechos bursátiles en relación con esos activos financieros, a saber, las acciones.

Ahora digamos que la casa de valores 333, S.A. conviene con la casa de calores 222, S.A. en el corro de la bolsa la compra de 100,000 acciones que un cliente de la casa de valores 222, S.A. deseaba vender y que otro cliente de la casa de valores 333, S.A. deseaba comprar. El día de la liquidación de la transacción a través de la central de valores XYZ, S.A., ésta simplemente recibe instrucciones de cada casa de valores para traspasar las acciones mediante anotaciones en sus respectivas cuentas de custodia y para acreditar los fondos producto del pago correspondiente. Bajo el régimen de tenencia indirecta, para concretar esa transacción no se requiere recoger, entregar ni endosar certificado de acción alguno.

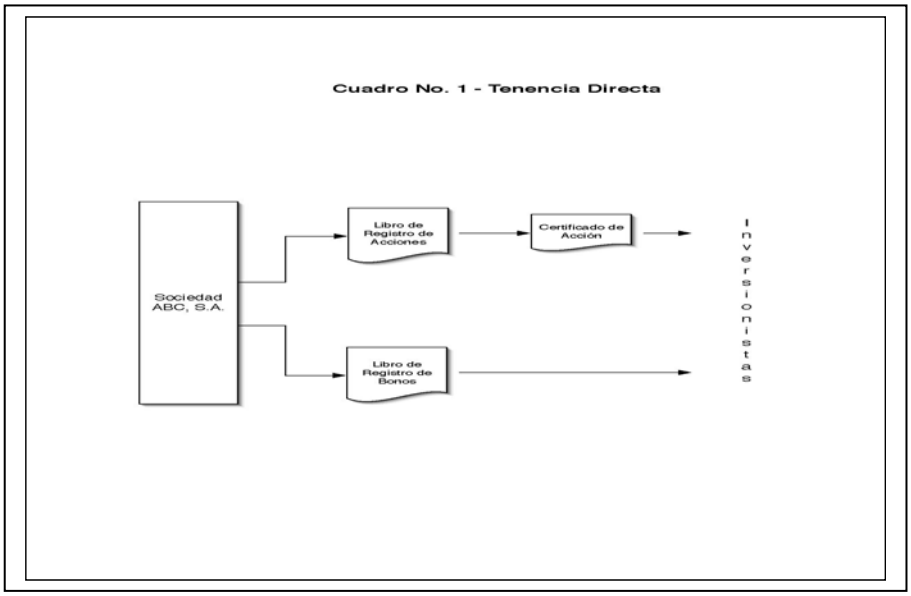
Más aún, si una misma casa de valores tiene un cliente, a quien le ha reconocido derechos bursátiles en relación con, por ejemplo, 1,000 acciones de la sociedad ABC, S.A. y que desea vender dichas acciones, y tiene otro cliente que desea comprar igual número de acciones, la transacción de compraventa puede tener lugar a través de la bolsa y ser liquidada sin necesidad de que haya que hacer entrada alguna en el emisor o en la central de valores; se liquida simplemente en los registros de la casa de valores.

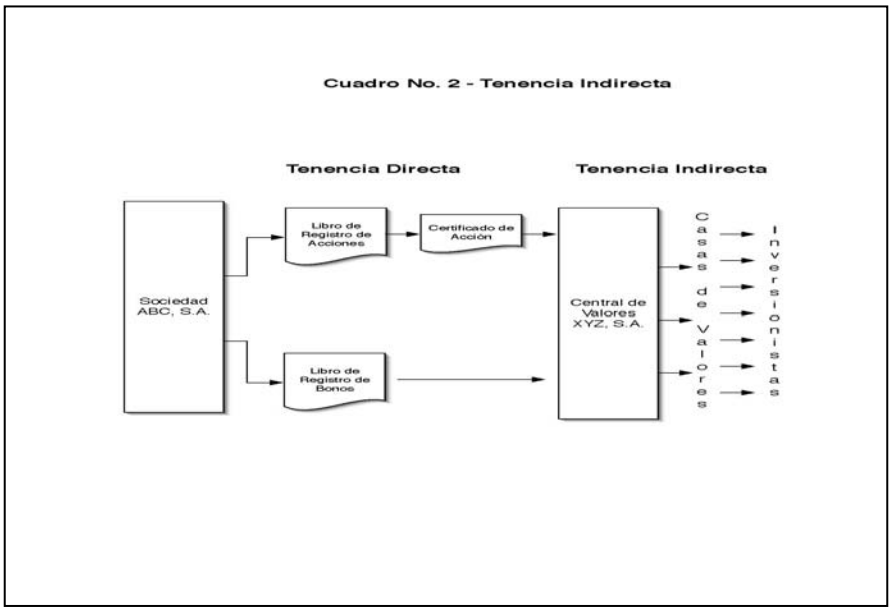
De lo anterior queda claro que sería equivocado utilizar la palabra "desmaterización" y tenencia indirecta indistintamente. No son lo mismo. Un valor se considera "desmaterializado" cuando no existe instrumento o certificado físico que lo represente, sino que su emisión y traspaso tiene lugar a través de anotaciones en cuenta. El régimen de tenencia indirecta no trata de valores *per se* ni de la relación específica entre el emisor y el inversionista, sino de un régimen patrimonial sobre activos financieros y del reconocimiento de derechos bursátiles relacionados con los mismos.

CONCLUSIÓN

El Título XI de la Ley de Valores es el producto de años de experiencia de las principales plazas financieras del mundo, que nuestra legislación, afortunadamente, decidió seguir. Tanto con el régimen de anotaciones en cuenta como con el de tenencia indirecta se pretende minimizar los inconvenientes y dificultades relacionados con la manipulación de instrumentos físicos y así facilitar la negociación y el traspaso de valores. Ahora, nos toca estudiar, comprender y poner en práctica estas novedades jurídicas para lograr el mejor desenvolvimiento y desarrollo de nuestro mercado de valores. Los conceptos vertidos en este ensayo tan sólo ponen en contexto los principios generales de dicho título, cuyo

articulado desarrolla en detalle los derechos y obligaciones del emisor y del tenedor registrado en el régimen de desmaterialización mediante anotaciones en cuentas y de los intermediarios y los inversionistas en el régimen de tenencia indirecta. Con este ensayo esperamos haber contribuido al mejor entendimiento de dichos principios generales para que resulte más fácil interpretar y aplicar ese articulado.





LOS REGULADORES Y EL MERCADO GLOBAL

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

El 28 y 29 de octubre se llevó a cabo en Nueva York una conferencia del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

La CNV de Panamá fue una de las 6 comisiones de valores de Latinoamérica, junto a México, Chile, Brasil, Colombia, Uruguay, que participó en la conferencia.

La introducción al evento la dio William Donaldson Presidente de la Comisión de Valores de los Estados Unidos (US SEC).

En la conferencia se trataron los siguientes temas: "El futuro de la autorregulación" por Arthur Levitt ex Presidente del US SEC; "Rol y operaciones de las bolsas de valores en el siglo XXI"; "La vigilancia y supervisión transfronteriza de los auditores" por William McDonough del Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) y con la participación de Samuel A. Dipiazza Jr. de PriceWaterhouseCoopers; "Los derechos de los accionistas en el mercado de capitales globales"; "Los emisores en el mercado de capitales globales"; "Cumplimiento transfronterizo" con Stephen Cutler Director de la Division de Fiscalización del US SEC; "El impacto de la tecnología en la conducta del negocio de valores y su regulación" y "Regulador único versus regulador funcional y regulación federal versus estatal. La centralización en regulación financiera: Es algo inteligente?" con la ponencia de Michael Klein de Citigroup y la conducción de Gerd Hausler del Fondo Monetario Internacional (FMI).

La participación de reguladores, representantes del sector privado y del mundo académico, permitió tratar los temas que preocupan a los mercados de valores del mundo y de los cuales Panamá no es ajeno. Estos temas cubren 6 grandes áreas que son:

1. Las bondades y desventajas del tema de la **autorregulación de los mercados de valores**, modelo adoptado por la regulación panameña, fueron objeto de intercambios de opiniones que dejan en evidencia la necesidad de prestar mucha atención a este mecanismo de supervisión para asegurar su eficiencia y efectividad.

2. El siempre importante tema del **gobierno corporativo** que cambia, sin detenerse, la forma como son manejados los emisores que ofrecen sus valores al público.

3. El tema de la **vigilancia de los auditores** dejo en evidencia lo mucho que falta por avanzar en el sistema panameño para asegurar una efectiva supervisión de este indispensable servicio que brindan estos profesionales.

4. La **necesidad de cooperación entre reguladores de valores casos de fraudes internacionales en valores**. Panamá debe prestar mucha atención en este punto, de forma que pueda demostrar su decisión inequívoca de cooperar de manera efectiva y expedita, a nivel de reguladores, en las investigaciones de fraudes en los mercados de valores. La CNV de Panamá debe contar con la facultad legal suficiente para poder firmar el Memorando de Entendimiento Multilateral (MMOU) propuesto por IOSCO que constituye el instrumento fundamental en esta materia. Con las actuales normas, la CNV no posee la facultad legal para poder ser signatario de este documento. Esto lo sabe la CNV y lo ha corroborado un equipo de verificación independiente, formado por reguladores de 4 países (Suiza, Sri Lanka, Portugal y Estados Unidos), al que se ha sometido voluntariamente la CNV. Esta limitación pone a Panamá en incumplimiento de principios internacionales de IOSCO y nos coloca en posición de desventaja.

5. Los **avances tecnológicos** son asombrosos y en el mercado de valores panameño, si no invertimos en tecnología, corremos el riesgo de quedarnos atrás en comparación con otros mercados y reguladores.

6. El tema del **regulador único versus el regulador funcional** (por ejemplo banca, valores y seguros) es un viejo debate internacional y dejó, una vez más, en evidencia que ambas aproximaciones presentan ventajas y desventajas y que no es posible imponer un modelo particular sin atender las realidades de cada mercado. Lo medular es que el público inversionista y los usuarios del sistema financiero reciban el mejor servicio público posible y sientan que el sistema cumple y llena sus expectativas.

Un elemento a destacar fue la ausencia de consideraciones sobre la necesidad de apoyo de la justicia a la labor de los reguladores. La explicación es muy sencilla: En los mercados avanzados (por eso lo son) este es un tema ya superado. La justicia apoya la labor de los reguladores. En los mercados no avanzados esta es una asignatura pendiente por lo cual vemos en otros foros (particularmente de reguladores latinoamericanos) el grito de auxilio para una mayor colaboración entre los reguladores y los encargados de impartir justicia. Este ejemplo demuestra cómo la justicia es uno de los elementos necesarios para el desarrollo de los mercados. Sin justicia efectiva, es decir, sin la confirmación de las sanciones impuestas a quienes violen las normas de valores (cuando las sanciones tengan fundamento obviamente) ni la mejor regulación, ni la mejor voluntad de un regulador, pueden cumplir la misión que espera el público inversionista. El número de inversionistas en la realidad panameña es limitado y la posibilidad de atraer nuevos inversionistas se ve comprometida cuando no existen las seguridades necesarias.

En conclusión fue una oportunidad aprovechada por Panamá para participar activamente en este foro cuya asistencia era por invitación solamente. La ocasión fue propicia para firmar MOU con la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Nota: Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa. Noviembre 2004.

INVESTIGACIONES INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS DE VALORES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

En los últimos meses la CNV de Panamá ha participado en conferencias relacionadas con el tema de las investigaciones sobre fraudes de valores y cooperación internacional.
En agosto de 2004, la CNV fue la única comisión extranjera invitada a participar en la conferencia organizada por la Comisión de Valores de los Estados Unidos que reunió en Texas a agencias de investigación como el FBI, el Departamento de Justicia y otras.

En septiembre la CNV organizó una conferencia en la cual expusieron funcionarios del FBI, así como de la Comisión de Valores de Puerto Rico y que contó con la participación de funcionarios el Ministerio de Gobierno y Justicia (Dirección del Tratado de Asistencia Legal Mutua TALM), la Unidad de Análisis Financiero (UAF), Ministerio Público (Fiscalias especializadas en delitos bancarios y financieros y de drogas), Órgano Judicial (Juzgados penales, Tribunales Superiores y Corte Suprema de Justicia) y Policía Técnica Judicial (PTJ).
En octubre se llevó a cabo en Auckland, New Zealand, dentro de la conferencia del International Bar Association, panel titulado: "Anatomía de una Investigación transfronteriza de valores" en el cual participo como panelista la CNV.

En tema de forma, los 3 eventos antes indicados todos han seguido un formato tipo panel que parten de un caso hipotético de un fraude internacional de valores que es analizado por múltiples expertos de diversas profesiones y jurisdicciones.
En el tema de fondo lo que demuestra esta actividad de intercambio de conocimientos en materia de técnicas de investigación es que los mercados de capitales son globales y que cada día es mayor la necesidad de cooperación entre reguladores de manera que los inversionistas no resulten perjudicados por fraudes internacionales.

El fenómeno de la globalización no sólo ha cambiado los mercados financieros, le esta dando pie al surgimiento de negocios fraudulentos internacionales de los cuales Panamá no escapa. Algunas veces se puede pensar que los que comenten fraudes son los reales ganadores de la globalización. Se dice que las empresas de hoy ofrecen frecuentemente soluciones globales. Paradójicamente los reguladores no tienen soluciones globales efectivas para hacer cumplir las leyes de valores.

Uno de los avances más importantes efectuados para contrarrestar esta deficiencia es el Memorando de Entendimiento Multilateral (MMOU) de IOSCO de 2002, el cual ha sido descrito como "el credo de la regulación en cooperación internacional de valores." No

todos los miembros de IOSCO pueden firmar este MMOU. Se requieren tener facultades suficientes para poder firmarlo. Estas facultades suficientes son verificadas previamente por un equipo independiente antes de poder proceder a la firma del MMOU. 26 miembros de IOSCO han firmado y más de 20 miembros han formulado solicitud para firmar el MMOU.

El tema medular es la posibilidad de intercambio de información entre entes administrativos, esto es asistencia directa dada entre los reguladores de valores por reguladores de valores al obtener o pasar información cuando se trata de violaciones a las leyes de valores como son la manipulación de mercado, el *insider trading* y el fraude bursátil.

Se considera que todavía hay jurisdicciones en las cuales sus reguladores de valores no pueden o no quieren apoyar el intercambio de información. Las razones son muchas y variadas y difieren de jurisdicción a jurisdicción. Leyes de secreto bancario y/o requerimiento de doble criminalidad son usualmente usados como limitantes de cooperación. Muchas veces la información sólo puede ser intercambiada entre fiscales o en el ámbito judicial y no entre autoridades reguladoras.

Los organismos internacionales consideran que estas condiciones no deben ser barreras insuperables que eviten las investigaciones de fraudes que perjudican a inversionistas de muchos países. Les preocupa que si esto ocurre en una jurisdicción en la que su industria financiera tiene negocios transfronterizo en volumen importante con mercados financieros extranjeros, esto puede tener implicaciones sistémicas. Aparte de que habilidosos "*arbitrageurs*" sistemáticamente están pendientes y explotan estos vacíos legales y de cooperación para permanecer libres de persecución, lo cual es inadmisible.

Organizaciones internacionales como el Financial Stability Forum (FSF), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Comité de Basilea y el Financial Action Task Force (FAFT) o Grupo de Acción Financiera (GAFI) por su nombre en español, hacen esfuerzos para reducir los vacíos y lograr la cooperación efectiva. El FSF esta esperando que IOSCO tome pasos adicionales al actual MMOU y su proceso de firma y que cubra a no miembros de IOSCO. No es suficiente para IOSCO tener una comunidad de buenos miembros cooperadores entre si, si existen otras jurisdicciones que no cooperan.

En este escenario Panamá, sin perder en ningún momento y bajo ninguna circunstancia sus legítimas ventajas comparativas, no puede quedar, bajo ningún concepto, como un país cuya Comisión Nacional de Valores no cuenta con las facultades legales requeridas para cooperar con sus homólogos cuando se trata de perseguir violaciones a las leyes de valores. Lo anterior no es posible hoy en día en que los mercados de valores son cada vez

más globales y sobre todo si Panamá quiere jugar un papel destacado y competitivo, positivamente claro esta, como un centro financiero internacional de prestigio.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en El Panamá América. Noviembre 2004.

EL MEMORANDO MULTILATERAL DE ENTENDIMIENTO DE IOSCO Y PANAMÁ

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), aglutina a los organismos reguladores de los mercados de valores de todo el mundo. IOSCO es el equivalente en materia de valores del llamado Comité de Basilea para la banca. Panamá forma parte de esta organización internacional por intermedio de la CNV.

Hace varios años IOSCO presentó a la comunidad internacional un memorando multilateral de entendimiento (MMOU, por sus siglas en inglés), que tiene como objetivo regular todo lo referente a la forma como los reguladores de valores del mundo procederán a la indispensable cooperación internacional en materia de regulación y supervisión de los mercados de valores. Se busca luchar de forma coordinada contra problemas graves como el fraude internacional en materia de valores, la manipulación de precios y el uso indebido de información privilegiada, sin que la lista sea exhaustiva,

Para poder firmar este MMOU es necesario que el regulador de valores que así se lo proponga, se someta a una evaluación técnica por parte de colegas reguladores. Este grupo evaluador determinará, luego de consultar al regulador del país interesado, entre otros elementos, si la legislación del regulador del país solicitante le permite firmar el MMOU. Es un proceso que toma tiempo ya que no se trata de firmar un MMOU que luego no se puede cumplir.

En caso de que el regulador pueda firmar el MMOU, pasa a formar parte de un Anexo A que contiene a la fecha 23 reguladores que han firmado el MMOU.

En caso de que el comité evaluador determine que el regulador no tiene la normativa suficiente que le permita firmar el MMOU, pero el regulador solicitante ha manifestado formalmente su interés de trabajar en cambios a su legislación nacional de manera que pueda firmar el MMOU, el comité formula, luego de consultar nuevamente al regulador del país interesado, una recomendación a IOSCO para que el regulador pase a formar parte de un llamado Anexo B.

El Anexo B contiene a la fecha 4 reguladores que en los próximos cinco años harán su mejor esfuerzo para lograr pasar a la lista del Anexo A.

El 3 de febrero de 2005 IOSCO emitió un importante comunicado público (www.iosco.org) en el cual establece el plan de acción concreto de la organización en materia del MMOU.

Este documento aclara que IOSCO iniciará una campaña de diálogos confidenciales con los diferentes países que no se encuentran en ninguno de los dos Anexos arriba explicados con el objetivo de lograr que procedan a firmar el MMOU y de que aquéllos que no se encuentran en posición de firmarlo, hagan los cambios necesarios para poder hacerlo en un futuro cercano.
IOSCO ha anunciado que no tiene intención, por el momento, de proceder a elaborar ningún tipo de listas con connotaciones negativas como se ha hecho en otros casos, y a Panamá le consta muy bien (con los costos negativos en imagen que ello conlleva).

En el caso concreto del MMOU, Panamá se adiciona recientemente a la lista selecta de, por ahora, 4 países (Anexo B) que, si bien no pueden firmar el MMOU, han manifestado de forma seria, pro activa y responsable, y adelantándose a lo que es inevitable en un mundo globalizado, su intención de hacer cambios para poder firmar este MMOU y formar así parte del concierto de naciones cooperadoras en materia de regulación y supervisón de los mercados de valores.

La CNV, en los tres últimos años que tiene de estar trabajando en este tema, ha hecho su labor. Se necesita ahora la cooperación de todos los responsables nacionales para que por medio de un dialogo constructivo, se pueda lograr lo que debe ser una meta como país: Enviar un mensaje de seriedad, responsabilidad y lucha contra el fraude y atraer así inversión extranjera seria y permanente, para beneficio de todos.

Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente las de la CNV ni las del personal que en ella labora.

SEMINARIO REGIONAL DE LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO)
Organizado por IOSCO-CONASEV- CAF

LOS RETOS DEL REGULADOR DE VALORES ANTE LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES Y LA LUCHA CONTRA EL FRAUDE FINANCIERO

Lima, Perú, del 27 al 30 de junio de 2005.

Mesa Redonda
Lunes 27, Junio 2005

Actuaciones para fortalecer al regulador
El diálogo político
Las políticas de comunicación con las partes interesadas

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)

I. Introducción

Deseo agradecer a los organizadores de este seminario regional por la atenta invitación para participar en calidad de expositor. Agradezco especialmente a Isabel Pastor de IOSCO por la amable deferencia para con mi persona. Es un placer compartir mesa con Paloma Portela de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España y Lorena Dueñas de la Superintendencia de Valores de El Salvador con quienes he tenido oportunidad de trabajar en el pasado y por quienes siento un sincero respeto por su dedicación y capacidad de trabajo que siempre me han demostrado.

Esta mesa redonda a la que me han invitado a participar tiene como temas los siguientes tres: Las actuaciones para fortalecer al regulador, el dialogo político y las políticas de comunicación con las partes interesadas.

Expresaré y compartiré algunas apreciaciones personales sobre los temas de la mesa redonda producto - la mayoría- de experiencias directas ganadas en los 6 años que tengo de estar fungiendo como regulador del mercado de valores de Panamá, así como del estudio de situaciones del derecho comparado y de las experiencias de otras jurisdicciones

que me permiten-espero-, aportar algún valor agregado de utilidad práctica para los asistentes a este seminario.
Por cuestión de metodología procederé a establecer un listado, no exhaustivo por cierto y obviamente subjetivo, de puntos fundamentales, que deben tenerse en cuenta para atender cabalmente los temas de la mesa redonda.

II. Consideraciones generales.

Previamente conviene recordar que el regulador del mercado de valores actúa, y esto varía según la jurisdicción de que se trate, en dos esferas. Hay actuaciones en la esfera regulatoria, entendiendo el regular como la capacidad de crear o establecer normas y existen las actuaciones supervisoras o fiscalizadoras que son las acciones tendientes a vigilar que las normas correspondientes se cumplan efectivamente. Algunos sistemas integran las funciones antes explicadas en un solo ente denominado comúnmente el regulador y otras las separan en dos entes: Uno regulador en sentido estricto y otro supervisor o fiscalizador. Aquí usaré regulador en sentido amplio.

Otra consideración previa importante. Como punto de partida me parece prudente reconocer las realidades distintas que vivimos los distintos reguladores de los mercados de valores de la región latinoamericana, a quienes viene dirigido este seminario. Hay por un lado, reguladores de los mercados de valores que han logrado ya un fortalecimiento importante en sus actuaciones y que su interés se concentra en perfeccionar sus fortalezas para hacer frente a un cambiante, cada vez más exigente y global mercado de valores que debe ser regulado.

Hay otro grupo distinto el cual lucha aún por lograr establecer, en algunos casos, y en otros, se encuentra muy próximo a alcanzar cierta madurez necesaria de sus instituciones regulatorias para regular y supervisar un mercado de valores incipiente, en algunos casos, o tímidamente desarrollado en otros.

Hay abismales diferencias entre los intereses y necesidades de cada grupo, por lo cual la orientación de una mesa redonda en uno o en otro sentido exclusivamente, alienaría, o al menos le haría perder interés práctico, al sector no incluido.

Por ello es conveniente reconocer, y en ellos quiero concentrarme, que hay también denominadores comunes que pueden destacarse, o dicho de otro modo, elementos indispensables de interés para el fortalecimiento de cualquier regulador de un mercado de valores, tanto de un mercado de valores desarrollado como de uno en desarrollo.

A. Actuaciones para fortalecer al regulador ¿El recetario?

Para poder brindar recetas hay que saber lo que se quiere construir o qué se debe fortalecer. Se necesita por lo tanto una evaluación de la situación, un análisis de las acciones que se pueden tomar y sus consecuencias esperadas, una plena identificación de las partes interesadas o aquéllas con las cuales es necesario trabajar y finalmente establecer un plan de implementación con un cronograma realista. Lo anterior no es distinto, ni tiene por qué serlo, a cualquier otro plan o proyecto.

Las actuaciones para fortalecer deben provenir en primera instancia del propio regulador y de su propio plan de acción. Lo anterior da por sentado la existencia previa de un mandato claro por vía legal de la función que la sociedad correspondiente como un todo ha asignado a dicho regulador. Esto también varía de jurisdicción a jurisdicción y del momento particular que viva cada jurisdicción.

Así se observan en muchas jurisdicciones mandatos de fomento y promoción de los mercados de valores, en mercados que necesitan desarrollo, y mandatos que se concentran en la protección al inversionista, en mercados más maduros.

La experiencia acumulada de reguladores y de organismos internacionales permite indicar que es condición *sine qua non* para que el regulador, cualquier regulador, pueda fortalecer sus actuaciones, la existencia y práctica de un buen gobierno institucional por parte del propio regulador.

Buen gobierno institucional.

Un regulador del mercado de valores se fortalece teniendo un buen gobierno institucional. El buen gobierno institucional incluye factores concretos como son: **La independencia, la responsabilidad, la transparencia y la integridad**. No es suficiente, y es en ocasiones un error costoso, dar estos elementos siempre por existentes y pensar que deben estar presentes por simples razones lógicas o evidentes. Es necesario, en aras de un regulador fuerte en sus actuaciones, que su trabajo, y la forma de conducirlo, explícitamente gire en torno a estos cuatro principios antes mencionados.

En algunos casos se requiere cooperación externa. Tal es caso de la **independencia del regulador** del mercado de valores, la cual es un atributo o condición que no se logra fácilmente, ni en mercados desarrollados ni en mercados emergentes.

Y es que independencia o autonomía significa o implica por definición el separarse de algo o de alguien y éste alguien usualmente es el gobierno central. Destaco inicialmente

este elemento de buen gobierno por ser uno de los más importantes y porque alcanzarlo implica una importante labor de convencimiento, lo cual a su vez implica pensar necesariamente en el diálogo político y en el uso de políticas de comunicación con las partes interesadas que forman los tres temas objeto de la mesa redonda.

Analicémoslo en la práctica. Una Superintendencia de Valores o Comisión de Valores confiable e independiente que tenga la voluntad y la autoridad necesarias para dictar reglas, inspeccionar las compañías de corretaje de valores, perseguir el tráfico de influencias y multar a las empresas que publiquen información errónea es indispensable tanto en los primeros años de desarrollo de la institución, como durante su evolución y madurez. Todos los reguladores lo sabemos y es nuestro deber explicarlo al resto de las partes interesadas, que pueden no tenerlo tan presente.

Curiosamente en el tema de la independencia, las dificultades surgen desde la designación misma de los responsables del regulador, etapa que puede presentar problemas no sólo de resistencia del sector privado sino paradójicamente del sector público. Explico, a mi juicio, algunas de las razones. Muchos gobiernos consideran que deben ejercer un control en el mercado de valores mayor para proteger a los inversionistas, y no creen que una comisión o superintendencia independiente o realmente autónoma ejercería ese control.

Por el lado privado, la aspiración de ciertos actores del mercado, presentes en muchos casos mucho antes que el regulador, puede ser la de mantener cierto grado de control sobre el regulador. Ambas tentaciones y prácticas (pública y privada) deben evitarse a toda costa. El regulador debe ser y parecer técnico y no político y sobre todo lo más independiente posible. Este es un estándar internacional reconocido por IOSCO.

En algunos casos las comisiones o superintendencias de valores pueden verse obstaculizadas por el poder desproporcionado de los agentes del mercado en comparación con ellas. A menudo, la propia bolsa, por ejemplo, dispone de mejor información que la comisión y no la comparte plenamente. Desde el punto de vista político, los corredores de bolsa pueden ser más poderosos que los entes reguladores, haciendo que su inspección sea una empresa de dudosos resultados.

Como sabe todo regulador, es mucho más probable que se encuentren bien organizados los intermediarios profesionales. Debe evitarse que estos intermediarios, gracias a su mejor organización, puedan ejercer un control indebido sobre el regulador y sus planes. Ni siquiera debe existir la apariencia de que el regulador está sometido a los deseos de los intermediarios profesionales, en detrimento del interés general.

Curiosamente del seno de estos profesionales del mercado saldrá un gran número de los miembros que forman el regulador en algún momento de su existencia. Debe evitarse a

toda costa un ambiente de confrontación o creación de bandos. No obstante, el regulador debe tener muy claro y siempre presente su función pública y su misión y visión que en ocasiones requerirá, en el interés colectivo, sancionar enérgicamente a antiguos (o futuros) colegas y compañeros o clientes. Este momento es crucial ya que es el que puede fortalecer o debilitar la reputación del regulador - su principal fortaleza-a los ojos del público inversionista local e internacional.

Las personas que conformen el regulador y sobre todo sus líderes son muy importantes. Hoy día, en la mayoría de los mercados emergentes, que ya han adelantado bastante en la etapa regulatoria, los problemas radican con más frecuencia en la *aplicación* de las normas que en las normas propiamente dichas y esto depende en gran medida de las personas.

Se pueden esperar líderes inspirados en altos valores éticos y altruistas, pero también hay que ser realista, se necesitan recursos económicos suficientes para poder remunerar satisfactoriamente al equipo técnico del regulador. Se debe competir con el sector privado por un universo reducido de personas con experiencia y conocimientos especiales.

Uno de los principales problemas del regulador es la movilización de su personal, una vez se encuentra debidamente entrenado y capacitado, al sector privado en busca de mejor remuneración. Se requieren normas éticas y de conducta que regulen estas situaciones inevitables.

Por otro lado, los inversionistas, los mejores aliados del regulador, en muchos mercados emergentes, son una masa heterogénea y para nada organizada (numéricamente escasa en muchos países) de la cual se escucha su voz únicamente cuando existen problemas (fraudes financieros, incumplimientos).

Las anteriores realidades permiten reflexionar en el sentido que es necesario tener un plan de acción de prevención y no de reacción. Para ello un instrumento muy importante es la orientación o educación al inversionista como medida para prevenir y corregir las distorsiones arriba reseñadas.

Si bien se requiere insistir, y nunca es suficiente, en la necesidad de independencia del regulador, esta necesidad debe ir, imperiosamente, acompañada de **la obligación por parte del regulador de valores de rendir cuentas y el concepto de responsabilidad (*accountability*).** En algunos de nuestros países se teme, por el sector público y privado, dar mucha independencia y autonomía a ciertos entes. Un elemento que debe ayudar a disminuir estos temores es el rendir cuentas y la responsabilidad del regulador por sus actuaciones frente a la sociedad en general.

Para lograr la construcción de consenso y rendir cuentas no hay mejor mecanismo que **la transparencia del regulador**, concepto que en el mercado de valores, por razones obvias, cobra una importancia mayúscula. Así como el regulador demanda transparencia a los emisores de valores, si predica con el ejemplo se fortalece su posición y reputación. De no hacerlo su credibilidad queda sumamente cuestionada. El regulador se fortalece con una buena reputación.

Por último y no menos importante, y nunca se puede insistir lo suficiente en ello, **la integridad del regulador** y sus miembros es indispensable. Este principio se relaciona con otros. Por ejemplo, si hay rendición de cuentas y exigencia de responsabilidad el regulador estará naturalmente más proclive a preocuparse por su integridad. La integridad del regulador le puede ayudar en su independencia. Un regulador íntegro puede asegurase mayor independencia-frente a terceras partes- que uno que no lo es.

2. Las actuaciones para fortalecer al regulador conviene que nazcan o provengan del propio regulador y se tiene que trabajar en la labor de convencimiento del resto de las partes interesadas.

Dicho de otra manera nadie más que el regulador local puede saber y establecer mejor sus necesidades. No hay recetas importadas.

Para el logro de lo anterior debe, imperativamente para tener posibilidades de algún éxito, existir un plan de acción bien estudiado y organizado. Contra este plan, cualquiera que sea, conspiran muchos elementos, entre ellos: El tiempo. Los cambios en muchos mercados de valores emergentes toman más de una administración tanto del regulador, como de la clase política. Esto le resta atractivo mediático y político al tema. No todos tienen la paciencia suficiente. Hay, en este negocio más corredores de velocidad que de resistencia. Por ello, es importante establecer y vender con entusiasmo un plan a mediano y largo plazo y para varias administraciones políticas y estar preparado para altas y bajas en su ejecución.

El primer punto a observar es que la comunidad, tanto privada como política, en ciertos mercados, en ocasiones no está consciente de la importancia de los mercados de capitales. En algunos por el desarrollo con gran éxito del sistema bancario y en otros por otros factores.

La primera tarea entonces es encontrar los aliados. Esto es difícil. Por el lado político, son indispensables los Ministerios de Economía, finanzas o sus equivalentes. Sin ellos y su apoyo decidido todo avance se ralentiza o simplemente no se da.

Si bien la meta es establecer al regulador del mercado de valores como una institución duradera que no dependa precisamente de individuos en particular, no se puede desconocer la importancia de las personas- y muy cierto es en nuestra región- para el desarrollo y mantenimiento de las instituciones. Hay que reclutar y mantener motivada a la gente correcta a todos los niveles y en todas las etapas, iniciales, de desarrollo y de consolidación.

Se necesita que personas, tanto del sector público como del sector privado, que inspiren la suficiente confianza trabajen juntas de forma armónica y con una misma meta. Esto es más fácil decirlo que hacerlo. Un Ministerio de Hacienda o de Economía, coordinado con el sector privado representado por una bolsa o asociación de intermediarios, son aliados indispensables tanto al inicio como en la evolución permanente del regulador y sus funciones.

Los agentes y grupos comerciales nacionales a menudo son las voces más poderosas- a favor o en contra- en la reforma reglamentaria e institucional que afectan siempre las actuaciones del regulador. Aunque los gobiernos son en última instancia los responsables de dar forma al marco reglamentario y, en alguna medida, al marco institucional de los mercados de valores y son quienes toman las decisiones, el impulso para modificar la política oficial cada vez procede más de agrupaciones nacionales como las asociaciones de banqueros, las agrupaciones de corredores de valores, las asociaciones comerciales de contables, las empresas emisoras y otras similares.

De todos los involucrados se requiere mucha energía, determinación, autoridad y sobre todo visión. Lo más difícil en el inicio, y luego con cambios de gobierno, puede darse en la parte política. Los cambios que genere el desarrollo del mercado de valores no son, como he indicado antes, necesariamente ni rápidos ni espectaculares por lo cual el sector público y político tiene que tener una gran visión de estadista. Es probable que una Administración en particular no pueda ver resultados concretos, ni mucho menos recompensas políticas inmediatas por su trabajo. Puede suceder que le corresponda a una Administración sentar las bases institucionales, de las cuales otro grupo político obtendrá, eventualmente, beneficios políticos, en caso de darse estos. Los escándalos financieros no son siempre coincidentes con determinada Administración, así que por el lado de los problemas tampoco hay necesariamente coordinación.

Con el sector privado el análisis implica reconocer varias realidades, más propias de algunas jurisdicciones que de otras. La situación puede ser difícil para el regulador ya que los agentes del sector privado del mercado generalmente pueden tener mayor poder e influencia que los reguladores. Hay diversas razones, entre ellas algunas de raíces históricas.

3. La capacitación de los reguladores y los inversionistas es crucial.

Otro problema que se presenta es el conocimiento práctico de los regulados del mercado *vis a vis* el conocimiento del regulador y su personal. Es un problema básico y medular en ciertos mercados y de relativa fácil solución o menor impacto en mercados más grandes. En todo caso en su solución ejerce influencia la madurez del mercado de valores que indicará la calidad de cultura bursátil que se tiene como un todo y esto influye tanto en el regulador, sus miembros y el mercado, sus miembros, así como el público inversionista en general.

Este tema que parece conceptual tiene importancia práctica. Cuando permiten la introducción de nuevos productos, los reguladores deben familiarizarse con ellos y comprender los riesgos que entrañan. La reforma suele ser un proceso dinámico: una sociedad privada lanza un producto, los reguladores lo evalúan y afinan los reglamentos, y entonces se introducen nuevos productos adaptados a las nuevas directrices.

Todo ello me lleva a sostener que en muchos casos hace falta personal especializado en materia de mercado de valores. En muchos países con mercados nuevos o recién revitalizados, los únicos profesionales financieros son los banqueros, pero a menudo la mentalidad del banquero no es la apropiada para el sector de valores. Incluso cuando hay una gran gama de oportunidades, la dirección de algunas empresas sigue realizando negocios de tipo bancario porque es algo conocido y representa menor riesgo, además de generar ingresos constantes, en lugar de intentar incursionar en el negocio del mercado de valores.

Nuevamente se pueden apreciar consecuencias prácticas concretas. La falta de especialización puede obstaculizar la adquisición de conocimientos. En los países donde todas las instituciones financieras tienen el mismo estatuto bancario, muchas empresas de intermediación de valores optan por prácticas bancarias más seguras. Un asociado técnico extranjero comprometido, puede añadir mucho valor, especialmente en las primeras etapas cuando la curva de aprendizaje es más pronunciada.

Es mi parecer y en ocasiones, por lo obvio se tiende a olvidar, que hay profesionales que asisten a los miembros del mercado y que son claves. Me refiero concretamente en esta ocasión a contadores/auditores y abogados.

Los gremios de estos profesionales son fundamentales en países en los cuales los contadores y abogados están debidamente organizados y son representativos e influyentes. Su posición- o falta de posición- frente al mercado de valores es determinante. En el caso de los contadores/auditores por la importancia para el mercado de las normas

de contabilidad y auditoría, el desarrollo de estos profesionales, sus normas y su conducta ética deben fortalecerse y el regulador de valores debe interesarse en que así se haga.

En el caso de los abogados por la necesidad en el mercado de valores de una cultura de estricto respeto a ley y la defensa honesta de las partes en el proceso sancionador y la necesidad de una cultura que favorezca los mecanismos de arreglos en reemplazo de desgastadores procesos administrativos o judiciales, la correcta labor de los abogados es requisito para que la labor del regulador de fortalezca.

4. Se deben mejorar las normas sobre gobierno corporativo de las empresas públicas. Predicando con el ejemplo.

Las normas sobre gobierno corporativo son indispensables y deben ser promovidas por el propio sector privado. Es la única garantía del éxito real. No obstante esta aspiración enfrenta la realidad que no es posible recurrir a la autorregulación en algunos puntos concretos de gobierno corporativo. En ocasiones no hay la voluntad ni el incentivo para hacerlo.

En tema de gobierno corporativo hay que hacer la distinción de las áreas donde debe intervenir el regulador y de las áreas donde se requieren reformas legales sobre la forma en que se administran las empresas publicas. Se requiere una cultura de *accountability* que muchas veces no está bien arraigada en las empresas en países con mercados emergentes. Una de las mayores contribuciones que puede hacer el desarrollo de la institución del mercado de valores y el regulador en países emergentes es la introducción de normas de gobierno corporativo. Estas normas pueden proyectarse en la sociedad en general y alcanzar a empresas no públicas, en beneficio de todo el sistema financiero.

Para poder exigir a las empresas este nivel de compromiso en materia de buen gobierno, el regulador de valores debe predicar con el ejemplo y hacer lo propio.

B. El diálogo político.

En este diálogo me interesa concentrarme en el problema de la autonomía del regulador del mercado de valores. ¿Qué tan autónomo se tiene que ser o se puede ser en términos realistas? ¿Qué significa la autonomía en el día a día de las operaciones del regulador? ¿Cuál debe ser o puede ser el grado de injerencia de otros entes gubernamentales o privados en la administración del regulador de valores? Las respuestas a muchas de estas preguntas dependen de la cultura administrativa y buen gobierno de un país en general.

El diálogo político también tiene que tener en consideración el momento. Hay discursos diferentes en momentos diferentes. El diálogo al inicio o en la creación del regulador del mercado de valores, el diálogo durante su etapa de formación y consolidación y el dialogo de la institución ya madura y probada mediante diferentes crisis. A cada uno de estos momentos se puede relacionar cada jurisdicción, según el nivel o momento que se encuentra.

En el diálogo político, tanto en su contenido como en su forma, yo le doy una importancia supina en casi todas sus etapas a un factor externo como es el de la influencia de instituciones u organismos internacionales con recursos ya sea de guías, conocimientos, mejores prácticas, transferencia de tecnología etc. El aliado número uno, aun cuando externo, son las organizaciones tipo la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). El seguimiento de los principios internacionales como *benchmark* ayuda mucho. Eso lo sabemos los reguladores.

Pero para que la ayuda sea mayor y más efectiva se requiere una intensa política de divulgación sobre que es esta organización internacional a nivel general. La gente en general conoce y reacciona mejor al Comité de Basilea y su incidencia sobre la banca y hasta en algunos mercados al Grupo de Acción Financiera (GAFI) que a IOSCO. Ello es así, pienso yo, por desconocimiento y falta de divulgación masiva en ciertos mercados de valores sobre lo importante que es y lo que representa IOSCO. Labor ésta que, a mi juicio, corresponde al regulador local.

***1.* Debe existir una adecuación legal y reglamentaria.**

Para que el diálogo político ordenado y productivo se dé es necesaria, o al menos conveniente, una firme decisión de guiarse por comprobados y aceptados principios internacionales, como por ejemplo, los fijados por IOSCO. Esto es de gran ayuda al ahorrar tiempo y esfuerzo en una área donde existe un gran caudal de información ya validada por la experiencia de mercados desarrollados.

Se debe ser realista sobre la asistencia que puedan brindar consultores y asesores extranjeros. Estas personas pueden cumplir una función significativa en el diálogo con los gobiernos, pero es muy importante que el *sector privado nacional* participe en las conversaciones sobre el desarrollo del mercado para ayudar a formular una política eficaz y aplicable.

El interés comercial a largo plazo de los agentes del mercado puede coincidir con el interés social más general, pero a menudo los intereses comerciales entrañan una combinación de presiones de política convenientes y poco convenientes. En muchos casos, un agente externo, asesor o consultor, puede desempeñar el papel de intermediario imparcial para

reducir las diferencias entre los intereses comerciales nacionales y las metas de la sociedad o el mercado.

No obstante, no se deben crear falsas expectativas sobre el alcance de la ayuda externa tanto el inicio como el desarrollo institucional.

Los resultados finales demuestran que siempre se requerirá de enorme esfuerzo y trabajo de las autoridades reguladoras locales como lo comprueban a la larga todos los reguladores quienes son a fin de cuentas los que mejor pueden conocer sus realidades locales, las cuales muchas veces no pueden ser alteradas con recetas importadas.

La otra necesidad importante en el diálogo político es la "transparencia", lo que significa que el debate público para la introducción de la nueva institución o de las reformas importantes a la existente, debe ser una prioridad que guíe efectivamente el proceso y que debe mantenerse a lo largo de cada etapa de desarrollo de la institución. Es necesario obtener el apoyo de la mayor cantidad de sectores, sobre todo aquellos que podrían anticiparse que manifestarían cierta oposición a reformas en el mercado de valores, haciéndoles participar lo más activamente posible en el proceso de toma de decisiones.

De todas formas, es necesario recordar que incluso con las leyes y normas más adecuadas y técnicamente satisfactorias, las personas son claves en su cumplimiento. No se puede restar la enorme importancia que tiene la legislación correcta, clara y adoptada de forma transparente, pero no se puede esperar que la existencia de la normativa tenga, por sí sola, capacidades extraordinarias de fortalecer las instituciones.

En muchos mercados emergentes los problemas radican con más frecuencia en la *aplicación* de las normas que en las normas propiamente dichas. Para muchos críticos existen en ocasiones suficientes normas, lo que se requiere es que se hagan cumplir (*enforcement*).

En este aspecto las personas son claves en desarrollo de las nuevas instituciones, así como su firme voluntad y compromiso de cumplir y hacer cumplir las nuevas normas vigentes.

2. El incumplimiento y el fraude pueden poner en peligro esta actividad. Cero tolerancia.

El diálogo político debe partir de la base no negociable de que el incumplimiento y el fraude no pueden ser tolerados por ningún sector, actor o gremio. Se debe aceptar y educar a todos de que el incumplimiento y el fraude son inevitables, pero se debe prevenir y minimizar su impacto. Se requiere una inquebrantable voluntad por parte del regulador

de respeto por el estado de derecho (*rule of law*). Esta voluntad no sólo se requiere del regulador de valores, y en ello radica la importancia del diálogo político, sino del resto de las instituciones gubernamentales relacionadas indirectamente con el mercado como por ejemplo y muy importante el Órgano Judicial.

3. La tecnología: Retos y oportunidades.

Un diálogo político profundo necesita reconocer que se necesitan instrumentos modernos para desarrollar el mercado y mantenerlo al día y que estos instrumentos para que funcionen tienen que entrelazarse con el resto del sistema en general. La deficiencia de la infraestructura del mercado ha operado en detrimento de muchos mercados emergentes. Las anticuadas normas de intercambio y los procedimientos inadecuados de compensación, liquidación, depósito y registro de acciones y otros valores han reducido la liquidez y el atractivo de muchos mercados, incluso prósperos.

La disponibilidad de redes electrónicas a un bajo costo ha comenzado a operar cambios radicales en la forma en que funcionan los mercados de valores. Ahora, los mercados emergentes pueden hacer enormes mejoras en la eficiencia y transparencia de sus operaciones aprovechando plenamente las nuevas tecnologías. Estas nuevas tecnologías implican inversiones de alto costo, así como la necesaria transferencia de conocimiento.

Para resolver los problemas en materia de servicios auxiliares se necesita algo más que tecnología.

Superados los aspectos de financiamiento y obtención de la tecnología surgen otros temas relacionados. Desde el problema que puede darse de no poder hacer frente a los aumentos repentinos del volumen de intercambio a causa del empleo de sistemas manuales en las bolsas. Hasta la necesidad de completar la necesaria curva de aprendizaje sin tener suficiente tiempo para ello. La necesidad de educar a los reguladores y los agentes del mercado complica y prolonga los esfuerzos de desarrollo en esta esfera y es un serio reto en materia de fortalecimiento del regulador.

En algunos países emergentes, los intereses creados favorecen el mantenimiento del *statu quo,* aunque la mayoría de los participantes están de acuerdo en que urge aumentar la rapidez y la eficiencia de los procedimientos de liquidación y registro. La importancia que dan los distintos entornos políticos a esos intereses es diferente. Queda así reflejada la importancia de fortalecer las instituciones que puedan hacer valer el interés general sobre los intereses particulares.

4. Deben tenerse en cuenta las necesidades de todos los sectores.

He dejado este punto para lo último, pero no por ello es menos importante, sino todo lo contrario. Para que el diálogo político prospere deben tenerse en cuenta las relaciones entre las diversas partes del sector financiero, los requerimientos del sector productivo y la necesidad de conseguir metas sociales, incluida de considerarse una de las metas, la distribución de la riqueza. De forma realista hay que reconocer que todos en el diálogo político tienen que sentirse que saldrán ganadores del mismo y que se tendrán en cuentas sus necesidades de manera que se interesen realmente en participar y contribuir.

Los mercados de valores pueden ser parte importante del sistema financiero y una vez insertados en el sistema financiero no se mantienen estáticos.

Las decisiones que se tomen para fortalecerlos pueden afectar y resultar afectados por el sistema bancario, el sistema de pensiones (una de las principales fuentes de demanda del mercado) y el mercado hipotecario (para el suministro potencial de valores), entre otras cosas.

Las necesidades particulares del sector productivo también darán forma al mercado. Un mercado puede necesitar deuda a largo plazo para el financiamiento de infraestructura; a otro pueden interesarle los instrumentos de financiación de las exportaciones. Otro objetivo, particularmente importante en el contexto de la privatización, puede ser la distribución de la riqueza o la democracia de accionistas.

El mercado de valores tiene que presentarse como una alternativa seria, viable, transparente, interesante y atractiva como mecanismo de financiamiento de las empresas y de inversión para los inversionistas.

La pregunta que debe poder contestarse positivamente es: ¿Estamos mejor o igual desde que se han destinado algunos de los recursos escasos de la sociedad a fomentar y fortalecer la creación de mercados de valores y apoyar su desarrollo? La respuesta de la sociedad debe ser una clara afirmación de mejoría colectiva.

5. Otro reto importante. Un acto de equilibrio. Se debe proteger al inversionista y fomentar y fortalecer las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores.

Es difícil el balance entre la protección del inversionista en general, y en particular el minoritario, y mantener atractivo el mercado de valores como fuente de financiamiento para las empresas. Puede entenderse que entre mayores exigencias de transparencia más

carga para los emisores quienes pueden preferir fuentes de financiamiento bancarias o de otro tipo, menos exigentes en cuando a revelación de información al público.

La protección de las minorías sobre la base de un acceso equitativo a información correcta es, naturalmente, parte fundamental de un mercado que inspire confianza y no puede ser objeto de compromiso.

Una solución que el regulador de valores puede propulsar es incentivar institucionalmente el lado de la demanda de instrumentos. Esto se puede lograr con la introducción y/o desarrollo activo de los fondos de pensiones privados que a menudo va acompañada de una demanda excesiva de instrumentos financieros apropiados.

Como resultado se presenta curiosamente una incapacidad del mercado nacional para satisfacer la demanda. Una gran parte de los fondos que se van acumulando se invierte al menos inicialmente en obligaciones del Estado y depósitos bancarios. Los administradores de fondos de pensiones no encuentran en ocasiones suficiente oferta local de valores en los cuales invertir los fondos.

Al estudiar la posibilidad de establecer un nuevo sistema privado de pensiones o fortalecer uno ya existente, debería intentarse alentar el lado de la oferta de los mercados de capital, pues ello contribuiría a lograr un efecto máximo en el desarrollo de dicho mercado en el país. De esta forma las empresas pueden encontrar un concreto incentivo para acudir al mercado.

C. Las políticas de comunicación con las partes interesadas. Las partes y como comunicarse con ellas.

1. Gobierno (Ejecutivo, Legislativo, Judicial)

El Órgano Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Economía o de Hacienda en muchos casos es, o debe ser, el colaborador más cercano del regulador de valores. Tiene, o debe tener, mucho interés en el desarrollo del mercado de valores. Por ejemplo, un programa efectivo de deuda pública interna negociada en bolsa local puede ser un paso importante para desarrollar el mercado de valores e introducir figuras como creadores de mercado de deuda pública, así como fortalecer la actividad en la bolsa de valores, además de convertirse en una alternativa para el gobierno a los mercados internacionales.

El interés de un Ministerio de Economía visionario será tener una buena regulación del mercado de valores que pueda armonizar con países del entorno regional con el fin de trabajar proyectos regionales de integración para alcanzar una cierta masa crítica en materia de transacciones en el mercado. Al mismo tiempo tener un regulador capacitado y

dotado de recursos suficientes para supervisar y fiscalizar a los intermediarios interesa, o debe interesar, al Órgano Ejecutivo como una forma de cumplir con la necesaria supervisión prudencial y preventiva para evitar riesgos sistémicos.

El Órgano Legislativo debe cooperar con el fortalecimiento del regulador y del mercado de valores con la adopción de normas a nivel de ley que se pueden requerir en casos como la adopción de normas internacionales de contabilidad y auditoria y las reglas de gobierno corporativo. Es de interés de los legisladores ya que al prevenirse y minimizarse potenciales escándalos financieros en el mercado de valores con buenas normas contables y de auditoria y de gobierno corporativo evitan la presión de sus constituyentes. Este esquema, preventivo en ocasiones no funciona. Usualmente se reacciona frente a escándalos.

En muchos mercados emergentes ante la escasa difusión de los valores en el público, el problema que en ocasiones afecta a grandes masas es el de el ejercicio de actividades del mercado de valores por parte de sujetos sin autorización o licencia que se hacen pasar por intermediarios legítimos y que en ocasiones logran defraudar a un gran número de inversionistas creando o generando gran desconfianza en las instituciones.

El Órgano Judicial tiene interés en un mercado de valores sólido, así como un regulador de valores profesional y técnico ya que debe ser un colaborador con conocimientos especializados que se requieren para los casos-excepcionales por cierto- que deban ser decididos por el sistema judicial. Los casos deben ser decididos prontamente de manera que se logre la función disuasoria de las sanciones que imponga el regulador de valores. Sin este elemento el ejercicio está incompleto. El problema en muchos países con mercados emergentes es que el sistema judicial de forma general está congestionado produciendo mora judicial y no cuenta con profesionales especializados en materia de mercado de valores.

2. El personal del regulador de valores y otros reguladores.

El personal del regulador de valores debe tener una clara misión y visión. Debe tener como misión y visión proteger al público inversionista. En el caso de mercados emergentes tiene la presión de fomentar y fortalece un mercado incipiente. Debe jugar un papel de equilibrio.

Tiene que igualmente posicionarse a nivel regulatorio con otros reguladores locales como el de banca y seguro. En particular la relación con el regulador bancario es crucial ya que normalmente en mercados emergentes el negocio bancario y el regulador tienen mas antigüedad y tiene ya claramente definido su segmento regulatorio.

El regulador de valores tiene que preocuparse por la obtención de los recursos económicos necesarios para suplir sus necesidades sobre todo en personal bien remunerado que pueda competir con el sector privado, y que reciba capacitación permanente en un tema tan cambiante. La capacitación es indispensable ya que sin proponérselo al no entender nuevos instrumentos que surgen del sector privado, el regulador puede convertirse en una barrea al desarrollo del mercado y de la tecnología relacionada con el mercado.

El tema de la obtención de los recursos suficientes es clave. Sin recursos suficientes la motivación del personal del regulador de valores podrá lograr ciertos avances pero a la larga el proceso de fortalecimiento no se completara.

3. Emisores

Deben tener interés en el fortalecimiento institucional del mercado de valores y el regulador. Deben encontrar que el mercado de valores y el regulador representan un atractivo para su actividad. Una demanda de papeles para inversión tan atractiva como para motivarse financieramente a acudir al mercado haciendo que los temas de necesidad transparencia y requerimientos regulatorios sean considerados requerimientos menores comparados a los beneficios que obtiene el emisor al alcanzar fuentes de financiamiento significativamente a menor costo que en los bancos u otros mecanismos de obtención de fondos.

Deben considerar que gracias un mercado de valores consolidado como institución al igual que su regulador, los valores que emiten encontrarán la necesaria liquidez para su negociación activa en mercado secundario.

4. Intermediarios

En países emergentes son en su inicio banqueros o profesionales relacionados al negocio bancario. El surgimiento de un puro intermediario del mercado de valores no bancario se da con menor frecuencia. Para los intermediarios relacionados a los bancos existe interés en el fortalecimiento institucional de la actividad y el regulador como una fuente alterna de ingresos para complementar el negocio bancario. Para intermediarios independientes del negocio bancario, el fortalecimiento del mercado de valores representa una fuente nueva de negocios que no podría desarrollarse solidamente sin una institución fuerte.

Dentro de los intermediarios encontraremos distintas visiones y generaciones. Un problema que se detecta, por ejemplo en un sector como la banca en mercados emergentes es el poco conocimiento en muchos casos de la administración del riesgo. Basilea II lo ha puesto en evidencia. Dos de los factores que, según conocedores, explican esta actitud de los mercados emergentes ante la administración del riesgo, son el alto costo de la

estructuración de este sistema y la brecha generacional existente a escala de la alta conducción. En otras palabras, la alta generación de la banca en la mayoría de las instituciones no ha tenido la oportunidad de formarse académicamente dentro de una cultura de riesgos. Así, los mercados emergentes no suelen reconocer menores costos de intermediación en la mejora de su gestión de riesgo. Tampoco se considera que una institución eficiente en la gestión de sus riesgos, deba pagar igual tasa de interés pasiva por sus captaciones que una que no administra riesgo, o que lo hace de manera deficiente.

5. Inversionistas

Son los aliados naturales del regulador de valores y según los principios internacionales promovidos por IOSCO a ellos se debe la regulación al tener como una de sus metas u objetivos de la regulación la protección del inversionista. No obstante, en los mercados emergentes en ocasiones se tiene una propensión a los inicios del desarrollo institucional al fortalecimiento y fomento de las actividades propias de los intermediarios. Es para los emisores y los inversionistas para quienes existe el mercado y estos últimos son los que deben tener un mayor interés en el fortalecimiento del mercado de valores y el regulador.

6. Opinión pública

Los medios de comunicación son un vehículo invaluable para educar al inversionista que es fundamental en países con mercado de valores emergentes. Existe mucho desconocimiento sobre el mercado de valores y el desconocimiento se traduce en poca participación y desconfianza. Los medios de comunicación pueden y deben transmitir los valores y principios positivos que motivan al regulador y al mercado. Es en el interés de los medios informar sobre el desarrollo del mercado de valores como parte integrante del sistema financiero del país.

No obstante, un manejo no adecuado-sensacionalista-de problemas financieros, que siempre existirán, puede ocasionar enorme desconfianza del público, sobre todo si tiende a generalizar y los distintos casos si no son bien explicados ni analizados técnicamente por los medios de comunicación.

Son cruciales las buenas relaciones del regulador de valores con los medios de comunicación para el buen desarrollo de la institución.

El reto mayor oculto: El cuestionamiento de la necesidad misma, en ciertos mercados, del mercado de valores.

No obstante la tendencia internacional comprobada y comprobable que ha representado la inversión de millones de dólares donados o prestados por organismos internacionales a muchos países de la región- además de la inversión local de fondos públicos- y que ha buscado propiciar el desarrollo de los mercados de valores en los países en desarrollo, uno de retos más importantes y de fondo que enfrentan los reguladores de los mercados de valores es que en la opinión de algunos sectores académicos, políticos y otras personas influyentes en el ámbito económico de que no todos los países necesitan un mercado de valores y en muchos casos es preferible la integración regional (siempre que lo permitan la transferibilidad de monedas y el marco reglamentario) antes que el desarrollo de mercados de valores locales.

Se considera que muchos países no cuentan con la infraestructura física, reglamentaria o financiera mínima ni con la masa crítica de emisores e inversionistas privados como para que un mercado organizado sea útil.

En los países con bajo desarrollo económico, social y político, el establecimiento de un mercado de valores es una situación complicada, ya que la poca consolidación de industria y empresas de gran capacidad en el mercado no dan la medida que se necesita para implementarlo, fortalecerlo y hacerlo perdurable.

Como es fácil comprender el reto anterior, es verdaderamente importante y de fondo ya que requiere una labor de justificación misma de la razón de existir del regulador y no solo el regulador *per se*, sino el sector que se regula, es decir el mercado de valores, que no se puede olvidar que es lo realmente importante.

Este reto es o puede ser inimaginable para un mercado desarrollado que conoce perfectamente la importancia del mercado de valores y además tiene claro que sería imposible para ciertas economías funcionar sin un mercado de valores bien regulado y supervisado.

Nuevamente la educación al inversionista (en sentido amplio ya que incluye a la clase política) sobre las bondades, ventajas y cualidades del mercado de valores deben ser el norte, sólido y a largo plazo de las actuaciones para fortalecer al regulador.

III. Conclusiones

Si la meta de desarrollar un mercado de valores sólido, con su correspondiente y necesario regulador, es percibida como importante y un reto para la sociedad y si esta meta es compartida entre los miembros claves del sector público y del sector privado, el proceso de fortalecimiento del regulador será satisfactorio y sin mayores problemas.

Si por el contrario no se deposita suficiente confianza en las personas que trabajen en la organización del mercado de valores y el regulador y no se les brinda suficiente autonomía para trabajar, el proceso de fortalecimiento sufrirá dificultades.

Una vez culminados los procesos iniciales, el regulador de valores debe establecer el proceso de auto renovación a lo largo de la vida de la institución. La prueba más crítica de fortalecimiento es si el o los líderes individuales que conforman el regulador de valores están en disposición de retirarse de la organización que ha sido capaz de transformar en una institución.

El regulador de valores fortalecido y que sigue los estándares internacionales, y en especial de un mercado emergente, puede y debe ser motor de cambio. Los principios que guían al mercado de valores como son la libre competencia, la protección del inversionista, la libre y correcta formación de los precios, la promoción de elevados estándares de contabilidad y auditoría y el buen gobierno de las sociedades, así como los constantes avances en la tecnología que afectan la forma como se intercambian valores tienen un impacto no sólo en el mercado de valores y sus actores principales: los mismos transcienden y pueden influir en el resto de las prácticas y valores del resto de una sociedad mejorando así los estándares y calidad de vida de todos.

El regulador de valores de un mercado emergente debe encontrar el necesario balance entre fomentar y fortalecer las condiciones para que dicho mercado de valores prospere sanamente con la necesaria protección de los inversionistas sin los cuales, junto con los emisores, no hay mercado de valores.

LA SUPERVISIÓN DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN EL NUEVO RÉGIMEN DE VALORES

Ana Isabel Díaz de Barragán
Directora Nacional de Mercado
de Valores y Fiscalización

I. A manera de introducción.

El surgimiento de grupos de sociedades que conforman una unidad económica es la reacción de la empresa moderna –en su más amplia acepción- al crecimiento de una unidad productiva inicial, alrededor de la cual se comienzan a desarrollar otros negocios y actividades colaterales. Cuando el volumen de estas actividades o negocios alcanzan niveles que, por prudencia o estrategia, conviene dejar a una administración autónoma y separada, comienzan a formarse ramificaciones que pueden crecer en dirección horizontal o vertical, llegándose a formar en ocasiones verdaderos "árboles".

Un regulador que no pondere la importancia de conocer la ubicación de su supervisado dentro del esquema del Grupo Económico al cual pertenece, sencillamente no estaría haciéndose de dos elementos esenciales en su labor, que son: a) evaluar su realidad integral, y b) monitorear en una base periódica los riesgos que las actividades de los "parientes" de su regulado tengan la potencialidad de afectarle en su situación individual.

Los organizadores de esta Conferencia han procurado que sus expositores aborden las diferentes aristas que pueden surgir en el tratamiento del tema: desde la administración tributaria, la jurisdicción laboral, la regulación bancaria, pasando por posibles conflictos de Derecho Internacional en el evento de grupos multinacionales, la libre competencia, hasta la forma en que la nueva legislación de Valores enfoca la materia.

Esta presentación se compone de dos partes, en un orden más bien deductivo: iniciará por referirse al escenario internacional en lo que son los estándares de los países con los sistemas de supervisión más eficaces y terminará por estudiar las disposiciones de la legislación de valores aplicables a la materia, así como la realidad panameña.

II. Los Estándares Internacionales.

Las diferentes autoridades de supervisión de mercados de valores en el mundo, llámense Comisiones o Superintendencias de Valores, cuentan con un Organismo Internacional llamado ORGANIZACION INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (o IOSCO por sus siglas en inglés), que funge principalmente como foro de discusión,

capacitación, estudio y recopilación de importante información en lo que a Supervisión y Regulación de Mercados de Valores se refiere.

El tema de la supervisión de conglomerados económicos en materia de valores, ha sido abordado por IOSCO en algunos documentos de la pasada década y más recientemente en un documento expedido en conjunto con el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés), fechado febrero de 1999. El Documento se titula **Supervisión de Conglomerados Financieros** y considero que es de un gran valor para todos los reguladores del área, pues proporciona fundamentos, técnicas y recomendaciones para la adecuada supervisión de grupos económicos, poniendo el acento en un presupuesto esencial para la misma: **la fluida y armónica cooperación e intercambio de información entre los diferentes reguladores del Sector Financiero**. En nuestro país, la cooperación interinstitucional entre los Reguladores es aún muy tímida, pero hay esperanza: a raíz de sonados casos que han brindado abundante material periodístico ha surgido una iniciativa para cimentar las bases de una futura y mejor labor conjunta de los Supervisores, que en muchas ocasiones, comparten a sus regulados.

Estimo que es de beneficio para la audiencia conocer cuáles son estos estándares y recomendaciones internacionales para la supervisión de grupos económicos, pues una vez los conozcan, pueden hacerse un mejor juicio de la situación y los avances –o deficiencias- de nuestro sistema y regulación sobre el particular. Pretendo en las siguientes líneas, hacer un resumen de este documento, haciendo particular énfasis en los aspectos que atañen al mercado de valores.

El primer tópico del documento hace referencia a las reglas de Adecuación de Capital, partiendo de la premisa de que pueden ser distintas para cada sector. Los conglomerados financieros típicamente proveen un amplio rango de servicios, que incorpora al menos 2 de los 3 siguientes sectores: banca, seguros y valores. Esta diversidad ha creado una dimensión adicional al supervisor individual de entidades insertadas dentro de esos grupos. En el diseño de las reglas de adecuación de capital de conglomerados financieros, los supervisores deben :

a. Detectar y regular situaciones de doble o múltiple mando o dirección, en las que el mismo capital es usado simultáneamente como un amortiguador para evitar riesgo en dos o más entidades;
b. Detectar y regular situaciones en que una empresa madre emite deuda y distribuye en cascada los fondos obtenidos en forma de capital, lo que puede resultar en apalancamiento excesivo;

c. Incluir mecanismos para detectar y regular los efectos de doble, múltiple o excesiva dirección a través de compañías tenedoras intermedias (*intermediate holding companies*) no sujetas a regulación especial, con participación en afiliadas del sector financiero.

d. Incluir mecanismos para afrontar los riesgos que toman entidades no reguladas dentro de conglomerados financieros que llevan a cabo actividades similares a las de las entidades reguladas con fines de solvencia (v.gr., *leasing*, *factoring*, reaseguradoras).

e. Abordar el tema de las participaciones en el capital de entidades reguladas y asegurar que el tratamiento a los intereses minoritarios y mayoritarios sean prudenciales.

En esta Sección, el documento identifica tres técnicas de medición de capital a través de los cuales se pueden obtener evaluaciones comparables y consistentes en cuanto a la adecuación de capital de conglomerados financieros: el enfoque por "bloque" (*building block prudential approach*); el método agregado sobre el riesgo (*risk-based aggregation method*), y el método de deducción sobre el riesgo (*risk-based deduction method*).

La segunda sección del Documento se refiere a los Principios de Calificación y Probidad. Identifica como objetivos del regulador, los siguientes: a) poder asegurarse de que las entidades bajo su regulación sean prudente y adecuadamente dirigidas y administradas y que los accionistas que ejerzan control no sean una fuente de debilidad para dichas entidades, y b) lograr acuerdos que faciliten la consulta entre supervisores y el intercambio de información sobre individuos y entidades reguladas, caso por caso, cuando lo requieran otros reguladores para lograr el objetivo anterior.

La probidad y la competencia de los ejecutivos principales de Bancos, casas de valores y compañías de seguro son críticas en la obtención de los objetivos de supervisión. La responsabilidad primaria de que ello sea así, recae directamente en la propia entidad regulada. Las expectativas del supervisor son de que los regulados tomarán las medidas necesarias para asegurar que sus gerentes, administradores, directores y accionistas, con tenencias accionarias de importancia, sean individuos que satisfagan las pruebas de solvencia moral, capacidad y probidad de los supervisores. Un esquema de regulación efectivo debe incluir controles diseñados para promover que ello sea así, y para permitir la intervención de la Autoridad, cuando fuere necesario.

Para determinar la competencia, y calificación para el cargo, deben considerarse los siguientes elementos: registros criminales, posiciones financieras, acciones judiciales en trámite por deudas personales, rechazo o expulsión a gremios profesionales, sanciones aplicadas por el regulador en industrias similares y prácticas profesionales previas cuestionables.

Esta Sección del documento señala como Principios Rectores en el logro de este objetivo, los siguientes:

1. Asegurarse de que las entidades reguladas dentro de un conglomerado financiero sean prudente y adecuadamente operadas, para lo cual deben aplicarse pruebas de calificación y capacidad a administradores y directores de otras entidades dentro del conglomerado, si ejercen influencia significativa en las operaciones de las entidades reguladas.
2. Los accionistas cuyas tenencias sean de importancia o ejerzan control sobre las entidades reguladas en un conglomerado, deben satisfacer las calificaciones y parámetros que establezca el supervisor.
3. Verificación de la calificación y adecuación de los individuos antes mencionados deben ser aplicados durante la etapa de autorización y subsecuentemente, en el evento de que ocurran eventos específicos.
4. Las expectativas del supervisor son que las propias entidades tome las medidas necesarias para garantizar que estos estándares de calificación, probidad y adecuación sean satisfechas.
5. Cuando un administrador o director que se presuma ejerce una influencia significativa en las operaciones de una entidad regulada es o ha sido el director o administrador de otra entidad regulada dentro del conglomerado, el supervisor deberá procurar consultar al supervisor de la otra entidad regulada, como parte de su proceso de evaluación.
6. Cuando un director o administrador que se presuma ejerce una influencia significativa en las operaciones de una entidad regulada es o ha sido director o administrador de otra entidad no regulada dentro del conglomerado, el supervisor procurará consultar con otros supervisores de entidades reguladores que tengan vínculos con la entidad no regulada, como parte de su proceso de evaluación.
7. Los supervisores deberán entablar comunicación con los supervisores de otras entidades reguladas dentro del conglomerado cuando hayan indicios de que sus administradores o accionistas controlantes no satisfagan los parámetros de calificación, probidad, adecuación u otros.

Finalmente, el documento conjunto aborda el tercer tema de fondo, que es el intercambio de información entre Supervisores. Señala que un presupuesto para evaluar las necesidades de intercambio de información ente supervisores, es un conocimiento cabal de la estructura organizacional y a los negocios del conglomerado financiero. Pare este fin, recomiendan como efectivos, los ejercicios de diagrama (MAPPING EXERCISES).

El intercambio de información puede surtirse bajo diferentes circunstancias:

1. **La Creación de un nuevo conglomerado.** Usualmente, es un evento identificable, que se genera por una fusión, adquisición o el desarrollo de un nuevo negocio, y puede ser el que detone la iniciativa del supervisor o los supervisores de entidades dentro del grupo. Sin embargo, los grupos también se expanden y evolucionan tomando gradualmente las características de un conglomerado financiero.
2. **La autorización de una nueva actividad o el inicio de actividades en otra jurisdicción.** Surgen diferentes enfoques cuando un conglomerado financiero se propone establecer presencia en otra jurisdicción. En algunos casos, el trámite de autorización legal se surtirá ante el otro supervisor, para la nueva entidad. En otros casos, el consentimiento previo del supervisor primario es parte integral del procedimiento de autorización, como por ejemplo, en las Recomendaciones del Comité de Basilea. En otros casos, una simple notificación, sin autorización formal, será suficiente.
3. **Desarrollo o eventos en el conglomerado.** La naturaleza dinámica de los conglomerados financieros requieren que los supervisores se mantengan informados sobre eventos y desarrollos, tales como la toma de control de nuevos negocios o la reestructuración de control. Estos cambios deben ser evaluados para determinar su impacto en la estructura del conglomerado.
4. **Supervisión continua.** Requerida en las labores habituales del supervisor y que puede ser más efectiva si se revisan los objetivos y enfoques de todos los supervisores involucrados.
5. **Identificando y abordando preocupaciones del supervisor.** El objetivo clave es identificar los problemas emergentes que puedan afectar a los regulados y tomar medidas tempranas para que la administración actúe en consecuencia. Esto comienza con un buen entendimiento de las actividades del regulado.

Todas las técnicas, principios y recomendaciones que predica este documento se han basado en los estudios que han llevado a cabo estos organismos sobre conglomerados financieros reales, todos multinacionales. No obstante, las enseñanzas que de él se pueden derivar son perfectamente aplicables a conglomerados de menor tamaño, que operen localmente.

En síntesis, me parece que el norte a seguir sería que ningún regulador dentro del conglomerado sacrifique sus propios objetivos regulatorios, pero que no pierda de vista su ubicación dentro del panorama global y tome las medidas que permitan un adecuado intercambio de información con los otros reguladores.

III. La nueva legislación de Valores en Panamá.

Por 29 años, el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970, reguló la actividad del incipiente mercado de valores en Panamá. El fenómeno ocurrido con el régimen bancario se reprodujo con bastante similitud en este sector: del extremo de una ley tipo marco, de principios básicos, poco detalle y estructura dentro de la administración central, se va al otro extremo de una ley vanguardista, que sigue las tendencias más modernas en materia de regulación prudencial y con las más amplias facultades para el nuevo regulador, como entidad autónoma del Estado con patrimonio propio.

No obstante y a diferencia del sector bancario, en el que el país ya ha acumulado una apreciable experiencia y tradición, el mercado de valores es un negocio mucho menos visible –todavía- que el bancario, y diametralmente menos entendido por el público en general.

En este contexto nace, pues, el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, cuerpo normativo que dispuso su entrada en efecto gradual hasta el 10 de febrero del 2000, cuando quedó vigente en plenitud.

Es obligatorio comenzar por señalar, como punto de partida, que la legislación de valores – a diferencia del régimen bancario- no contiene una disposición relativa o que se refiera a Grupos Económicos de los cuales formen parte los regulados de la Comisión. La razón de ser de esto puede ser una diferencia fundamental en las filosofías de supervisión, o simplemente una omisión de dicho cuerpo normativo.

Como quiera que sea, las atribuciones que en materia de supervisión ejerce la Comisión se enfilan hacia 2 grandes grupos:

1. Los emisores de valores registrados (bien por oferta pública o por ser una compañía con 50 o más accionistas), y
2. Los Intermediarios profesionales (Casas de Valores, Administradores de inversión, asesores de inversión y las personas naturales que trabajan en ellas).

Normas Contables. Creo que todos convendríamos en que un punto de partida para el ejercicio de una adecuada supervisión, es la contabilidad. El Decreto Ley 1/99 (art. 8, numeral 5) faculta a la Comisión para prescribir la forma y el contenido de los Estados financieros y demás información financiera de personas registradas en la Comisión, así como para adoptar los principios y las normas de contabilidad que se deban usarse en la preparación de éstos. En este mismo artículo, se dispone que la Comisión favorecerá la

adopción de principios de contabilidad y normas de auditoría dictadas por organizaciones nacionales o internacionales de reconocido prestigio.

En esta dirección, la Comisión expidió el Acuerdo No. 2-2000 de 28 de febrero del 2000, por el cual se hace obligatorio el uso de las Normas Internacionales de Contabilidad (NICs) emitidas por el Comité de Normas Internacional de Contabilidad o los Principios de contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos de América (US GAAPs) a todas las personas sujetas a reporte ante ella.

Menciono este hecho como propio al tema, pues en ambos cuerpos técnicos de normas de contabilidad se establece la necesidad de consolidar los Estados Financieros de compañías sobre las cuales se tenga una participación igual o mayor al 50% de las acciones comunes (o sea, que tengan la condición de subsidiarias).. Probablemente sobre el tema de la consolidación de Estados Financieros en grupos económicos se amplíe con detalle en otra de las conferencias programadas, por lo que me limitaré a señalar que evidentemente es una herramienta muy importante para el Regulador contar con la información de las compañías que se encuentran debajo del reportante en el "árbol genealógico". Dichas normas también obligan a develar las participaciones o intereses en otras empresas relacionadas, aun cuando no en la categoría de subsidiarias (parentescos verticales y horizontales).

Develación en la etapa del Registro.

Al momento de que una compañía solicita autorización para registrarse como emisor de valores destinados a su ofrecimiento al público, la Comisión le solicita la presentación de 2 documentos claves: la solicitud de registro y el Prospecto Informativo.

En ambos debe estar develada la pertenencia del emisor a un Grupo Económico. En efecto, el Artículo 9, Sección III, literal D) del Acuerdo No. 6-2000 de 19 de mayo del 2000, por el cual se estableció el procedimiento de registro de valores ante la Comisión, obliga a la solicitante del Registro a describir su Estructura Organizativa, con una lista de las empresas del grupo y un diagrama del mismo, así como su posición dentro del mismo. Debe proveerse una lista de las subsidiarias de la solicitante incluyendo nombre, jurisdicción en la cual está incorporada, domicilio, proporción de interés accionario y cuando sea distinto, proporción en el poder de voto.

Develación en las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Como parte de las modificaciones que la Comisión Nacional de Valores propondrá sobre el texto del Acuerdo No. 4-2000 de 16 de mayo del 2000, por el cual se regula el proceso de notificación de Ofertas Públicas de Compra de Acciones (mejor conocida como OPA), el

oferente se encontrará obligado a describir la estructura del grupo al cual pertenece y su posición dentro del mismo.

Requerimientos de Información a personas distintas del reportante. La Comisión se encuentra estudiando los méritos legales de requerir con carácter permanente, la remisión de información, por separado, relativa a las compañías tenedoras de las acciones de emisores de valores –distintos de los accionarios- registrados en la Comisión. En efecto, a los analistas y al inversionista de un Bono o un VCN emitido por una de las sociedades intermedias en la organización de un Grupo Económico, puede serle de gran interés y utilidad la información sobre su compañía *holding*, entidad en la cual al final están concentrados la administración y el poder de decisión del conglomerado económico.

Aquí conviene puntualizar que en la actualidad, el público ya tiene a su disposición la información relativa al emisor y sus subsidiarias (hacia abajo), y sobre una base casuística, cuando la Comisión lo ha estimado necesario, se ha requerido información sobre las sociedades que se encuentran por encima del emisor en la estructura del grupo (hacia arriba). De igual manera, en el Informe de Actualización que partir del primer trimestre del presente año están obligados a presentar los emisores de valores registrados ante la Comisión, según el Acuerdo No. 18-00 de 11 de octubre del 2000, pretende brindar al público una realidad integral del emisor, en el contexto de su Grupo.

La Realidad del Mercado Panameño. Los conglomerados económicos más tradicionales del país han evolucionado de estructuras estrictamente familiares, hacia grupos con mayor apertura y participación del público. Basta con leer los nombres de las 29 compañías con acciones listadas para negociación en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. para apreciar esta realidad. No obstante, estos grupos familiares han conservado porciones importantes en el control de las mismas.

De estos grupos, los que compiten en la intermediación financiera típicamente agrupan a un Banco, a una empresa financiera –de las reguladas por la Ley 20 de 1986 - a una empresa de arrendamiento financiero o de *factoring*, a una empresa fiduciaria, a un intermediario de Valores (llámese Casa de Valores o administrador de inversiones) y a otras empresas no reguladas (inmobiliarias, por ejemplo). En el caso de los de mayor tamaño, encontramos también compañías aseguradoras y/o reaseguradoras.

Surge de bulto la siguiente pregunta: ¿Cómo se supervisa a estos grupos en Panamá? Trataré de esbozar una respuesta, en dos partes.

Primeramente, desde una óptica general, a un grupo hipotético con las características descritas en el párrafo anterior le supervisarían:

1. La Superintendencia de Bancos (al Banco y a la empresa fiduciaria, si la hubiere);
2. La Dirección de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias (a la financiera y a la empresa de *leasing*);
3. La Superintendencia de Seguros, y
4. La Comisión Nacional de Valores.

Básicamente, cada una de estas instituciones públicas lleva a cabo su labor de supervisión mediante requerimientos de información periódicos e inspecciones *in situ.* La frecuencia, formalidad y contenido con que cada autoridad requiere dicha información varía, así como el nivel de especialización y calificación del personal de inspección en cada una de ellas. Como he mencionado antes, no se han establecido canales permanentes y oficiales de información entre dichas entidades. El intercambio de información se ha dado, en la mayor parte de los casos de manera cordial, pero sobre una base casuística.

Más específicamente, y desde el punto de vista de la Comisión, es común que dentro de un mismo Grupo tengamos a emisores registrados y a intermediarios con Licencia, y lo que es más, que el emisor de los valores públicos sea a su vez, un regulado de alguna de las autoridades antes mencionadas. Pensemos en el caso de un Banco, emisor de acciones que se encuentran listadas en la Bolsa y que se cotizan públicamente. Su regulador primario sería la Superintendencia de Bancos, pero a la vez se encontraría sujeto a todas las regulaciones vigentes y futuras que afecten a los emisores registrados, que en una sola frase son **proporcionar información periódica veraz, completa y oportuna al público inversionista y al público en general.** A primera vista, parece que cada entidad tiene claramente definida su esfera de competencia, pero escudriñando con más detenimiento, se pueden encontrar áreas que tienen la potencialidad de colocar al mismo regulado en el medio de requerimientos divergentes, por parte de autoridades distintas. Nuevamente, el norte a seguir sería que cada regulador persiga sus propios objetivos, pero la familiaridad con los objetivos del otro, le permitiría una óptica más dinámica y global del supervisado.

Siguiendo con este mismo ejemplo, ¿cómo lidia la Comisión con una Casa de Valores perteneciente al mismo Grupo Económico en que un Banco es la empresa madre? Básicamente, tratando de lograr que las operaciones de la Casa de Valores se lleven a cabo con la mayor separación, tanto operativa como financiera posible de las del Banco. Por qué? Para tratar de que no necesariamente las decisiones del Gerente del Banco – especialmente las malas- afecten a la Casa de Valores (riesgo sistémico). El segundo tópico abordado en el documento a que hice referencia en la Sección II de este escrito (*Fit and Proper Principles*) podría adquirir gran importancia práctica en un momento determinado. Lo predicado en este mismo ejemplo es perfectamente válido para un Administrador o un asesor de inversiones.

Otro evento cuyas probabilidades de ocurrir aumentan en un escenario como el antes descrito, es el de uso indebido de información privilegiada (*insider trading*), y sólo hablo de probabilidades pues el uso de información no pública (que es la definición de esta práctica), es posible en una infinidad de circunstancias, no necesariamente en el contexto de empresas relacionadas.

Al respecto, podría decirse que aun cuando el Artículo 196 del Decreto Ley 1 de 1999, no distingue si la "relación privilegiada" a que se refiere tiene su génesis en el hecho de pertenecer al mismo conglomerado económico, es definitivamente posible –y hasta probable- y constituye una circunstancia que sería ponderada por la Comisión en el momento de aplicar las medidas para las que le faculta el referido Decreto Ley.

Pasando a otro ejemplo en que la labor conjunta de los supervisores es clave, me puedo referir al caso de las empresas aseguradoras y reaseguradoras que son emisoras de valores que se cotizan públicamente. Ocurre que con la adopción de las NICs o las US GAAPs por la Comisión Nacional de Valores, como sistema de normas técnicas de contabilidad aceptables en la preparación de Estados Financieros, los emisores de este sector han manifestado tener problemas para adecuar la construcción de sus Estados Financieros a cualquiera de estos dos sistemas, situación que se adquiere fuerza por el hecho de que la Superintendencia de Seguros aun no ha expresado una opinión oficial al respecto.

Conclusión.

Me gustaría terminar esta presentación resaltando el hecho de que la nueva Comisión Nacional de Valores ha sido investida de amplias facultades en materia de supervisión e investigación. Hay una disposición muy importante que tipifica como Actividad Prohibida, el que cualquier persona incurra, directa o indirectamente, en actos fraudulentos o en artimañas, o a sabiendas o interviniendo culpa grave, hacer una declaración falsa o tendenciosa sobre un hecho de importancia u omitir divulgar un hecho de importancia que fuera necesario para que las declaraciones hechas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, en relación con: a) la compra o venta de valores registrados, b) la asesoría de inversión en relación con valores registrados, c) la solicitud de poderes de voto, autorizaciones o consentimientos en relación con valores registrados, o d) una oferta pública de compra de acciones (Art. 195 DL 1/99).

Como puede apreciarse, esta disposición es suficientemente amplia para que, de ser necesario, la Comisión dirija sus acciones a las empresas del Grupo Económico de sus supervisados.

Las acciones presentes y futuras de la Comisión continuarán dirigiéndose a la creación de la estructura legal, reglamentaria y de supervisión necesarias para el surgimiento de un mercado de valores transparente y confiable, que a su vez, repercuta en sus niveles de liquidez y profundidad.

Panamá, 15 de enero de 2001.

COMENTARIOS EN TORNO A DOS FALLOS Y A LA TRANSPARENCIA

César E. Sanjur A.
Estudiante graduando de Derecho
Facultad de Derecho y Ciencias Políticas
Universidad de Panamá

Provenientes de la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia, dos decisiones emitidas por este cuerpo jurídico han suscitado el interés del mundo contable y regulatorio bursátil.

La primera decisión es el Fallo de fecha 11 de noviembre de 2005, mediante el cual la Sala Tercera declaró legal la multa que había impuesto la Comisión Nacional de Valores (CNV) contra la reconocida firma de auditores Arthur Andersen, por haber alterado los informes financieros de la compañía Adelag.

En efecto, y basándose en los artículos 200 y 203 del Decreto Ley No.1 de 1999, la CNV impuso a Arthur Andersen una multa de B/.100,000.00 mediante el artículo sexto de la Resolución No.244 de 28 de junio de 2005 por haber suministrado a esta entidad reguladora información falsa en los estados financieros presentados de la sociedad Inversiones El Roble, S.A.. Luego de que la firma auditora recurriera esta resolución, la Sala Tercera mediante el fallo arriba mencionado decidió que la Resolución en comenta no era ilegal, y que por lo tanto la sanción administrativa aplicada por la CNV se mantenía. Un análisis del fallo en discusión permite ver que la Sala hizo un sucinto recuento de las normas internacionales de auditoría que a su juicio debieron haber sido aplicadas por Arthur Andersen - como auditor externo e independiente - en el examen de los registros contables y demás documentos que fuera realizado para la preparación de los estados financieros a ser presentados ante la CNV. De acuerdo con la estimación de los magistrados, la firma auditora no sólo no cumplió con estas normas, sino que además se basó casi exclusivamente en las afirmaciones de los directivos de la empresa para llegar a la conclusión de que las finanzas de ésta estaban en orden.

Este fallo reviste una gran importancia – "histórica", según el comisionado Carlos Barsallo1 - puesto que no solamente la Corte reafirmó la potestad reguladora de la Comisión sino que ha sentado un precedente en lo que a transparencia se refiere.

Uno de los pilares del gobierno corporativo es la transparencia, que es la forma en que se puede y debe suministrar oportuna y veraz toda la información relevante y referente a una

1 BERROCAL, Rafael: **Declaran legal multa contra Arthur Andersen**. La Prensa, 16 de noviembre de 2005.

empresa – emisora o no - a través de las diversas publicaciones y sistemas de información para que los inversionistas y accionistas de dicha empresa puedan contar con los elementos necesarios para conocer todo sobre el manejo y gestión de la misma y en consecuencia tomar adecuadamente sus decisiones de inversión y a la vez poder tener su parte en la toma de las decisiones que afectarán dichas inversiones. A este efecto, debemos señalar que el Principio IVC de los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD establece que "Una empresa independiente debe realizar una auditoría anual que permita establecer la preparación y presentación externa y objetiva de los estados financieros"; y el Principio IVB señala que "Se debe preparar, auditar y presentar la información siguiendo los estándares contables de calidad más exigentes, de descripción de riesgo financiero y no financiero y de auditoría".

Siguiendo estas líneas de razonamiento, podemos afirmar que la Corte estableció en este fallo que los auditores tienen un deber no sólo con sus clientes y con la entidad reguladora – el de presentar la información financiera y contable de forma veraz y oportuna - sino con el público inversionista, cuyos intereses son tutelados por las leyes que rigen la materia bursátil.

Es por ello que, con el fin de proteger tanto al inversionista como al accionista, la regulación por parte de los entes fiscalizadores del mercado de valores debe enfatizar y ser más enérgica sobre la transparencia de la información corporativa: haciendo cumplir los mecanismos existentes en materia de la información presentada a los inversionistas por los emisores; de la veracidad y exactitud de los estados financieros presentados por éstos ante las organizaciones autorreguladas y el ente supervisor; y de políticas de mejoramiento y transparencia de la gestión administrativa de las empresas registradas tales como el gobierno corporativo. Además, y en vista de que se quiere modificar el Decreto Ley No.1 de 1999, se le debe hacer un llamado de atención a los legisladores para que, en vez de restar autoridad o recursos a la CNV, se debe en cambio reforzar los poderes otorgados a la Comisión, permitiéndole mayores facultades investigativas, elevando el número de personal y permitirle imponer multas de mayores cuantías a aquellos que transgredan las normas.

Finalmente, una observación: dentro del mismo caso, hubo un anterior fallo, con fecha de 28 de octubre de 2004, que hasta cierto punto contradice la dirección del fallo objeto de este escrito. Nos referimos a la decisión tomada por la Sala Tercera en cuanto a la demanda contencioso administrativa de plena jurisdicción interpuesta contra la misma Resolución No.224 de 28 de junio de 2001. De acuerdo con el magistrado ponente, el señor Carlos De la Guardia no era responsable por la información vertida a los auditores externos y no se le comprobó participación alguna en la falsificación de datos sobre el estado financiero de sus empresas. Dada la naturaleza de las conclusiones a que llegó la Sala sobre la pretensión del demandante, la entonces Procuradora de la Administración

Licda. Alma Montenegro de Fletcher solicitó aclaración de sentencia, la cual le fue negada mediante fallo de 21 de diciembre de 2004. Pero creemos que hay que remitirse al salvamento de voto del magistrado Adán A. Arjona para ver que no solamente hay de hecho una contradicción entre ambos fallos, sino que el magistrado Arjona señaló con mucho tino uno de los problemas actuales de la CNV, y que fuera comentado en el Reporte sobre Gobierno Corporativo en Panamá realizado en el año 2004 por el Banco Mundial: según su postura en el salvamento de voto, "El fallo mayoritario debilita gravemente el poder de policía financiera que la Ley le reconoce a la Comisión Nacional de Valores (CNV) para proteger la confianza del público consumidor que participa en el mercado de valores". En este sentido, debemos recordar lo sucedido hace tres años, cuando la Corte declaró inconstitucional el Acuerdo No.16-2000 (sobre los *proxys*) mediante fallo de 24 de mayo de 2002, hecho también reseñado en el Reporte del Banco Mundial anteriormente señalado (por cierto, una de las recomendaciones de dicho reporte fue que esta norma fuese reactivada).

Una vez más, en defensa de la transparencia y del público inversionista, reafirmamos nuestra creencia que los poderes de la CNV deben ser reforzados no solamente por la ley sino por nuestros tribunales. Solo así la seguridad jurídica del mercado de valores podrá ser debidamente salvaguardada, y de paso los intereses de los accionista se inversionistas.

LA RESPONSABILIDAD CIVIL EN EL MERCADO DE VALORES

Jorge Alexander Olivardía
Asesor Legal
Comisión Nacional de Valores

Generalidades:

Abordar la responsabilidad civil en la que pueda incurrir un sujeto en su actuación dentro del marco de la contratación en los mercados de valores debe tratarse desde varias perspectivas distintas, atendiendo principalmente a la naturaleza jurídica de la responsabilidad en los mercados y de igual forma bajo qué régimen debe entenderse la obligación de resarcir los daños causados en cuanto a la actuación en los mercados.

Así tenemos la responsabilidad civil generada en virtud de violaciones al Decreto Ley 1 de 1999 la cual contempla casos específicos como aquella derivada del uso de información privilegiada, y que además contempla un eximente de responsabilidad específico; por otro lado se encuentra la responsabilidad civil contractual generada por incumplimientos entre las partes en sede de contratación bursátil y por último la responsabilidad iniciada dentro de proceso penales por delitos financieros contemplados en el Capítulo VII, Título XII del Código Penal, en los cuales, en cuanto a la descripción del tipo, el ilícito penal resulta similar, -sino igual-, al tipo descrito para el ilícito administrativo.

La norma primaria a examinar en cuanto a su contenido y naturalaza resulta el párrafo primero del artículo 204 del Decreto Ley 1 de 1999 que expresa que *la persona que viole cualquier disposición contenida en este Decreto-Ley o en sus reglamentos, será responsable civilmente por los daños y perjuicios que dicha violación ocasione.*

A simple vista, resulta clara la intención del legislador de dejar sentada la obligación de indemnizar a toda persona que resulte *dañada* por acciones en el marco de la actuación de sujetos en el mercado de valores, sin embargo, lo que no resulta claro es la naturaleza de la responsabilidad civil que el legislador ha dejado plasmada en la norma citada, sobre todo cuando la misma se contrasta con el régimen general de responsabilidad civil contemplado en el artículo 1644 del Código Civil.

Naturaleza de la responsabilidad civil:

La responsabilidad civil se produce cuando se causan daños derivados de acciones u omisiones que sean voluntarias (dolosas) o cuando menos negligentes (culposas), por lo que puede afirmarse que es la culpa, como regla general, el fundamento de toda reclamación por daños y perjuicios sufridos.

Para que una persona afectada por el actuar ominoso de otro, pueda reclamar con éxito la correspondiente indemnización que cubra los daños y perjuicio ocasionados tendrá que demostrar tres elementos básicos de la responsabilidad civil que son: 1. el actuar cuando menos culposo del sujeto, 2. el daño ocasionado y 3. que exista una relación de causalidad entre aquel actuar y el daño recibido (nexo causal).

Así pueden resumirse de manera muy sucinta los principios fundamentales del régimen de responsabilidad vigente en el Código Civil, bajo el artículo 1644 que establece que: *el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado.*

No obstante, a través de un amplio desarrollo legislativo, jurisprudencial y doctrinal, los regímenes de responsabilidad civil por culpa han migrado de manera paulatina (en relación a ciertas actividades) a una objetivación de la culpa, específicamente a partir de la teoría del riesgo-beneficio, bajo la cual, el solo hecho de la creación del riesgo para la obtención de un beneficio (económico) justifica la omisión del requisito de culpa en cuanto a la carga probatoria que tendría quien reclame daños y perjuicios en un tribunal de justicia.

Se crean entonces sistemas de responsabilidad cuasi-objetiva y de responsabilidad objetiva, en los que se prescinde de la culpa para determinar la responsabilidad del sujeto en cuanto a la indemnización reclamada.

Es justo en este sentido en el que a nuestro juicio debiese interpretarse la responsabilidad civil establecida ex artículo 204 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, el cual al indicar que *todo aquel que viole cualquier disposición contenida en este Decreto-Ley* deberá responder por los daños causados, está estableciendo un parámetro de objetivación de la responsabilidad por las razones que a continuación exponemos.

La responsabilidad civil se deriva de forma autónoma del daño causado, no del ilícito administrativo (al igual que sucede con la mal llamada responsabilidad civil derivada del delito la cual se deriva del daño producido y no del actuar delictivo en sí), situación que deberá aminorar la carga probatoria del dañado al momento de realizar una reclamación por daños y perjuicios.
Esto significa que, a nuestro entender, una vez que ha sido determinada la existencia de una violación al Decreto Ley 1 de 8 de julio de1999 por el ente regulador con plenas facultades para ello, es decir la Comisión Nacional de Valores a través de resolución en firme, quien reclame una indemnización por daños y perjuicios solo tendrá que probar que efectivamente se produjo un daño (material o moral) y que existe un nexo causal entre

ese daño y la conducta cuya violación fue sancionada por la Comisión Nacional de Valores.

Una interpretación contraria no podría explicar de manera clara la coexistencia de la norma especial del 204 del Decreto Ley 1 de 1999 y el régimen contemplado en las normas de derecho común (1644 del Código Civil), ya que, como hemos indicado, la responsabilidad civil se deriva autónomamente del daño que ha sufrido alguien que a su vez reclama una indemnización.

La interpretación de un sistema de responsabilidad civil por culpa, ex artículo 204 del Decreto Ley 1 de 1999, se haría aún más ilógica si te toma en cuenta que la remisión a este sistema de culpa impondría una carga probatoria adicional y excesiva a quien reclame una indemnización, ya que se vería obligado no sólo a probar que sufrió un daño, por el actuar cuando menos negligente de *otro* existiendo un nexo causal entre dicho daño y el actuar, sino que también se vería obligado a probar la existencia de una violación al Decreto Ley 1 de 1999, con lo cual se haría mucho más eficiente encausar cualquier acción de responsabilidad civil bajo el amparo del 1644 del C.C., no teniendo que demostrar una violación a una norma administrativa, sino solo el daño sufrido junto al resto de condiciones explicadas.

Así las cosas, consideramos que el legislador, bien sea por economía o bien sea por dotar al mercado de una herramienta indemnizatoria efectiva y correctiva, quiso tal vez allanar el camino de aquel *otro* del que habla el régimen de responsabilidad civil general (el que sufre el daño), para la obtención de la correspondiente indemnización, al no tener que probar el actuar negligente de *aquél (*que causa el daño) una vez que la Comisión ha probado la existencia de una violación a la norma que regula el mercado de valores.

Es dentro de un proceso administrativo sancionador, donde el causante del daño deberá probar que su actuación no fue violatoria del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, probando que empleó toda la diligencia necesaria en su actuar en el mercado1, procedimiento administrativo que además deberá contar con todas las garantías procesales establecidas en nuestra legislación.

Establecer la violación a normas administrativas reguladoras del mercado de valores como *criterio objetivo de imputación* en cuanto a la reclamación de indemnizaciones del daño

1 El nivel de diligencia resulta alto tomando en cuenta el nivel de riesgos asumidos por los inversionistas y participantes en el mercado, quienes tienen en la transparencia y simetría de la información las herramientas que permiten la existencia de un mercado justo y eficiente que garantice su participación en igualdad de condiciones con el resto de inversionistas. Diligencia además recogida en una serie de normas de conducta de carácter ético y deontológico exigidas a los participantes e intermediarios del mercado.

causado, supone cuando menos (y aplicando alguna matización) que la responsabilidad ex artículo 204 deba ser interpretada en el sentido de que una vez acreditada la violación a la norma administrativa se produce una presunción (iuris tantum) del actuar culpable, produciéndose una inversión de la carga de la prueba (responsabilidad cuasi objetiva) en la que sería *aquel* que cause el daño el que tendría que probar que empleó la diligencia debida en el actuar que produjo el daño a otro.

Otro elemento más que permite observar que nos encontramos ante un régimen de responsabilidad civil especial y no ante una remisión al régimen general de responsabilidad por culpa contenido en el Código Civil, es el contenido del párrafo segundo del artículo 204 en cuestión y que indica que *en caso de violación del artículo 1961 de este Decreto-Ley, la persona responderá civilmente por los daños y perjuicios causados hasta por un monto igual a tres veces la ganancia realizada, o la pérdida evitada, como consecuencia de dicha lación. En este caso no se permitirá la rescisión de los contratos.*

Responsabilidad Civil por el uso indebido de información Privilegiada:

En este caso la norma también supedita la obtención de la indemnización a la determinación de una violación al Decreto Ley 1 de 1999 específicamente al artículo 196, limitando en este caso el quantum indemnizatorio a tres veces la ganancia realizada o la pérdida evitada.

Como puede observarse, el citado párrafo segundo del artículo 204 no solo es una herramienta indemnizatoria sino además *punitiva* para el infractor de la norma a la que se hace remisión, es decir el artículo 196, situación bajo la cual sostenemos, al igual que en el caso de violaciones al resto de disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999, que un vez acreditada la violación a la norma por parte de la Comisión Nacional de Valores, debe cuando menos realizarse una inversión de la carga de la prueba, debiendo probar quien reclame, que efectivamente fue objeto de un daño, así como la existencia del nexo causal indicado.

1 A tenor literal expresa el artículo 196: Queda prohibido a toda persona que tenga conocimiento de hechos de importancia que no sean de carácter público y que hubiese obtenido por medio de una relación privilegiada usar, a sabiendas, dicha información para aprovecharse injustamente de otra persona en la compra o la venta de valores registrados.
Ninguna persona podrá suministrarle a otra información privilegiada, cuando el que suministra dicha información tenga la intención de hacer posible (o haya debido saber que su actuación haría posible) que el que la reciba compre o venda valores registrados haciendo uso indebido de dicha información.
El que suministre la información y el que la utilice serán responsables conjunta y solidariamente por los daños que sufran las personas que sean injustamente afectadas por el uso indebido de tal información privilegiada.

No obstante, la responsabilidad civil producto de daños causados por el uso indebido de información privilegiada puede alegarse no sólo bajo el amparo del artículo 204, ya que dicha figura se encuentra tipificada en nuestro Código Penal como delito1, pudiendo ejercerse la responsabilidad civil dentro del proceso penal, sin embargo, a nuestro criterio, la misma deberá ser ejercida bajo el amparo de las normas comunes de responsabilidad que rigen tanto para la llamada *responsabilidad civil derivada de delito* (en los artículos 119 a 130 del Código Penal) así como las normas de derecho común ya mencionadas.

La opción anterior, aun cuando requiere de un estudio mucho más profundo y detallado encuentra sus limitaciones si tomamos en cuenta que la figura tipificada como ilícito penal es sino idéntica, cuando menos similar a la tipificada en el Decreto Ley de valores, debido a la aplicación del principio *non bis in idem* bajo el cual no podría sancionarse administrativamente (de forma pecuniaria) a una misma persona que además ha sido sancionada penalmente por el mismo hecho, por lo que no resulta claro, bajo el amparo de cual de los regímenes indemnizatorios podría acudir la víctima de un daño a exigir la correspondiente indemnización por daños y perjuicios.

Lo cierto es que la utilización de la vía de la responsabilidad dentro del proceso penal no le sería aplicable el régimen especial contemplado en el artículo 204, quedando al arbitrio jurisprudencial el monto indemnizatorio en caso de daño producidos por uso indebido de información privilegiada.

Responsabilidad Contractual:

La responsabilidad civil en el mercado de valores no se limita a aquélla de tipo extracontractual, sino que se extiende a aquélla de tipo contractual definiendo ésta como aquélla derivada del incumplimiento por una de las partes respecto a obligaciones o prestaciones derivadas de un contrato provocando un daño.

A manera de ejemplo, podemos citar el caso en el que un inversionista compra un bono (instrumento de deuda) de un emisor y este al vencimiento del bono incumple su obligación del pago del capital adeudado, causando evidentemente un daño al no cubrir el monto de la deuda pactada y afectando la liquidez el inversionista quien no podría cubrir sus necesidades financieras o bien en el caso que dentro del marco de la existencia de un contrato de cuenta de inversión entre un inversionista y una Casa de Valores, la Casa se aleja de las políticas de inversión (respecto al perfil del inversionista) que fueron contratadas y por ello se produce un daño económico al inversionista.

1 Artículo 393-E del Código Penal

Nos encontramos en ambos casos ante la posible concurrencia de ambos regímenes de responsabilidad (contractual y extracontractual). Mucho se ha opinado al respecto de la concurrencia, incompatibilidad y coexistencia de ambos, lo que podemos resumir de la siguiente forma:

1. *Incompatibilidad: algunos autores indican que la responsabilidad contractual y extracontractual son incompatibles, que no existe concurrencia por lo que existiendo un contrato no es posible que se produzca responsabilidad civil extracontractual; el contrato tiene, pues, fuerza absorbente. Estos autores han dado lugar a la llamada* ***Teoría de la Absorción.***

2. *Son diferentes y autónomas: pero no incompatibles, por lo que pueden aplicarse ambas a unos mismos hechos; estos autores entienden que la responsabilidad extracontractual puede aplicarse entre los propios contratantes. Por ello el demandante deberá optar, en el momento de plantear su demanda por una u otra vía, pudiendo ser dicha opción bien pura (esto es, optar por una u otra vía) o bien tener carácter subsidiario, en este sentido entendemos. Esta corriente ha dado lugar a la llamada* ***Teoría de la Opción.***

3. *Independientes y distintas: otro sector de la doctrina entiende que no hay pretensiones independientes y distintas entre si. Estamos ante una única pretensión, el resarcimiento de la víctima, basada en una única causa de pedir, el daño producido. Esta teoría recibe el nombre de* ***Teoría del Concurso de Normas.1***

Como hemos podido observar la responsabilidad civil en los mercados de valores no puede ni se limita a aquella extrancontractual que establece el artículo 204 del Decreto Ley 1 de 1999 ni aquella derivada del régimen general de responsabilidad, pudiendo producirse un concurso de normas que lleve a la aplicación de un régimen o de otro (concurso de normas).

Rescisión de Contratos y eximentes de responsabilidad:

Al margen de lo expuesto, el Decreto Ley 1 de 1999 en su artículo 206 permite la rescisión de contratos como opción al ejercicio de la acción civil por daños y perjuicios ex artículo 204, indicando que el afectado tendría una de las siguientes opciones:

> 1. El comprador de un valor registrado podrá optar por pedir la rescisión del contrato de compra, y exigir la devolución del precio pagado por dicho valor (más intereses sobre dicho precio) menos cualesquiera distribuciones que hubiese recibido como tenedor de dicho valor

1 **Pérez Kôhler, Alejandro.** La concurrencia de Responsabilidad Civil contractual y extracontractual derivadas de un mismo accidente de trabajo. Noticias Jurídicas. Octubre 2005.

(incluyendo intereses devengados por dichas sumas distribuidas), entregando al vendedor valores de la misma clase comprada.

2. El vendedor de un valor registrado podrá optar por pedir la rescisión del contrato de venta, y exigir la devolución de valores de la misma clase vendida, pagando el precio recibido por dicho valor (más intereses sobre dicho precio) menos cualesquiera distribuciones que hubiese recibido el comprador como tenedor de dicho valor (incluyendo intereses devengados por dichas sumas distribuidas).

El artículo 206, excluye el ejercicio de la acción por daños y perjuicios ex artículo 204, en el caso de que el afectado decida ejercer las opciones citadas, no obstante como hemos indicado, la responsabilidad civil, por ende, la obligación de indemnizar se derivada de manera autónoma del daño causado, por lo cual si bien el afectado ya no podría ejercer la acción bajo el amparo del 206 con las ventajas ya indicadas, que ello representada, nada obsta para que este afectado pueda ejercer vía Código Civil, la acción de responsabilidad civil, debiendo probar por supuesto, la culpa de quién hizo el daño.

Por otra parte, establece el artículo 205 *que ninguna persona será responsable civilmente, ni estará sujeta a sanción de la Comisión, por razón de actos que hubiese realizado u omitido de buena fe de conformidad con un acuerdo, una resolución o una opinión que haya dictado la Comisión, aun cuando con posterioridad a dichos actos u omisiones el acuerdo, la resolución o la opinión sea reformado o derogado por la Comisión o por leyes o reglamentos expedidos por el Organo Ejecutivo o sea declarado inconstitucional, ilegal o incorrecto por una decisión dictada por los tribunales de justicia*.

Este eximente de responsabilidad civil, basado en actos de buena fe del sujeto causante del daño, junto con las opciones de rescisión como alternativas al ejercicio de la acción de responsabilidad civil, reafirman el hecho de que en el caso de la responsabilidad civil ejercida bajo el artículo 204, nos encontramos ante un régimen especial con circunstancias especiales que permiten el ejercicio de la responsabilidad civil en sede de derecho de mercado de valores, de forma más eficiente.

No obstante, al no existir precedente alguno del ejercicio de acciones de responsabilidad civil bajo el amparo del artículo 204 del Decreto Ley 1 de 1999, quedará al cargo de los tribunales la interpretación de la naturaleza de la responsabilidad recogida en dicha norma, tomando en cuenta que el tratamiento *objetivo* o *cuasiobjetivo* de la responsabilidad civil en nuestro país es escaso o casi nulo.

Solidaridad de la responsabilidad civil en el mercado de Valores:

Establece el párrafo tercero del artículo 204, que *si la acción u omisión violatoria del Decreto-Ley es imputable a dos o más personas estas responderán solidariamente por los daños y los perjuicios causados. Entre dichas personas, a petición de cualquiera de ellas, el tribunal podrá distribuir la responsabilidad en proporción a la culpa de cada una de ellas.*

Esta norma especial de solidaridad permite, como puede observarse, que a petición de una de las partes obligadas a resarcir el daño causado, se distribuya la responsabilidad en proporción a la **culpa** de cada una de ellas, lo que indica la creación de una especie de régimen de mancomunidad entre los obligados a resarcir, debiendo entenderse esa **culpa** como aquella determinada administrativamente por la Comisión Nacional de Valores en resolución administrativa.

Esta solidaridad también se encuentra contemplada en el artículo 196 que en caso de utilización indebida de información privilegiada tanto el que suministre la información como el que la utilice, serán responsables conjunta y solidariamente por los daños que sufran las personas que sean injustamente afectadas por el uso indebido de tal información privilegiada.

Como ya hemos indicado, corresponderá a fin de cuentas a los tribunales de justicia interpretar la naturaleza de la responsabilidad civil ejercida bajo el amparo del artículo 204, en contraposición a las normas comunes de responsabilidad civil extracontractual contenidas en el Código Civil, así como la solución en posibles casos de responsabilidad civil ejercida dentro del proceso penal, cuando se trate de figuras cuyo tipo penal es similar al de la infracción administrativa.

Entre tanto, al entender las actuaciones en los mercados de valores como juegos de suma cero, donde la ganancia de uno es necesariamente la pérdida de otro, consideramos que el tratamiento de la responsabilidad civil por violaciones al Decreto Ley 1 de 1999 no debe ser otro que el ya expresado, evitando a aquel que hay sufrido un perjuicio, cargas probatorias adicionales y difíciles, así como evitándole el denominado *peregrinaje de jurisdicciones1.*

1 *Pantaleón Prieto*, "Perseverare diabolicum" (¿otra vez la responsabilidad civil en el Código penal?), Jueces para la Democracia 19, 2/ 93, p. 6.

REESTRUCTURACIÓN DE TÉRMINOS Y CONDICIONES DE VALORES COLOCADOS EN OFERTA PÚBLICA

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

"*Ninguno de nosotros puede darse el lujo de olvidar que este... mercado solo puede sobrevivir y florecer por la gracia de los inversionistas."* William O Douglas. (Tercer Comisionado Presidente de la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos y Magistrado de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos.).

La Comisión Nacional de Valores (CNV) tiene entre sus atribuciones *fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá*. Lo anterior puede significar muchas cosas.

Por una parte, y a juicio de los emisores, se puede fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores facilitando que los emisores puedan reestructurar sus emisiones cada vez que así lo requieran. Para ello se requerirían normas legales aprobadas por la sociedad debidamente consultada que allanen el camino para introducir modificaciones sustanciales a los términos y condiciones de las emisiones previamente colocadas.

Por otra parte, se puede fomentar y fortalecer el mercado de valores protegiendo a los tenedores registrados *impidiendo* que se den cambios en los términos y condiciones de las emisiones que los perjudiquen. Para ello se requerirían normas que nieguen el registro de modificaciones a términos y condiciones de emisiones colocadas que *perjudiquen* a los tenedores registrados.

Se puede intentar tener una tercera postura-menos antagónica-que represente facilitar a los emisores sus modificaciones protegiendo a la vez los intereses de los tenedores. La protección no se puede basar solamente en dejar a los tenedores con mucha información a su disposición, pero solos con sus problemas, requiere el apoyo del ente regulador, por lo menos, y sobre todo, en esta etapa de un mercado incipiente en el cual las partes desconocen sus derechos y deberes y de conocerlos no los ejercen por razones ajenas a este escrito y que es necesario que se ataquen.

La legislación panameña actual no aterriza de forma clara en ninguna posición. Los cambios en los términos y modificaciones de una emisión deben ser registrados más no autorizados en la Comisión Nacional de Valores. No hay norma legal expresa que así lo señale, pero del conjunto de normas vigentes es evidente (paralelismo de formas) que sí

originalmente se procedió a registrar un valor con unas determinadas condiciones para ser ofrecido públicamente y un ente público registró el valor y autorizó su oferta pública, todo cambio en el mismo debe ser registrado para que el público pueda tener conocimiento y certeza de los nuevos términos y condiciones.

Producto de la actual situación económica en los meses recientes se han concentrado en la CNV trámites de modificación de términos y condiciones de emisiones previamente colocadas.

La Comisión Nacional de Valores, teniendo en cuenta que las emisiones han sido colocadas y que existen tenedores registrados con derechos contractuales claros y exigibles, solicita antes de proceder a cualquier registro de cambios en los términos y condiciones la constancia de que los tenedores registrados han sido debidamente consultados y han dado su consentimiento a los cambios.

¿Cuántos tenedores son necesarios para registrar los cambios? Eso lo debe determinar en primer lugar el contrato y documentos de la emisión. A falta de previsión tanto contractual como legal se necesita comprobar que cada uno de los tenedores fue consultado y conocer su posición.

Lo anterior obedece, a que no es posible que el emisor unilateralmente modifique los términos y condiciones de la emisión. Siendo los tenedores registrados acreedores individuales del emisor cada uno debe dar su consentimiento. No se trata de un cuerpo colegiado en el cual una mayoría imponga su voluntad a una minoría. Dicho grupo tendría que crearlo la ley o en su defecto organizarlo el contrato previamente.

Por ello ha surgido lo que la práctica ha denominado la necesidad de tener el 100% del consentimiento de los tenedores. Algunos consideran que dicha situación es injusta y problemática ya que es muy difícil obtener la unanimidad y que no parece justo que una minoría impida unos cambios aprobados por mayoría. Les asiste razón a quienes así piensan en lo referente a lo inoperante que es generalmente todo mecanismo que se base en la unanimidad ya que ésta es casi siempre difícil de obtener. Por ello la imperiosa necesidad de establecer las reglas contractualmente o de la existencia de una norma jurídica que convierta a los tenedores en un cuerpo colegiado con su correspondiente representante. Esto es desde del ángulo del emisor

Ahora veamos desde el ángulo del tenedor. Así como sería impráctico para los emisores reunir a los tenedores, imaginemos que dichos inversionistas *sin existir dichas reglas previamente establecidas al momento de adquirir el valor* reciben una simple notificación informándoles que los términos y condiciones (tasa de interés por ejemplo) de su inversión

variaron ya que la mayoría de los tenedores así lo aprobaron. ¿Qué seguridad jurídica tendrían? ¿A qué inversionista local o extranjero le interesaría comprar un valor bajo dichas condiciones?

Es por ello que consideramos que en el caso de emisiones de valores *sin tenedores organizados en asamblea y a falta de norma legal expresa* la crítica anterior no cabe ya que se parte de la premisa equivocada. En estos casos, al no existir un cuerpo colegiado, no se trata de mayorías sino de decisiones individuales.

Cada tenedor ha recibido individualmente una promesa de un pago con determinadas condiciones y términos. El tenedor tiene un derecho contractual a exigir el cumplimiento en caso que este no se dé voluntariamente. Si nada se ha pactado en los documentos de la emisión y no dice nada la ley, poco importa si otros tenedores y ni siquiera si la mayoría de los mismos están o no de acuerdo con los cambios.

La situación sería diferente si existiese previamente acordado en los documentos de la emisión mecanismos contractuales para aprobar cambios mediante mayorías, para lo cual se convierte a los tenedores en un grupo organizado y se les asigna incluso representante quien pueda hablar y negociar por ellos y en sus mejores intereses. Si un tenedor adquiere un bono bajo esas condiciones, la forma para los cambios en los términos y condiciones se encuentra previamente prevista y es por todos conocida.

Consideramos de interés observar como se trata la materia en otras legislaciones. Así, por ejemplo, en España el emisor tendría que pasar dos filtros: primero la aprobación de la asamblea de obligacionistas (ente contemplado y creado por ley) y la opinión favorable de la CNMV, que sólo se pronuncia a favor si la modificación es claramente favorable para los tenedores. La razón del segundo filtro es que en ocasiones se convocaban asambleas, no iba nadie, y se aprobaban modificaciones perjudiciales para los tenedores.

En Argentina la situación es la siguiente: A partir de la naturaleza contractual del negocio y por aplicación del principio de paralelismo de formas se requiere el previo conocimiento y posterior aprobación del organismo regulador respecto de las innovaciones.

Salvo que se trate de cuestiones meramente incidentales, juega un papel de primer orden la voluntad de las partes; teniendo presente si esta debe expresarse al momento que se verifican los cambios(con los porcentajes de mayorías previstos) o si se trata de un supuesto particular en que el consentimiento puede entenderse otorgado al ingresar al negocio.

En todos los casos debe consultarse la ley de las partes, representada por el prospecto informativo para verificar si se trata de una modificación o de una alteración de las condiciones fundamentales. (Artículo 354 Ley sociedades comerciales).

En Perú cuando existe alguna modificación a las condiciones de la emisión, se necesita el consentimiento de los llamados bonistas. Dependiendo del tema se requieren mayorías calificadas o absolutas. La Comisión sólo registra el cambio con la presentación de los documentos del caso, de manera simple, es decir, con una comunicación al Registro Público del Mercado de Valores cuando la variación es no fundamental (la supervisión es ex-post). En el caso de variaciones fundamentales la Comisión revisa la documentación (ex-ante) y el Gerente General registra la variación.

En Costa Rica con relación a este tema, el emisor no puede cambiar unilateralmente las condiciones de una emisión, deberá existir acuerdo bilateral de las partes, y todos deberán dar ese consentimiento, con solo uno que no este de acuerdo no puede hacerlo.

En Panamá los documentos de la emisión deben contemplar el procedimiento o en su defecto, se requiere una reforma legal que introduzca la figura de la asamblea de tenedores registrados y solo entonces podremos hablar de un grupo organizado y de mayorías.

Hay que proteger a los tenedores, con ello se crea la confianza necesaria para que los emisores tengan compradores para sus valores. Sin inversionistas no hay mercado, sin mercado el desarrollo de un país es más lento o nulo.

Nota: Las opiniones expresadas son propias del autor y no comprometen ni representan la posición de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa Diciembre 2001.

EL INFORME PRELIMINAR DE LA COMISIÓN PRESIDENCIAL PARA COMBATIR LA CORRUPCIÓN Y LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

El Informe preliminar de la Comisión Presidencial (CP) para combatir la corrupción señala en su recomendación número 30: "Recomendar la derogatoria de la disposición que exonera del pago de impuesto sobre la renta aquellas transacciones de compraventa de valores emitidos por empresas registradas en la **Comisión Nacional de Valores** y que se hacen por conducto de la Bolsa."

Igualmente señala en su recomendación número 40 que se hace necesario: "Establecer un plan de reducción de la mora judicial y administrativa, que contemple la **celebración periódica y puntual de las reuniones de Junta Directiva y Órganos de decisión** en el Gobierno Nacional y en las entidades privadas en las cuales el Estado tiene participación para que un plazo perentorio se decidan las distintas solicitudes y trámites que se encuentran pendientes ante entidades tales como:-----**Comisión Nacional de Valores.....**."

Consideramos conveniente hacer las siguientes apreciaciones, que advertimos de antemano son personales y no constituyen ni comprometen la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV) ni de los funcionarios que en ella laboran.

La norma a la que hace referencia la recomendación número 30 es el articulo 269 del Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 (decreto ley 1/99) titulado "Impuesto sobre la renta con respecto a ganancias de capital".

La recomendación de la CP es muy importante en virtud de que, a buena hora, nos hace preguntarnos obligatoriamente: ¿Por qué se considera que para combatir la corrupción es necesario derogar una disposición legal, que no es nueva ya que encuentra su antecedente en la legislación anterior al año 1999?. Es importante la respuesta en virtud que el decreto ley 1/99 es un instrumento que fomenta la transparencia del mercado, por lo cual no puede permitirse contenga una norma que la CP informa se percibe fomenta la corrupción.

Sobre la base de los datos recabados por la CP, entendemos que la recomendación es -o debe ser- producto de la percepción o el resultado de alguna denuncia concreta formulada por las personas con las cuales se ha reunido la CP, y opinan que el artículo 269 del decreto ley 1/99 promueve la corrupción. Debemos suponer así ya que de otra

manera no la encontraríamos en el informe. Y decimos que debemos suponer ya que no hemos tenido oportunidad de reunirnos con la CP.

No es nuestro interés refutar la recomendación de la CP, ya que en el fondo compartimos lo que entendemos quiere decir. Ha sido nuestro parecer siempre que el tratamiento fiscal aludido tiene que ser justificado y justificable. Nos interesa más entender y estudiar la recomendación ya que estimamos que es muy importante que así se haga. Respetamos, más no compartimos, la posición de los puedan considerar que mejor resulta no hablar del tema.

Es evidente que la gente, con justa razón, desaprueba todo aquello que representa lo que percibe, entiende u observa como privilegios para unos en detrimento de otros. La norma comentada, como muchas otras contenidas en la legislación panameña, cae en esa categoría.

Es una excepción a la regla general del pago de impuesto. Las normas que crean los tributos, como las que los eliminan para algunos (excepciones), son generalmente recibidas con poca simpatía, las primeras por todos los obligados a su pago (por eso se les llama impuestos, que viene de imponer) y las segundas, con la excepción de a quienes se les exceptúa de su pago, no son bien vistas por el resto de las personas, cuando se llegan a enterar que las mismas existen, ya que generalmente las desconocen.

Como todo privilegio o trato diferente, desigual o excepcional, es necesario para existir y justificarse moral y éticamente (y obsérvese que no decimos legalmente) que el mismo tenga un sólido fundamento técnico antes que jurídico. Lo jurídico deviene secundario en estas circunstancias. Hay que preguntarse: ¿Por qué dar un trato diferente? ¿Qué se persigue? ¿Qué se obtiene?

Lo anterior no es retórico sino de una interesante actualidad práctica. El mercado de valores panameño ha tenido un desarrollo basado fundamentalmente en una motivación fiscal. Esa es una realidad.

En trabajo publicado en el último suplemento conmemorativo del aniversario del Colegio de Contadores decíamos:"En nuestro medio sin duda las ventajas fiscales constituyen un factor decisivo. La existencia de trato fiscal especial a las inversiones en valores registrados se justifica en la medida que de esta manera los recursos de los individuos puedan llegar a las empresas productivas que los necesitan. Esto trae beneficio para el país que se fortalece con empresas que generan bienes o servicios y empleo. *Es necesario acotar que de no respetarse este esquema las ventajas fiscales no tienen justificación, por lo menos no ética*."

Creemos que en la frase final radica el quid del asunto. La recomendación número 30 de la CP se hace dado que se percibe o se entiende que se le da un mal uso a un trato diferente.

El remedio, aceptada la enfermedad -lo cual no es aún un hecho por muchos-, es evitar, mediante normas jurídicas como en la práctica, el mal uso. Con la nueva CNV ya se hace, pero debemos reconocer que falta mucho más. El alto número de empresas registradas en la CNV desde 1970 demuestra claramente un porcentaje de empresas que no tienen vocación, ni posibilidad, de ser empresas públicas. La intención de estas empresas, dentro de lo permitido por la antigua legislación, era beneficiarse fiscalmente. La nueva empresa pública que se registra en la CNV debe ser sólo aquélla que tiene vocación y capacidad para ser pública.

Estimamos entonces que la inclusión de la norma citada en el informe obedece a que la norma es percibida como injusta y/o además se percibe o entiende que es mal utilizada y no logra el objetivo perseguido. Favorece a pocos y sin producir beneficios a muchos.

No es necesario para nosotros pronunciarnos a raíz del informe de la CP sobre algo que hemos opinado desde mucho antes. En honor a la verdad otros lo han señalado mucho antes que nosotros.

El problema tiene una doble arista, una formal y otra de fondo. La formal (jurídica y de relativa fácil solución) pasa por el hecho de que este trato diferente en el pago de impuestos tiene su fundamento legal en la actualidad en un decreto ley y nosotros hemos sostenido la tesis (respaldada en la jurisprudencia constitucional) que no es posible la creación de tributos, y por ende tampoco la eliminación de los mismos, por forma distinta a la ley formal. La opinión la hemos reiterado en varios escritos y en los foros públicos en que hemos sido invitados a participar.

El tema no se ha quedado en escritos y charlas. En junio de 1998 demandamos ante la Corte Suprema de Justicia la inconstitucionalidad de normas jurídicas que crean y exoneran tributos mediante decreto ley. En su Vista de agosto 1998 la Procuraduría de la Administración coincidió con nuestra opinión. Sólo resta el fallo de la Corte Suprema de Justicia, única instancia que puede decir si alguna norma es constitucional o no.

En el plano legislativo, para lograr la creación de tributos mediante ley formal en lugar de mediante decreto ley, y con la cooperación del Ministerio de Económica y Finanzas y la Asamblea Legislativa, se logró, a iniciativa de la CNV, la aprobación de la Ley 11 de 2002, que regula ahora el tema de las tarifas en la legislación de valores. Las exoneraciones deben correr igual suerte y debe discutirse su conveniencia o su mal uso, que son dos cosas distintas.

En cuanto a la recomendación número 40, considero de interés indicar que la nueva CNV fue creada con una nueva estructura que no contempla la participación de otros funcionarios en sus reuniones de Junta Directiva. La nueva CNV la componen tres comisionados que son funcionarios públicos -a tiempo completo- que se reúnen ordinariamente todas las semanas del año y en la práctica mucho más.

La sana recomendación número 40 no corresponde a la CNV. En su nueva normativa el tema de la celebración periódica y puntal de reuniones se encuentra superado y mucho más aún importante ha sido superado en la realidad práctica. Las actas de las 47 reuniones ordinarias de Comisionados celebradas en el año 2001 lo demuestran.

Consideramos propicia la oportunidad para comentar que la CNV trata de dar el máximo rendimiento al excelente, pero escaso, recurso humano con que cuenta. Son 23 personas las que formamos su planilla oficial. Una planilla que no incluye ni escoltas, chóferes, seguridad, relacionista públicos como tampoco, curiosamente, personal de archivos, aun cuando el despacho *es* un archivo público. Este personal de archivos debe ser contratado por servicios profesionales.

Igualmente se trata hacer rendir al máximo el segundo presupuesto más pequeño de todo el presupuesto nacional (B/1,105.000). El presupuesto es también el segundo más pequeño al compararlo con las comisiones de valores en Latinoamérica, lo cual llama la atención teniendo en cuenta de que Panamá se considera un Centro Financiero internacional.

El recurso humano y presupuestario se usa para regular, supervisar , y/o fiscalizar 200 emisores, 1 bolsa, 1 central de valores, 30 casas de valores, 98 corredores de valores, 35 ejecutivos principales, 29 analistas, 3 asesores de inversión, 15 administradores de inversiones, 25 administradores de fondos de cesantía y 1 calificadora de riesgos.

Terminamos proponiendo respetuosamente la recomendación número 51 para un próximo informe: "Es necesario cumplir y hacer cumplir las leyes de la República en materia de responsabilidad de directores de compañías públicas y privadas por el mal manejo de la contabilidad en detrimento de sus accionistas y terceros acreedores (artículo 444 del código de comercio vigente desde 1946 sin que a la fecha se conozca director responsable civilmente en ninguna de las más de 300,000 sociedades anónimas panameñas que se dicen existen en el Registro Público). Lo mismo cabe decir de los profesionales de la contabilidad que refrenden informes que contienen información falsa o engañosa en estados financieros auditados."

En el ámbito administrativo, y dentro de lo que permite la legislación vigente, la CNV así lo intenta, ya que es su deber, y para ello nos pagan.

Nota: Las opiniones expresadas son propias del autor y no comprometen ni representan la posición de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa Marzo 2002.

EL BUEN GOBIERNO DE LAS AGENCIAS REGULADORAS Y SUPERVISORAS

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

De conformidad con la experiencia acumulada por organismos internacionales y reguladores, las prácticas de buen gobierno de agencias reguladoras son: Independencia, Responsabilidad, Transparencia e Integridad.

Independencia:

Asegura que la agencia pueda llevar su mandato sin interferencias (política o comercial). La agencia tiene que tener una identidad separada que le permita a todos reconocerla como autónoma. En el caso de la CNV, no se le vincula ni con el gobierno ni con la industria. (Ver: *Global Integrity: An investigative report tracking corruption, openness and accountability y Evaluación final BID sobre CNV)*.

El mandato de la agencia debe ser claro y conectar con el interés público, que es diferente del interés de la industria o el político. Mandatos conflictivos, por ejemplo, la responsabilidad de al mismo tiempo vigilar y promover los mercados puede hacer mella en la efectividad del regulador y colocarlo en una posición imposible.

La fuente de fondos de la agencia no la debe sujetar a interferencias políticas o comerciales. La agencia debe tener el derecho de dirigir sus gastos de manera que no haya conexión entre sus operaciones y las decisiones del cuerpo político que le da fondos. El sistema de recursos por la industria no siempre funciona, lo cual deja a la agencia con fondos insuficientes. La suficiencia debe medirse objetivamente, por ejemplo, contar con lo último en tecnología para recibir reportes y la habilidad de pagar salarios compatibles con los del sector privado.

Los miembros de directiva de la agencia deben ser escogidos para asegurar calidad y heterogeneidad. Deben incluirse miembros independientes de la industria y del gobierno. La junta debe ser diversa para evitar su captura por un solo grupo. Los criterios y proceso de nombramiento y remoción de la directiva deben ser establecidos en la legislación lo que facilita el reclutamiento de miembros de calidad y reduce la posibilidad de interferencia por grupos de interés. El procedimiento debe incluir la ratificación por parte del legislativo. Esta no se dada en el caso de la CNV y sería recomendable que se diera.

Responsabilidad.

Es la clave para el balance y apoya la independencia. La agencia debe ser responsable y debe rendir cuentas de forma regular sobre su ejecución, resultados, procedimientos y dar justificación de sus decisiones. La CNV rinde cuentas periódicas. En materia de viajes ver http://200.46.126.10/Viajes2004-4.htm y en materia de salarios ver http://www.conaval.gob.pa/principal.asp?id=inf&sb=sal.

La actuación de la agencia debe poder ser revisada por los tribunales. El rol de estos debe ser revisar la autoridad legal de la agencia para tomar la decisión, pero no reabrir las valoraciones de la agencia en los meritos del caso. Dada la necesidad para los supervisores de tomar acciones rápidas, los tribunales deben únicamente en circunstancias extremas conceder suspensiones que bloquean las acciones de supervisión. Ver: http://200.46.126.10/casos%20judiciales/CASOS%20JUDICIALES%20_2004.pdf

Debe auditarse a la agencia para asegurar la legalidad del gasto público. Para limitar presiones políticas, los controles deben ser ex post y enfocarse a la revisión de las cuenta anuales por auditores independientes.

El desempeño de los reguladores debe ser evaluado por expertos contrastándolo con parámetros objetivos e internacionales. La CNV se ha sometido a evaluaciones en materia de gobierno corporativo y de cumplimiento, entre otros, y los resultados son públicos.

Transparencia

La agencia debe poner a disposición del público información escrita sobre su organización, objetivos, estructura de gobierno, marco institucional, procesos operativos y procedimientos, así como el texto de las futuras regulaciones. (Ver Procedimiento administrativo para adopción de acuerdos CNV www.conaval.gob.pa.).

Debe señalarse en qué tiempo la agencia va a responder las consultas que recibe, llevar a cabo sus funciones, explicar lo relativo a autorización de licencias y los documentos que se requieren para cada trámite. Ver formularios CNV http://www.conaval.gob.pa/principal.asp?id=frm&sb=frm

Debe revelar el código de conducta de su personal y las reglas para la prevención de conflictos de interés. Ver código de ética CNV en http://www.conaval.gob.pa/principal.asp?id=reg&sb=rgi

Integridad

Es un estado de conducta que le permite a la agencia lograr sus objetivos de forma justa y competente, libre de corrupción o debida influencia. Es la base para la reputación de la agencia. La integridad personal es motivada por el liderazgo a la cabeza con un compromiso de hacer que todos los que trabajan en la agencia lo hagan de forma competente en cuanto cumplimiento de la misión de la agencia y no de interés personal. Provee que el personal sigue las metas de la agencia sin comprometerla por el interés propio. Contempla el procedimiento para el nombramiento y remoción de la administración, auditoría interna, estándar de conducta del personal en sus asuntos privados. (Ver: Comisionados CNV en The Economist Intelligence Unit 2001)

El código de conducta debe incluir periodos de *enfriamiento* para el personal que deja la agencia para trabajar con los regulados, tema no tratado en Panamá. (Propuesto por CNV al Ejecutivo desde 2002).

Conclusiones

Un sistema financiero sano depende del buen gobierno de las agencias que lo regulan y supervisan. La calidad del buen gobierno de una agencia está influenciada por el buen gobierno del sector público. Instituciones débiles afectan el buen gobierno de la agencia. En un ambiente de débil responsabilidad política, débil estado de derecho y corrupción, a las agencias les falta el poder y apoyo para regular el sistema financiero lo cual tiene efectos en el sector financiero.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero. Enero 2005

FACULTAD DEL REGULADOR DEL MERCADO DE VALORES SEGÚN EL PRINCIPIO 9 DE IOSCO

Por: Rosaura González Marcos
Directora Nacional de Asesoría Legal
Comisión Nacional de Valores

El **Principio 9** se enmarca en **que el regulador u otra autoridad competente, dentro de la jurisdicción tengan la facultad de investigar y los poderes para hacer cumplir las leyes y las regulaciones bursátiles**.

En nuestra legislación, el artículo 263 del Decreto Ley 1 de 1999 (modificado por la Ley 45 de 2003) establece de forma clara tal facultad a la Comisión Nacional de Valores (CNV) . En efecto, el regulador en ejercicio de sus atribuciones cuando tenga razones fundadas para creer que se ha dado o pueda darse una violación a la legislación vigente podrá recabar de las personas registradas o sujetas a reporte y fiscalización toda la información, declaraciones, documentos que estime necesario. La norma prevé que el regulador tenga motivos razonables para creer que se está dando una violación o se puede dar, es decir, no contempla la acción sin previa sospecha de una actividad ilícita.

Como se ha expuesto, en el ejercicio de esta facultad, puede requerir documentos, declaraciones (que en nuestra legislación administrativa a la fecha se practican dando cumplimiento a las normas de la Ley 38 de 2000); sin embargo, la facultad va mucho más allá, y el texto original del artículo 263 fue modificado, para ampliar el marco de acción de la CNV de comprobar la veracidad de la información y documentos pueda realizar el examen de éstos, además de requerir libros de contabilidad, registros, correspondencia que justifique cada cuenta, actas.

La facultad se extiende a cualquier subsidiaria o afiliada sobre la cual el sujeto regulado o registrado tenga control al tenor de la definición contenida en el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, y en caso de renuencia o suministro de información incompleta o evasiva la CNV puede solicitar a los Tribunales de Justicia que se ordene la comparecencia de dicha persona, siendo desacato la inobservancia de la orden del tribunal.

Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

TRANSPARENCIA VS. CONFIDENCIALIDAD EN LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Celia Ana Bravo
Asesora Legal
Comisión Nacional de Valores

La Ley 6 de 22 de enero de 2002, dictó normas para la transparencia, estableció la acción de Habeas Data así como también otras disposiciones como, por ejemplo, el principio que todas las personas tienen el derecho a solicitar información, sin necesidad de presentar una justificación o motivación alguna; es decir, sin tener que dar explicaciones para obtener la información de acceso público que se encuentre en poder o conocimiento de las Instituciones del Estado.

El derecho de la información recogido en la ley de transparencia, tiene su soporte constitucional en el artículo 41 de nuestra Carta Magna, como una modalidad de derecho fundamental de petición en el cual se le otorga la facultad o potestad a todo ciudadano de pedir información y que ésta le sea suministrada. Este principio, de igual forma, reposa en la Ley 30 de 31 de julio de 2000 por la cual se aprueba el estatuto orgánico de la Procuraduría de la Administración, se regula el procedimiento administrativo en general y se dictan disposiciones especiales.

El Decreto Ley 1 del 8 de julio de de 1999 (*Ley de Valores*) por el cual se regula el mercado de valores en la República de Panamá, contempla el principio de publicidad y de libre acceso a la información, señalando claramente que todo documento que se presente o que obtenga la Comisión será de carácter público con excepción de aquéllos que expresamente son señalados en la Ley.

De igual forma, la Ley de Valores tiene normas que preservan la confidencialidad de cierta información y de documentos; esta es la excepción, pero es muy importante, ya que determina como confidencial aquella información que por su naturaleza es de carácter restringido, incluyéndose los secretos industriales o comerciales tales como patentes, fórmulas u otros; así como también, aquella información a la cual la Comisión haya tenido acceso a través de investigaciones o inspecciones.

Téngase presente que la Comisión hace las veces de un registro público de la información financiera relativa a los emisores registrados, la cual no sólo debe ser de libre acceso al público en general, sino divulgada adicionalmente por los emisores registrados, a fin de proporcionar a los inversionistas la información necesaria para tomar decisiones.

Si bien ésta es una institución que es depositaria de información de carácter público, también tiene atribuidas una serie de competencias de tipo investigativa, en particular, lo dispuesto en el artículo 208, sobre investigaciones. En este sentido, la Comisión es una de las pocas entidades del estado que tiene poderes de esta naturaleza, los cuales han sido recientemente reforzados con la aprobación de la Ley de delitos financieros. De allí que con la entrada en vigencia en el 2002 de la ley de transparencia, la Comisión tuvo dudas sobre sí nuestras normas de confidencialidad habían sido implícitamente derogadas por la misma.

Al respecto, la Procuradora General de la Administración respondiendo mediante nota C-N-111 fechada 11 de abril de 2002 a consulta solicitada por la Comisión, manifestó que en cuanto al tratamiento restringido que se le debe dar a los documentos obtenidos en una investigación o inspección relativa a una violación de la Ley de Valores, no debe considerarse como derogada por la entrada en vigor de la Ley de Transparencia.
Nos parece de importancia reproducir las conclusiones de la Procuraduría de la Administración las cuales han sido base para la posición adoptada por la Comisión.

"Consideramos que la Ley 6 de 2002 al no tener un listado completo de las materias que justificadamente son de acceso restringido, debe ser integrada con el resto de las normas legales del sistema jurídico nacional. Esta integración se hace necesaria para que la normativa no se convierta en inoperante y evitar que se propicie el inmovilismo del derecho a la información, que se traduciría en que los funcionarios encontrarán excusas para cumplir con dar la información pública a los ciudadanos.

En otras palabras, la integración se hace obligada para que los funcionarios estatales no hagan que la Ley 6 de 2002 sea una simple hipótesis, en lugar de un modelo concreto para la acción, es preciso que ella sea sometida a un proceso de complementación y acomodo al respecto de las leyes especiales que tratan de manera sectorial algunas temáticas concretas relativas al acceso de informes, expedientes, archivos, investigaciones y documentos."

Por todo lo anteriormente expuesto creemos que sacrificar la efectividad de una investigación por atender una solicitud de información no seria lo mas adecuado para el principio y finalidad para la cual fue creada la Comisión Nacional de Valores y que en el artículo 267 de la Ley de Valores es claro y preciso en analizar el aspecto al acceso de información confidencial, ni es a nuestro juicio el objetivo perseguido por la ley de transparencia.

Las opiniones vertidas en este artículo son personales de su autora, y no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores.

UN NUEVO MODELO PARA LA GESTIÓN PÚBLICA.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de valores de Panamá

El Consejo de Ministros del Gobierno español aprobó el 18 de febrero de 2005 el proyecto de ley de regulación de conflictos de intereses de los miembros del Gobierno y de los altos cargos de la Administración.

De aprobarse como ley sería la norma más moderna de Europa en esta materia. Se busca asegurar la austeridad en el uso del poder, la transparencia, la igualdad y la independencia de los responsables públicos. Es un modelo, a nuestro juicio, muy interesante para Panamá.

El siguiente es un resumen de los aspectos más relevantes:

1.- Requisitos previos para el nombramiento de los titulares de determinados órganos y de otros entes reguladores

Comparecerán ante el Parlamento con carácter previo a su nombramiento: El Presidente y vocales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Presidente y miembros de los órganos rectores de cualquier otro organismo regulador y de supervisión, entre otros.

2.- Régimen de incompatibilidades: Más estricto, más exigente y más claro.

Los altos cargos ejercerán sus funciones con dedicación absoluta y no podrán compatibilizar su actividad con el desempeño de cualquier otro puesto, ya sea de carácter público o privado, por cuenta propia o ajena, por lo que no podrán percibir cualquier otra remuneración.

Limitaciones al ejercicio de actividades privadas. Durante los dos años siguientes a la fecha de su cese los altos cargos no podrán desempeñar sus servicios en empresas o sociedades privadas relacionadas directamente con las competencias del cargo desempeñado.

Declaraciones de bienes y derechos.

La declaración patrimonial que los Ministros y Secretarios de Estado tendrán que presentar en el Registro de Actividades y de Bienes y Derechos Patrimoniales se

publicarán en el Boletín Oficial del Estado. Además, los altos cargos aportarán declaraciones de bienes al inicio y al cese de su actividad, y anualmente una copia de la última declaración tributaria correspondiente al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y al Impuesto sobre el Patrimonio.

Control y gestión de valores y activos financieros.
Los bienes de altos cargos en valores mobiliarios se administrarán en un fondo "ciego", sin conocimiento de los interesados.

Órganos de gestión, vigilancia y control.

Se crea la Oficina de Conflictos de Intereses, adscrita al Ministerio de Administraciones Públicas. Será el órgano encargado de la gestión de los Registros de Actividades y de Bienes, y responsable de la custodia, seguridad e indemnidad de los datos y documentos que en ellos se contengan.

Régimen sancionador.

Existirán sanciones especiales con apertura de expediente, publicación en el Boletín Oficial del Estado y comunicación especial a la empresa contratante de un alto cargo que incurra en incompatibilidad. Aquellos que infrinjan la normativa serán cesados si aún desempeñan un cargo público, perderán el derecho al cobro de la pensión indemnizatoria y deberán restituir las cantidades percibidas.

La empresa contratante dejará de trabajar con las Administraciones central, autonómicas y locales si decide seguir adelante con la contratación de un ex alto cargo que infrinja el régimen de incompatibilidad durante todo el periodo que sea aplicable la limitación de esa persona.
Los altos cargos que infrinjan la normativa no podrán ser nombrados de nuevo en un periodo de entre cinco y diez años.

3.- Código del Buen Gobierno del Gobierno: nadie va a ser más que los ciudadanos

El Código promoverá la imparcialidad e independencia de los altos cargos del Gobierno, la austeridad en el uso del poder y la transparencia y la igualdad ante la Ley. Los principios que estarán obligados a respetar son, entre otros:

Supresión de los tratamientos

El único tratamiento oficial de carácter protocolario será el de señor/señora, seguido de la denominación del cargo empleo o rango correspondiente.

Transparencia informativa

Los altos cargos proporcionarán información a los ciudadanos acerca del funcionamiento de los servicios públicos que tengan encomendados y, cuando realicen campañas de información, lo harán evitando cualquier actuación que las aleje de su contenido informativo.

Custodia de documentos

Garantizarán la permanencia de los documentos para su transmisión y entrega a sus posteriores responsables en las tareas de Gobierno.

Dedicación al servicio público

Los altos cargos de la Administración General del Estado se abstendrán de aceptar cargos y puestos directivos en organizaciones que limiten la disponibilidad y dedicación al cargo político.

Austeridad en el uso del poder

Los altos cargos evitarán toda manifestación externa inapropiada u ostentosa que pueda menoscabar la dignidad con que ha de ejercerse el cargo público

Prohibición de aceptar regalos

Se rechazará cualquier regalo, favor o servicio en condiciones ventajosas que, más allá de los usos habituales, sociales y de cortesía, puedan condicionar el desempeño de sus funciones.

4.- Compromisos del Ejecutivo

Consejos de Administración.- El Ministerio de Economía y Hacienda presentará una propuesta para que los altos cargos que en estos momentos representan al Estado en los consejos de administración de empresas dejen de percibir dietas por la asistencia a estos consejos de administración.

Otros compromisos.- Una nueva cultura de evaluación de resultados (Agencia de Evaluación de la Calidad), o un nuevo modelo de empleo público (Estatuto de la Función Pública, reforma de los procesos de selección, integración de los discapacitados).

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero Septiembre 2005.

¡SIN DUDA ES LA CULTURA!

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores de Panamá

Fortalecer las condiciones para el desarrollo del mercado de valores es la primera atribución legal de la Comisión de Valores. Resulta difícil cumplir este mandato por múltiples razones -y esto hace el reto de lo más interesante y anima a seguir en este difícil bregar-. Estas razones pueden agruparse en dos áreas: Deficiencias normativas y problemas culturales.

Por más de 20 años, como estudioso y profesional del Derecho he dado una importancia supina a lo normativo. Hoy estoy convencido que las normas jurídicas devienen secundarias frente a los problemas culturales que frenan el desarrollo pleno del mercado de valores en Panamá.

El inicio de la comprensión de la relación directa entre el tema cultural y el mercado se puede encontrar en trabajos variados a nivel internacional como: ***Federalism and Corporate Law: Reflection Upon Delaware***, de W. Cary en Yale Law Review; ***Trust. The social virtues and the creation of prosperity*** de F. Fukuyama; ***La cultura es lo que importa*** de S. Huntington y L. Harrison; ***The civil law tradition. An Introduction to the legal systems of Western Europe and Latin America*** de J. Merryman; ***Overcoming Law*** de R. Posner. ***The Great Game. The emergence of Wall Street as a World Power 1653-2000*** de J. Gordon. A nivel local en ***¿Quiénes son los dueños de Panamá*** *de* W. Hughes e I. Quintero y ***Nepotismo y Oligarquía*** de F. Morales y E. Agudo.

Por razones de espacio, dejo solamente la mención a las obras. En ellas el lector encontrará las explicaciones de por qué ciertos pueblos tienen una poca cultura bursátil, poco éxito en la lucha contra la corrupción pública y privada, un escaso desarrollo de la actitud emprendedora, una falta del hábito de ahorro y una gran desconfianza producto del desconocimiento o por paradójico que parezca gran desconfianza producto del *mucho* conocimiento.

Me limito a comentar en este artículo de opinión tres aspectos concretos muy puntuales.

1. **El fetichismo en la ley**. Todo se supone se soluciona con leyes. Los cambios legislativos son una condición sine qua non, no obstante son, por sí solos, insuficientes. El problema se inicia en: ¿Cómo y quién hace la ley? No espere mucho por ese lado a menos que se involucren personas interesadas en el bienestar general. De no ser así se aprobarán leyes

sobre temas necesarios, pero con matices para acomodar intereses particulares que las harán, desde su nacimiento, ineficaces.

2. **La no cultura de cumplimiento por una minoría y el silencio de la mayoría cumplidora**. La ley se tiene que cumplir y hacer cumplir. Para que en una sociedad florezca el mercado de valores, se debe respetar, por todos sus actores- el estado de derecho y como es de esperarse cuando se den violaciones al mismo, éstas se deben castigar ejemplarmente. La regla es para todos. No para todos, menos para algunos. No debe hacer tolerancia al juega vivo ni a la trampa o triquiñuela con la cual la gran mayoría no estamos de acuerdo.

Las instituciones débiles deben fortalecerse. No puede haber, como hasta hora, la percepción- que ejemplos nos hacen temer que es la realidad- de personas que están por encima de la ley. Personas las cuales no sólo hacen la ley a su mejor conveniencia, sino que cuando la violan no son responsables por su violación.

La gente cree aquí y en otros países en desarrollo, y no sin algo de razón, que hay individuos más poderosos que las instituciones, entre ellas la ley- Lo más triste es que la gente no sólo lo cree, sino que parece se ha auto convencido que producto de alguna especie de maldición, eso siempre será así (¿fatalismo histórico?) y como solución le parece, en todo caso, que sea otro, menos el propio ciudadano, (¿algún líder mesiánico?) el que debe hacer algo para cambiar esta arraigada *tradición*.

3. **La interpretación de las normas.** El problema no son las normas *per se*, sino cómo estas se quieran o puedan interpretar. Se debe lograr el cumplimento de principios y no de reglas. El primer modelo- de principios- logra objetivos amplios, el segundo-de reglas- en ocasiones extremas, justifica situaciones absurdas y destruye las instituciones y la credibilidad ante el público.

Es materialmente imposible que las normas contemplen todas las situaciones. Corresponderá a los jueces impartir justicia con un sentido amplio y de equidad.

Ejemplos.

a. Las normas que regulan el nacimiento, desarrollo y *muerte* de las sociedades anónimas, en particular las públicas, deben responder a los intereses de todos los accionistas sin excepción. Lo anterior por la sencilla razón de que no habrá inversión ni local ni extranjera, significativa y permanente, si no se respetan los derechos de todos los accionistas, en particular los minoritarios.

b. Los directores de las sociedades públicas o que venden valores al público deben ser responsables por la presentación de información de importancia falsa o engañosa. Este principio elemental, por increíble que parezca, no ha arraigado plenamente en forma práctica en nuestro medio.

En los mercados más avanzados se eliminó por completo, por inaceptable y absurda, la respuesta de los directores de no ser responsables por no saber nada sobre los estados financieros de la compañía de la cual forman parte de su directiva. No se trata de propugnar por una responsabilidad objetiva de los directores, pero es un hecho cierto que las sociedades no actúan por si solas. En la práctica local algunas de las empresas que han sido sancionadas por las más graves violaciones a nivel administrativo por la CNV, para efectos prácticos ni les han importado. No tienen ni con qué pagar las multas. Por el contrario a los individuos que las regentaban sí les ha importado, y buscan por todos los medios librarse de las multas. Probablemente lo logren y volveremos al punto cero.

Conclusiones

En un balance general estamos caminando en la dirección correcta. Tenemos mejor legislación (lejos de ser óptima, es mejor que lo que antes se tenía), la cual es apreciada a nivel internacional. Esto permite nuestra necesaria integración internacional. Se ha creado mayor conciencia en todos los actores sobre sus responsabilidades y hay hoy emisiones más transparentes y mejor estructuradas que antes. Ahora bien, no basta la buena dirección, también se requiere cierta velocidad ya que el mundo globalizado de hoy no se va a sentar a esperar a Panamá.

Sería más grato usar este espacio para presentar fabulosas estadísticas sobre crecimientos fantásticos. Me he dado cuenta que con los números se puede hacer lo que uno quiera. En un futuro no nos extrañe que otros en este preciso tema y posición así lo hagan y veamos repentinamente sorprendentes crecimientos. Eso sería muy bueno. Lo mejor aun sería, que estos aumentos sean reales y vayan en la dirección de sentar las bases de un mercado de valores moderno, transparente y eficiente, y no solo a brindar ilusiones y estadísticas maravillosas, sin beneficio real.

Nota: Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa. Septiembre 2004.

DE ESCÁNDALOS Y REFORMAS

El último escándalo financiero nos debe dar luces sobre las propuestas Reformas a la ley de valores.

César E. Sanjur A.
Estudiante graduando de Derecho
Facultad de Derecho y Ciencias Políticas
Universidad de Panamá

De acuerdo con una reciente nota periodística del New York Times, Meyer S. Frucher, el gerente de la Bolsa de Valores de Philadelphia tuvo una entrevista con Phillip R. Bennett, CEO de Refco, una de las más grandes firmas de productos y futuros bursátiles de los Estados Unidos, la cual se había convertido en pública el pasado agosto, vendiendo US$583 millones en acciones. Durante la visita, el señor Bennett charló con Frucher sobre arte y el futuro de su firma con el aire de alguien a quien "nada le importara".1

Pero ahora sí hay razones para preocuparse. El señor Bennett usa ahora un dispositivo en su tobillo que lo localiza dentro del territorio estadounidense y ya no es el CEO de Refco. Si es hallado culpable de cargos que ya se le han hecho sobre fraude bursátil, podría ir a prisión hasta por 20 años. Refco se declaró en bancarrota el 17 de octubre después que la firma revelara deudas que incluyen una de US$ 430 millones producto de un préstamo personal a Bennett que no apareció en los estados financieros de la empresa; y en adición a todo esto Refco declaró que sus estados financieros entre el año 2002 y el 2005 no podían ser garantizados como confiables.

¿Por qué en la época de Enron y Worldcom aún suceden estas cosas? Todos los ejecutivos estadounidenses ven las noticias y reciben y leen publicaciones especializadas como *The Wall Street Journal*, *Businessweek*, *Forbes* y el británico *Financial Times*. Todos vieron cómo Bernard Ebbers y John Rigas eran enjuiciados y condenados a penas de cárcel, mientras otros ejecutivos esperan también comparecer ante un juez. Todos vieron cómo una reputadísima firma auditora desapareció del mapa contable y otra de igual prestigio casi lo hizo recientemente.

Nadie quiere un nuevo escándalo financiero, pero la bancarrota que ahora ocupa el decimocuarto lugar entre las más grandes de la historia judicial de los Estados Unidos, producto de la implosión de Refco puede verse como algo que ha sucedido para bien. Ya en otro escrito habíamos dicho que las críticas al monitoreo de las empresas a través de

1 ANDERSON, Jenny, y THOMAS, Landon: **The Fall of Refco Is Providing a Test for Wall Street.** New York Times, 15 de octubre de 2005.

entidades reguladoras y normas que incorporan los principios de gobierno corporativo declaraban que estas normas y esta supervisión cortaban las alas al necesario espíritu emprendedor que debe tener todo empresario y aumentaban los costos de operación y el papeleo interno de toda corporación. Pero el hecho que sucediera hace que surjan preguntas importantes e inquietantes: ¿Cómo fue que la compañía pasó el intenso escrutinio - producto de la ley Sarbanes-Oxley - de Wall Street antes de su colocación pública sin que se detectara nada? ¿Cómo fue que tampoco lograran hallar algo sospechoso los auditores de las prestigiosas empresas que financiaron dicha colocación, Goldman Sachs y Credit Suisse First Boston?

Como ya han señalado muchos, las reformas a leyes existentes y la incorporación voluntaria u obligatoria de nuevos principios éticos a cuerpos legales o normas internas empresariales no es una garantía de oro de que nada malo vaya a pasar. Lo de Refco es muestra sobrada de ello. Pero, en el nombre de la libre empresa y la competitividad del mercado, ¿vale la pena la ausencia de estas normas, de estos principios? ¿Vale la pena disminuir la autoridad dimanante de la actividad de supervisión por parte de la Comisión Nacional de Valores (CNV), o restarle esa independencia que debe tener cuyo fin es el de preservarla de presiones exteriores?.

En estos momentos hay en el tapete una propuesta proveniente del actual gobierno para modificar las normas que rigen el sector bursátil en Panamá, específicamente el Decreto Ley No.1 de 1999, la cual vislumbra de salida eliminar a los tres comisionados existentes y reemplazarlos por uno solo, siguiendo el ejemplo de la Superintendencia de Bancos. Hasta donde hemos podido observar, el SEC estadounidense tiene cinco comisionados y no ha hecho nada mal su trabajo, a tal punto que ni siquiera la administración Bush ha expresado deseo alguno de que esto cambie. Por otro lado, la Superintendencia posee un mayor número de funcionarios para realizar sus tareas de supervisión que la CNV, un tema que no se toca en las mencionadas reformas: la necesidad de más profesionales que conformen el equipo de trabajo de la Comisión, al igual que la necesidad de mayores poderes de investigación, fiscalización y de sanción.

Con la vista puesta en las latitudes norteñas, debemos estar muy claros - y exigir igual transparencia - acerca de qué fin perseguimos al querer reformar nuestras leyes y nuestras instituciones de supervisión bursátil. Que los resultados de dichas reformas, si se llegan a dar, no sea una CNV debilitada que no pueda detectar o prevenir un nuevo escándalo financiero.

ESTRELLAMAR Y LA LEY DE VALORES

Por: Francisco Pérez Ferreira
Abogado

En los distintos medios de comunicación social se ha venido ventilando el proceso que inversionistas/ahorristas han iniciado contra las empresas Estrellamar, The Providence Corporation y demás compañías afiliadas, por razón de la perdida de varios millones de dólares invertidos en el mercado accionario estadounidense, especialmente en el sector tecnológico. Acerca de la supervisión gubernamental sobre la operación, se han criticado las actuaciones de la Dirección de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias, de la Comisión Nacional de Valores y, en especial, de la Superintendencia de Bancos.

En esta ocasión, con un ánimo estrictamente académico, objetivo y critico a la vez, me aparto de mi tradicional política de abstenerme de comentar en publico procesos pendientes o en trámite para ofrecer voluntariamente una posible explicación razonada de lo actuado por la Comisión Nacional de Valores. Dejo para otro día, con el mismo ánimo, el analizar lo actuado por las otras mencionadas autoridades.

Según dan cuenta los variados reportajes noticiosos, luego de un análisis de la estructura utilizada por el grupo Estrellamar para sus operaciones, los Comisionados de Valores determinaron que no tenían competencia para actuar (a contrario de lo sucedido con el caso de las empresas del Sr. Marc Harris) y solicitaron a las autoridades del Ministerio Publico que iniciaran las investigaciones correspondientes. Desconozco las razones dadas por la Comisión al respecto, pero con las limitaciones que tengo como simple espectador - me atrevo a esgrimir una justificación legal al respecto: simple y sencillamente, en este caso la nueva ley de valores (Decreto Ley No. 1 de 1999) no los faculta para actuar. A continuación explico:

En virtud del principio de legalidad (los funcionarios públicos sólo están autorizados para ejercer las funciones y competencias que la ley expresamente les asigna), las facultades competenciales de la Comisión Nacional de Valores han de ser ejercidas en virtud de mandato expreso del Decreto Ley No. 1 de 1999. A fin de fijar su competencia, la Comisión debe, en primer lugar, determinar ante una transacción en el mercado local si se está en presencia de un "titulo valor", que es el objeto principal de dicha ley. Si la transacción bajo análisis no involucra la oferta o venta de títulos valores, la Comisión carece de competencia para actuar. De ahí que la definición de lo que constituye un "valor" sea de enorme importancia para esta entidad gubernamental, los participantes del mercado de valores y el público inversionista.

Dicha definición la otorga la propia ley en su artículo primero. No obstante, antes de entrar en detalles es preciso anotar que una revisión rápida de la ley de valores pone en evidencia la enorme influencia de las regulaciones federales estadounidenses en esta materia, en especial el Securities Act (1933) y el Securities and Exchange Act (1934), sobre la legislación panameña (el legislador patrio no ha sufrido de falta de originalidad, sino que inteligentemente tomó como modelo para la nueva ley panameña, entre otros, un marco regulatorio que además de estar maduro, en términos generales ha demostrado ser eficaz).

Tanto la legislación estadounidense como la panameña parten por definir el término "valor" ambas, listando los diversos instrumentos que el legislador estimó como comprehendidos en dicho concepto. La gran diferencia radica en que las leyes norteamericanas incluyen en su definición de "security" (valor) el concepto de contrato de inversión ("investment contract"), el cual no se encuentra en la ley panameña, cuya ausencia -a mi juicio- repercute en el llamado caso Estrellamar, según a continuación explico.

A manera de antecedente es conveniente señalar, que la Corte Suprema norteamericana, en el caso **Securities and Exchange Commission vs WJ Howey** (1946), definió el "contrato de inversión" como "aquel contrato, transacción o esquema en el cual una persona invierte su dinero en una empresa común con la expectativa de obtener ganancias con el esfuerzo exclusivo del promotor [de la empresa] o de terceros" (la traducción y lo escrito entre paréntesis es del suscrito). De esta definición se extraen los elementos del test, a saber: *1. Inversión de dinero, 2. expectativa de ganancias, 3. una empresa común, 4. con los esfuerzos exclusivos de otros* (en 1974 la Corte de Apelaciones del 5to. Circuito Judicial en el caso SEC vs Koscot Interplanetary Inc. calificó los esfuerzos del tercero o del promotor como de "esfuerzos gerenciales esenciales", dándole al llamado Howey test una aproximación más funcional).

Si repasamos los cuatro elementos del Howey test recien listados podríamos argumentar que éstos se encuentran presentes en la operación del grupo Estrellamar, veamos: 1. hubo una inversión de dineros por parte de un grupo de inversionistas (ahora reclamantes); 2. los inversionistas esperaban una tasa de retorno (ganancias) de alrededor de 12%; 3. la empresa común esta constituida por Estrellamar, The Providence Corporation y demás compañías del grupo (en estas se depositaron los fondos de los inversionistas, los cuales fueron administrados en forma común, es decir, como un solo fondo) y, 4. las ganancias eran dependientes de los esfuerzos gerenciales esenciales del Sr. Méndez y demás ejecutivos del grupo Estrellamar; es decir, no dependían de esfuerzos de inversionista alguno.

De haber existido el concepto de "contrato de inversión" en la definición de "valor" en la ley panameña de valores (tal como desde hace más de cincuenta anos se ha entendido en el mercado financiero estadounidense), la historia pudiese haber sido distinta. La Comisión Nacional de Valores hubiera podido actuar (al determinar la existencia de la oferta publica de un título valor) y ejercer las distintas atribuciones que le otorga la ley para la protección de los intereses del público inversionista, que incluye la suspensión o cancelación de toda oferta pública de valores que viole los requisitos de registro ante la Comisión o que no se encuentre exenta de registro en base a la ley o a un acuerdo dictado por la Comisión; o evitar el alegado uso de información privilegiada por parte de un banco de la localidad; o sancionar -en sede administrativa- a los infractores del Decreto-Ley 1, e inclusive ejercer el derecho a la acción de clase en nombre y beneficio de los inversionistas de Estrellamar que se vieron afectados por la caída de las acciones tecnológicas (tech stocks), en las cuales los ejecutivos del grupo Estrellamar invirtieron los fondos de este.

La experiencia que hoy se vive con el caso Estrellamar constituye un llamado de atención para que las autoridades supervisoras del mercado financiero (v.g., el MEF, la Superintendencia de Bancos, etc.), tomen conciencia de su rol en el mercado panameño y, en general, en la sociedad, y actúen con la debida diligencia (y en ocasiones celeridad) que la ley les exige para la protección del público inversionista o ahorrista. Una actuación rápida y eficaz por parte de las autoridades competentes brinda confianza en el sistema financiero, que mucha falta hace para la salud de nuestra economía.

CAPÍTULO SEGUNDO

FUNCIONAMIENTO, CONTRATACIÓN Y COMPETENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES

¿QUÉ TAN IMPORTANTE ES PARA EL PAÍS EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES?, ¿CUÁLES SON LAS VENTAJAS PARA UNA EMPRESA EN SER PÚBLICA? Y ¿CUÁL ES EL ROL DE LOS CONTADORES EN EL MERCADO DE VALORES?

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Los mercados de valores son una parte importante de un sistema financiero eficiente.

Sistemas financieros eficientes tienen un rol de suma importancia en promover el desarrollo de un país. Los mercados de valores son una parte importante de un sistema financiero eficiente. La lógica indica entonces que los mercados de valores juegan un rol importante en promover el desarrollo.

¿Por qué? Los mercados de valores ofrecen intermediación financiera para instrumentos de deuda (bonos por ejemplo) y acciones asegurando la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia.

La tendencia mundial refleja que países con distintos niveles de desarrollo están promoviendo sus mercados de valores con la esperanza que esos esfuerzos se verán reflejados en términos de crecimiento económico más rápido.

¿Para que sirven los mercados de valores? Los mercados de valores son un medio para hacer inversiones a largo plazo y reconciliar las necesidades de los inversionistas con las de las compañías que se cotizan públicamente. Estas necesidades, en apariencia contradictorias, se reflejan por ejemplo, en que las compañías necesitan grandes sumas de dinero para desarrollar sus proyectos, mientras que los inversionistas generalmente desean invertir sumas menores; las compañías necesitan capital a largo plazo, mientras que los inversionistas individuales desean la seguridad de una fácil salida y liquidez a su inversión y la contradicción más interesante consiste en que las compañías requieren el menor costo de capital mientras que los inversionistas aspiran a los más altos retornos.

El mercado de valores permite la suma de un gran número de inversionistas con pequeñas inversiones convirtiéndolas en las sumas requeridas por las compañías. Las acciones pueden ser negociadas en el mercado secundario permitiendo la fácil salida y liquidez y el tema de bajo costo versus el alto retorno se resuelve en el mercado donde la compañía ofrece el retorno que la hace atractiva para los inversionistas.

Los mercados de valores requieren de compañías sólidas y con proyectos que acudan a ellos a solicitar recursos. Deben existir ciertas motivaciones para que las compañías acudan a los mercados de valores.

Entre algunas de las razones para que una empresa decida hacerse pública tenemos:
Obtiene fondos de su oferta pública de valores. Con los fondos captados se puede incrementar capital de trabajo, invertir en investigación y desarrollo, expandir plantas y equipos, adquirir otros negocios etc.

Obtiene fondos en términos más favorables. Una vez que se crea un mercado y si el valor (acción) se desempeña bien, la empresa puede ofrecer a los inversionistas un valor con liquidez y con un valor de mercado determinable.

La compañía puede contemplar la adquisición de otra empresa con sus acciones públicas en lugar de usar efectivo o endeudarse con terceros.

La empresa puede atraer y retener mejor personal mediante planes de opciones para la compra de sus acciones por parte de sus empleados. Lo anterior, genera un gran incentivo a su fuerza laboral creando así mayor lealtad a las empresas. En principio, menos problemas laborales ya que los trabajadores se sienten en mayor medida parte de la empresa y desean, (otra vez en términos teóricos y generales), lo mejor para la empresa, ya que esto se traduce directamente en lo mejor para ellos.

La empresa gana prestigio, es más conocida. Los clientes y proveedores pueden convertirse en accionistas y adquirir los bienes y servicios que produce su compañía. Esta es una de las razones de hacerse pública de compañías que distribuyen bienes de consumo y tratan con el público en general.

Se obtiene liquidez para los propietarios. La propiedad en un negocio cerrado no público es un activo que no tiene mercado inmediato. Una vez la compañía es pública existe o debe existir un mercado listo en cualquier momento.

La compañía puede eliminar garantías existentes como garantías personales y/o reales y evitar así la necesidad de fianzas personales de los accionistas. Se alcanza una sensación al menos sicológica de éxito financiero.

En nuestro medio sin duda las ventajas fiscales constituyen un factor decisivo. La existencia de trato fiscal especial a las inversiones en valores registrados se trata de explicar en la medida que de esta manera los recursos de los individuos puedan llegar a las empresas productivas que los necesitan. Esto trae beneficio para el país que se fortalece

con empresas que generan bienes o servicios y empleo. Es necesario acotar que de no respetarse este esquema las ventajas fiscales no tienen justificación, por lo menos no ética.

No puede soslayarse la seria responsabilidad que implica para una empresa el ser pública. Lo anterior se refleja en hechos concretos como la revelación de información. Este es un problema que en nuestro medio se acentúa por razones históricas y culturales. Hay una tendencia cultural de manejo de las compañías de forma cerrada o familiar lo que limita el abanico de compañías en las cuales se puede invertir.

Una vez la compañía es pública toda la información de importancia de la misma debe ser pública, los propietarios de la empresa sienten en ocasiones que pierden alguna flexibilidad en su manejo, la habilidad de tratar un asunto rápidamente se puede perder y hay que cuidarse de conflictos de interés a la hora de tomar decisiones. La administración estará pendiente del impacto de toda decisión en el precio de mercado de la acción. Inicialmente aumentan los gastos administrativos y se debe efectuar la preparación de reportes y distribución periódica de material informativo. La compañía puede ser objeto de acciones de clase.

Desde el punto de vista de conveniencia y oportunidad, una idea central es que no todas las compañías son elegibles para ser públicas. La decisión de convertirse en una empresa pública es una decisión compleja y costosa que requiere de asesoría profesional financiera y legal. Contadores y abogados juegan un papel preponderante.

Los mercados de valores requieren de inversionistas que acudan a ellos a invertir en los valores de las compañías. Debe existir confianza en la información financiera para que los inversionistas acudan a los mercados de valores.

¿Cuál es la realidad panameña frente a toda esta teoría?
En un país con grandes porciones de la población en pobreza y otros grupos obteniendo ingresos que bastan únicamente para la mera supervivencia es un tanto cínico y cruel hablar de la existencia de ahorro que pueda ser convertido en inversión. Lo anterior hay que unirlo al hábito casi nulo de ahorrar que tiene el panameño promedio. Es decir, el universo de inversionistas locales es reducido.

En el universo de inversionistas que si podrían invertir, recientes llamados escándalos financieros han minado el elemento fundamental para que el sistema funcione en forma eficiente y que no es otro que la confianza. La población se muestra, con justificada razón, escéptica y desconfiada.

Si bien formalmente estamos avanzando y vamos por buen camino, ya que tenemos mejor legislación que años atrás, no hay duda que todavía nos falta muchísimo por hacer. Se

requieren hechos concretos y no palabras. Alcanzar el nivel óptimo tomará tiempo y es una labor que involucra muchos estamentos de la sociedad. No es una labor aislada del ente regulador del mercado de valores. La empresa privada, así como el órgano judicial y el legislativo y toda la comunidad debe participar.

En la esfera de los profesionales, los contadores públicos juegan, sin duda, un papel importante para que el sistema funcione. Deben ser importantes aliados del público inversionista y del regulador de valores. Hacen una labor que es de suma importancia ya que están llamados por ley a *dar fe pública sobre la veracidad de la información relacionada las transacciones económicas que realizan las compañías y de comunicar dicha información, con el objeto de facilitar a los diversos interesados la toma de decisiones de carácter financiero*.

Es interesante resaltar cómo estos profesionales tienen un rol que ni siquiera la Comisión Nacional de Valores posee. En efecto, el artículo 75 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 que crea la Comisión y se regula el mercado de valores en Panamá, a diferencia de la ley que regula la profesión de contador público, dispone que *la Comisión no será responsable por la veracidad de la información o de las declaraciones contenidas en las solicitudes de registro o en los informes que se le presenten.*

El sistema funciona si cada uno cumple su papel. Si alguien no cumple el suyo es necesario que se den los correctivos para enviar el claro mensaje a la sociedad en el sentido de que los incumplimientos no son, ni serán, tolerados.

Estamos iniciando una labor titánica, que en muchos aspectos implica una lucha contra patrones de conducta negativos muy arraigados. Si se hace un buen trabajo es una labor que producirá grandes beneficios tangibles para el desarrollo del país y de su población, que es lo más importante. De no hacerse bien, no habrá un verdadero desarrollo. Es en el interés colectivo que se haga bien.

Nota: *Las opiniones vertidas en este artículo corresponden exclusivamente a su autor y no comprometen ni representan la posición de la Comisión Nacional de Valores de Panamá ni de los funcionarios que en ella se desempeñan. Publicado en suplemento conmemorativo aniversario Colegio Nacional de Contadores Públicos Autorizados de Panamá.*

¿CÓMO LO BENEFICIA A USTED EL MERCADO DE VALORES?

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

En el mercado de valores se participa con un interés eminentemente personalista, en cierto grado egoísta y el gran motivador es sin duda el dinero y la ambición.

La empresa emisora de valores quiere obtener financiamiento al menor costo posible, el intermediario que negocia con los valores quiere obtener la mejor comisión posible y el inversionista institucional o individual quiere obtener el mejor rendimiento posible en su inversión. Todos están por obtener la mejor ganancia posible. Cuando el sistema funciona bien todos creen, paradójicamente, obtenerla.

Detrás de esta realidad, hay una imperiosa necesidad para la colectividad de que existan empresas que produzcan los bienes y servicios que todos consumimos a diario, y que emprendedores acometan nuevas aventuras, que inventen e innoven, que asuman riesgos, para que la sociedad progrese. A todos nos interesa que dichas empresas obtengan los financiamientos al menor costo.

Se necesitan profesionales hábiles, capacitados, ingeniosos, impetuosos y conocedores de su arte u oficio, que logren acercar a empresas emisoras a potenciales inversionistas y que su negocio genere la ganancia suficiente para ser atractivo. Este sector no funciona en base al altruismo.

Se quiere que el inversionista institucional, los bancos, los fondos de pensiones, las aseguradoras, pueda invertir en las empresas productivas y logren para sus accionistas o participes los mejores rendimientos. Sobre todo teniendo en cuenta que estos participes pueden ser personas individuales que no han entrado a participar en el mercado voluntariamente sino que son llevados a él indirectamente, como por ejemplo, los empleados de una empresa en lo que se refiera al fondo de cesantía o los trabajadores públicos en lo que se refiere al SIACAP.

Se requiere que Juan y Carmen, joven pareja- privilegiada en nuestro país- de contar con recursos suficientes, pueda invertirlos, que no es lo mismo que ahorrar. Y que partiendo de la premisa que el intermediario que los asista ha estudiado cuidadosamente su perfil y su tolerancia al riesgo, pueda recibir de estos valores quizás un X% rendimiento. Con este rendimiento podrán generar los suficientes fondos para educar a sus hijos, para asegurase una jubilación o lo que estimen de interés para ellos. Lo anterior, definitivamente no podrán lograrlo con el rendimiento de simples y tradicionales ahorros.

Lo antes descrito es la realidad humana que está detrás del mercado de valores y por ello es tan importante su buena regulación y supervisión, para generar la confianza necesaria para que todos los actores descritos, emisores, intermediarios e inversionistas, se animen, sin reparos, a participar en esta actividad imprescindible en toda sociedad moderna y desarrollada o que aspira a desarrollarse.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en El Panamá América Junio 2004.

LOS FIDEICOMISOS COMO GARANTÍA ALTERNA EN LUGAR DE LA HIPOTECA

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Dentro del programa de la conferencia sobre "El uso de los Fideicomisos y Fundaciones de Interés Privado como instrumentos importantes para las inversiones internacionales" organizado por la Asociación de Abogados Internacionales (AAI) y la revista Trust and Trustees, voy a tratar un tema muy concreto que consiste en el uso del fideicomiso como método de respaldo y garantía en el ámbito de emisiones de valores colocadas en ofertas públicas en Panamá.

En este contexto específico desarrollaré el tema que constituye el título oficial de la charla: "Los Fideicomisos como garantía alterna en lugar de la hipoteca" y el cual sirve como introducción necesaria para entender el uso actual que se le esta dando al fideicomiso en las emisiones de valores en Panamá, ya no como una especie de garantía alterna, sino como un complemento o instrumentalidad para la ejecución de las garantías tradicionales.

Con la atención concentrada en el tema antes indicado, paso a exponer los objetivos que se persiguen con esta presentación.

Es mi intención resumir las principales razones por las cuales, en el derecho bursátil panameño, el fideicomiso ha adquirido el auge que hoy día presenta, así como exponer, con la ayuda de ejemplos y casos concretos, y cierto uso del derecho comparado, las ventajas que el uso del fideicomiso generalmente representa, tanto para el emisor como para los tenedores de los valores que emite el emisor.

Para concluir esta introducción, considero importante advertir lo siguiente: En este trabajo me refiero a un tipo particular de uso doméstico del fideicomiso. Es sólo uno de los tantos usos para los cuales se presta la figura y que nuestra práctica local ha sabido explotar satisfactoriamente. Es uno de esos- como los califica Juan Antonio Tejada Mora- "útiles e ingeniosos productos fiduciarios cuyos objetivos miran hacia la solución de necesidades o conveniencias económicas y financieras dentro del respectivo territorio nacional, en base a activos ubicados localmente; pero, por medio de vehículos institucionales que no necesariamente miran negocios transfronterizos."[1]

[1] Tejada Mora, Juan Antonio. El Fideicomiso y las Fundaciones de Interés Privado en Panamá. Leyes, Reglamentos y un Ensayo sobre la materia. Diciembre 1997 pagina 9.

No obstante lo anterior, ello no significa que el elemento *transfonterizo* no estuviese presente en mi mente al momento de desarrollar este trabajo. Todo lo contrario, las experiencias prácticas concretas que me han servido de inspiración para preparar estas líneas consisten precisamente en interesantes experiencias que tienen un denominador común: Empresarios ***extranjeros*** buscando capitales en Panamá, usando para ello el mercado de valores panameño. Así, casos concretos como el de un conglomerado naviero, el cual mediante una subsidiaria de las Islas Caimán, propietaria de 3 naves de bandera panameña y sujetas todas a contratos de fletamento que las ubican en distintas áreas del mundo, acude a solicitar capital al mercado de valores panameño. La garantía, basada en los bienes antes mencionados, se constituye utilizando la figura del fideicomiso.

Otro ejemplo concreto: Un importante grupo industrial centroamericano utilizando una instrumentalidad panameña acude al mercado de capitales panameño, las garantías, valiosas y productivas fincas ubicadas en el país de origen del grupo, y las mismas son dadas en primera hipoteca y anticresis a favor de un fiduciario en representación de los tenedores registrados.

El elemento transfonterizo esta presente y la intención es clara , presentar a la comunidad financiera internacional un instrumento (ya conocido en otras latitudes) que se demuestre útil para atender las necesidades y requerimientos de sociedades (sujeto principal, mas no único) que deseen emitir valores en el mercado panameño y que se muestre a la vez protector de los intereses de los posibles inversores en estos valores. Ninguno de los actores, ni la sociedad emisora ni los inversores tienen que ser panameños, el mercado panameño es el elemento común que les sirve de plataforma. Como podrá apreciarse el fideicomiso panameño cumple, en todo caso y para ambas partes, un importante rol.

El Uso del Fideicomiso en las emisiones de valores

Existen evidencias concretas en el derecho bursátil panameño del continuo y creciente uso del fideicomiso en relación con las emisiones de valores que se están dando en nuestro incipiente mercado de valores.[1] Basta observar los anuncios que aparecen constantemente en los diarios locales indicando que una determinada empresa ha sido autorizada para hacer una oferta pública de valores y que la emisión esta garantizada con determinadas garantías "*otorgadas a favor de un fideicomiso"*.

La resolución No.880 dictada por la Comisión Nacional de Valores (de aquí en adelante la "CNV") señala en uno de sus considerandos que "*dentro de la actividad bursátil, el*

[1] Deseo agradecer a los abogados de la firma Allen & Overy (Nueva York) por permitirme el acceso al material bibliográfico para el desarrollo del aspecto comparativo de este trabajo..

instrumento de fideicomiso es utilizado frecuentemente como método de respaldo y garantía en las operaciones propias de las emisiones colocadas en ofertas publicas." (Resolución 880 de 12 de enero de 1995).

Mediante la resolución antes mencionada, se requiere a los entes fiduciarios que actúen como tales en una solicitud de oferta publica de valores ante la CNV, la presentación de una certificación expedida por la Comisión Bancaria Nacional (ahora Superintendencia de Bancos y de aquí en adelante "la Superintendencia"), que los acredite para ejercer el negocio de fideicomiso en la República de Panamá. La resolución 880 fue modificada por la resolución 935 de 13 de septiembre de 1995. La modificación consistió en aclarar que la certificación que deben presentar los entes fiduciarios puede ser expedida por la Comisión Bancaria Nacional o de un ente con funciones similares del país de origen del fiduciario. La lógica detrás de la modificación es que se consideró que la resolución 880 estaba "*en abierta contradicción con la política de apertura y de globalización del Estado panameño y de la Comisión Nacional de Valores*". Otro de los considerandos de la Resolución 880 (la original) de la CNV señala, que la CNV debe *verificar la veracidad de la información que suministran las sociedades peticionarias* y esta es la base para requerir la certificación antes indicada.[1]

[1] Ciertos comentarios sobre la parte operativa de este requerimiento me parecen oportunos. En un afán por alcanzar la modernización que a todos tanto anhelamos, la Superintendencia bien podría emitir un listado periódico de los entes fiduciarios y el *status* de sus licencias fiduciarias de manera que la CNV pueda referirse a dicho listado y verificar si el fiduciario en una emisión de valores sujeta a autorización de la CNV está o no en dicho listado. Desde la perspectiva del fiduciario, bastaría con que este cite en la documentación a la CNV, el número de su licencia fiduciaria y de esta manera se ahorra la solicitud de una certificación ante otra entidad gubernamental que representa generalmente perdida de tiempo y dinero para todas las partes involucradas. En un futuro no muy lejano y gracias a los avances tecnológicos de los cuales ya resulta imposible escapar, bastará con que las instituciones involucradas estén de alguna manera conectadas tecnológicamente de modo que antes de aprobar la documentación, el funcionario de la CNV responsable del caso, pudiera recibir la confirmación de que el fiduciario es realmente un ente fiduciario con licencia valida. Por último, si nuestro sistema jurídico fuera diferente, bastaría pedir al fiduciario que señale que tiene licencia brindando éste sus datos de registro.

Toda empresa fiduciaria estaría previamente advertida de que cualquier declaración falsa será severamente castigada. Dada la naturaleza, calidad y cantidad de empresas fiduciarias en el mercado panameño actualmente (sobre todo su relativo reducido número), se podría confiar en la declaración de este fiduciario, quien será siempre el más interesado en no dar declaraciones falsas, porque el futuro de su negocio de ello depende.

Por último, y en este mismo orden de ideas, aunque en la práctica podrá ser poco común, debemos recordar que el régimen legal del fideicomiso esta diseñado, o dicho de otra manera, el régimen legal también contempla que las personas, tanto naturales como jurídicas, puedan actuar como fiduciarios de manera ocasional, sin requerir licencia. Si estas personas realizan esta actuación de manera aislada y no en dedicación profesional y habitual, no requieren autorización previa ni licencia de la Superintendencia ya que no están ejerciendo el *negocio de fideicomiso*. (Ver texto de

El uso del fideicomiso en las emisiones de valores se presenta usualmente bajo el siguiente esquema: El emisor de los valores, bonos por citar solo un ejemplo, opta por una de las siguientes fórmulas:

1. Transfiere la propiedad del bien o los bienes que sirven de garantía del pago de la emisión a un fiduciario en favor de los beneficiarios, que serían los tenedores registrados de los valores (de aquí en adelante "los tenedores") de manera que de darse un evento de incumplimiento, en el caso extremo por ejemplo que el emisor no pague el capital o intereses de la emisión, el fiduciario tiene instrucciones precisas de proceder a la venta de el o los bienes y a satisfacer con el producto de dicha venta a los tenedores (Nótese que el fiduciario se convierte en propietario del bien o bienes); o

2. Constituye la garantía, cualquiera sea su denominación, ya sea hipotecaria (mueble o inmueble), prendaria etc. a favor del fiduciario de manera que este, es decir el fiduciario, sea quien tenga el derecho de ejecutar dicha garantía en beneficio y como representante de los tenedores. (Nótese que en este supuesto no hay transferencia de la propiedad del bien o bienes que sirven de garantía. El titular o propietario del bien continúa, para todos los efectos legales siendo el deudor emisor o en todo caso un garante).

Puede darse una especie de combinación de las dos fórmulas anteriores en aquellos casos en que la emisión contemple la creación de un fondo de amortización. En este caso, el fideicomiso se constituye con los aportes que deba hacer el fideicomitente (emisor) al fondo. Los fondos serán propiedad del fiduciario y este deberá transferirlos de tiempo en

---

los Artículos 2 y 4 del Decreto Ejecutivo No. 16 de 3 de octubre de 1985 que regula el ejercicio del negocio del fideicomiso como fue modificado por el Decreto Ejecutivo 53 de 30 de diciembre de 1985 de aquí en adelante el Decreto Ejecutivo No. 16).

Esto significa, en un ejemplo concreto, que una compañía subsidiaria a un banco, el cual bien puede poseer licencia fiduciaria, puede actuar como fiduciario, sin tener licencia de la Superintendencia, si lo hace bajo los parámetros antes indicados es decir, si esta actuación se da de manera aislada y esta compañía no se dedica habitualmente y profesionalmente al negocio de fideicomiso. Una de las razones para esto podría ser para evitar alguna de las causales de extinción del fideicomiso contempladas en la propia ley 1, como lo es, por ejemplo, la de confundirse en una sola persona la calidad de único beneficiario con la de único fiduciario. Ver Artículo 33 de la ley 1 de de 5 de enero, 1984 por la cual se regula el fideicomiso en Panamá y se adoptan otras disposiciones de aquí en adelante la ley 1.

Por último, puedo comentar que en dos experiencias aisladas, de reciente data ambas solicitudes, no fuimos requeridos del certificado antes aludido como parte de la documentación necesaria para la autorización de oferta pública.

tiempo al Agente de Pago para el pago de los bonos (sus intereses y capital). La combinación radica en que adicionalmente, se pueden constituir otras garantías como, por ejemplo, hipoteca sobre bienes inmuebles a favor de fiduciario para asegurar los aportes al fondo de amortización por parte del fideicomitente emisor, de manera que si este no cumple con los aportes se puede proceder a la ejecución de las garantías. Es interesante observar que aquí no se esta garantizando ***directamente*** el pago de los bonos, ni todas las otras obligaciones que puede haber asumido el emisor con los tenedores, sino los aportes al fondo de amortización que servirá para el pago de los bonos y cualquier obligación que el emisor- fideicomitente pueda haber adquirido con el fiduciario en la escritura pública contentiva de la hipoteca. La distinción puede resultar muy importante en la práctica a la hora de la ejecución hipotecaria.

Ambas fórmulas, (y la combinación de ambas) si bien no contempladas expresamente, son, sin duda, permitidas por la ley 1. En efecto, el Artículo 2 de la ley 1 señala que: "*El fideicomiso puede ser constituido sobre bienes de cualquier naturaleza.*" Es decir, el fideicomiso puede ser constituido sobre el bien o por la garantía constituida (el derecho en sí) sobre el bien a favor del fiduciario. El bien dado en fideicomiso puede ser propiedad del emisor-deudor o de un tercero al señalar la ley 1 en el artículo citado que "podrán añadirse bienes al fideicomiso por el fideicomitente o por un tercero, después de la creación del fideicomiso, con la aceptación del fiduciario." El fideicomitente es quien constituye el fideicomiso. En condiciones normales bien puede ser el propio deudor-emisor quien transfiere la propiedad de su bien al fiduciario o quien constituye la garantía a favor del fiduciario o el fideicomitente puede ser un tercero propietario del bien a ser transferido o dado en garantía, es decir un simple garante no deudor ni mucho menos emisor de ningún valor.

Por su parte el Artículo 6 de la ley 1 señala que: "El fideicomiso puede ser puro y simple o estar sujeto a una condición o plazo."

A pesar de que en este trabajo me concentraré en el uso de los fideicomisos en las emisiones de valores, debo indicar que el instrumento del fideicomiso tiene también su uso en materia de préstamos bancarios, en los cuales hay multiplicidad de acreedores, y estos últimos pudieran variar constantemente.

Porqué se utiliza el fideicomiso

Refiriéndome nuevamente al uso del fideicomiso en los casos de emisión de valores, y en particular las emisiones garantizadas[1], debo indicar que este instrumento se ha probado

[1] Sobre el concepto de emisiones garantizadas, conviene recordar que en el derecho bursátil panameño se hace la distinción entre emisiones *garantizadas* y emisiones *respaldadas*. Así, la

útil y en gran medida hasta indispensable, principalmente por una sencilla razón: La existencia de una multiplicidad de acreedores o tenedores de los valores, lo cual hace difícil, sino imposible, practica y jurídicamente,[1] mantener las garantías de cualquier tipo y en mayor grado las hipotecarias, a favor de todos los tenedores, los cuales además de múltiples, son una grupo heterogénea, poco uniforme, con grandes posibilidades de continuos cambios, dada la negociación que puede y sin, duda se dará de los valores de la emisión.

En efecto, la situación normal es que los valores integrantes de la emisión sean suscritos por una pluralidad de personas. No obstante lo anterior, debe advertirse que nada impide, ni en derecho ni en la práctica, que todos los valores sean adquiridos por una misma persona. Como se ha dicho. "la pluralidad de acreedores es una situación natural, mas no esencial: lo fundamental es el fraccionamiento de la emisión en valores contenido idéntico."[2]

En el derecho panameño no conozco de datos históricos que indiquen cuándo se comenzó a usar la figura del fideicomiso como parte integral en algunas emisiones de valores. Sin embargo, puede asegurarse con poco riesgo de equivocación que por razones lógicas la práctica no puede tener más de 15 años de antigüedad. Para formular la anterior afirmación me baso en datos como los siguientes: Algunas fechas claves, por ejemplo la ley de fideicomiso data del año 1984, fue en el año 1988, mediante la adopción del Decreto No.44 de 31 de mayo de 1988 por el cual se autorizó la creación de bolsas de valores en Panamá y que no fue hasta 1995 con la resolución 880, ya comentada, que la CNV hizo formal reconocimiento de la existencia de los fideicomisos en las emisiones de valores e inicio un cierto intento regulatorio.

Resolución No. 701 de la CNV señala el texto que debe indicarse en los prospectos, anuncios y propagandas de una oferta pública según esta sea garantizada o respaldada. Los parámetros son:
"Si la emisión..... se presenta con garantía personal o real, esta debe detallarse previa la siguiente frase que indique el tipo de la misma: "Garantizada por.....". Si la emisión de valores no tiene garantía personal o real, la frase correspondiente deberá decir: "Respaldada por el crédito general de la empresa."

[1]Ejemplo de lo anterior, lo tenemos en el derecho inglés, régimen jurídico, bajo el cual si el bien dado en garantía es tierra, la garantía no puede ser constituida a mas de cuatro acreedores hipotecarios según indica la Ley de Propiedad 1925 Secciones 34 a 36 e incluso cuando el bien dado en garantía es de otro tipo el pool de garantía puede resultar en que la emisión sea considerada un plan de inversiones y por lo tanto regulada bajo la Ley de Servicios Financieros de 1986 Secciones 75 a 95.

[2] Merino Gutiérrez, Arturo. La Hipoteca en Garantía de una emisión de valores. Madrid 1993. pagina 86

Consideraciones prácticas

Costos

Adelantado lo anterior debe hacerse una importante salvedad. Si bien la función del fideicomiso parece limitada al caso de emisiones con garantías, en las cuales su uso se hace más evidente, este no es necesariamente el caso.

Por ahora, basta adelantar que en el mercado panameño la constitución del fideicomiso en las emisiones de valores, cuando es sugerida o requerida como condición por el banco que organiza la emisión, es generalmente aceptada por el deudor-emisor sin mayores reparos.

En otras legislaciones no ocurre igual. Consideraciones sobre costos y la intervención de más partes en la emisión (más participación de abogados, el fiduciario etc.) hacen a veces a los emisores pensar detenidamente antes de optar por esta fórmula.

La aceptación o no de una emisión de valores con fideicomiso en otras latitudes depende mucho de factores como el nivel de desarrollo del mercado de que se trate, si la emisión es garantizada o no, de la calidad del emisor etc.[1] Así por ejemplo, la Bolsa de Londres exige por regla general la figura del fideicomiso. Sin embargo, para mantenerse acorde con los mercados de otras plazas hace una importante excepción en el caso de emisión de eurobonos. Estas emisiones usualmente tienen la característica de no ser emisiones garantizadas.

Haciendo referencia nuevamente al tema de los costos, esta materia es generalmente bastante reservada y confidencial en nuestro mercado. En otras latitudes donde la información fluye con más transparencia, se ha demostrado que el elemento costo es realmente menos importante de lo que pudiera suponerse, cuando se observa que un fiduciario en una emisión sin garantía recibe unos honorarios de aproximadamente 5,000 dólares anuales por actuar como tal.[2]

[1] En emisiones internacionales puede percibirse como una disminución en el status el tener que nombrar un fiduciario. En Panamá no parece ser un problema real. Tampoco lo es en el Reino Unido. En ambas jurisdicciones los emisores aceptan el nombramiento del fiduciario. No obstante, en mercados internacionales emisores con alta clasificación de crédito tales como gobiernos, no esperan que el riesgo de incumplimiento sea una preocupación de los tenedores y no requieren generalmente asumir las promesas detalladas que puedan requerir renuncias o modificación en el futuro de la emisión. La regla internacional es que entre más alto sea el crédito del emisor lo menos probable que nombre un fiduciario.

[2] Como reporta el Financial Times de 15 de mayo de 1990 página 26.

Sin embargo, nombrar un fiduciario, de acuerdo con la práctica inglesa, y en otros sistemas de "common law", e incluso en el derecho panameño (aunque en mucho menor grado en virtud de la diferentes técnica de redacción de contrato), implica firmar un contrato de fideicomiso, un documento que para las partes no abogados no es más que otro documento adicional, que algunos sistemas y según el caso puede alcanzar de unas 60 a 100 páginas, y que contiene como señala un autor "una de las variedades mas densa de la prosa legal". También envuelve obviamente, pagar al fiduciario seleccionado y aun más problemático pagar a abogados para que redacten y negocien los términos del fideicomiso. No es difícil comprender que el emisor, en otras legislaciones, se muestre inicialmente reacio a escoger esta ruta.

En materia de honorarios y su fijación, la ley 1 señala en su Artículo 8 que "La remuneración del fiduciario será la que señala el instrumento y a falta de ello, será igual a la que se pague usualmente en el domicilio donde se constituye el fideicomiso." En todo caso el fideicomiso es oneroso, salvo que en el instrumento de fideicomiso se establezca expresamente lo contrario.

Fideicomisos de garantía

He hecho alusión a este tipo de fideicomiso al describirlo como una de las dos fórmulas que usualmente suelen emplearse en el mercado panameño. Sin embargo, y aun cuando no dispongo de estadísticas exactas, es bastante evidente que este método es mucho menos utilizado. Veremos inmediatamente la razón.

En el fideicomiso de garantía el fideicomitente le transfiere sus bienes a un determinado fiduciario, con instrucciones específicas para que, si el emisor no paga determinada obligación, dicho fiduciario pueda proceder a vender los bienes a un justo precio en el mercado, cancelar el importe de la obligación pendiente y devolverle el saldo al fideicomitente. Si, por el contrario, la obligación es cancelada, el fideicomiso simplemente se da por terminado y los bienes revierten a su dueño original.

En este fideicomiso lo esencial no es la existencia de multiplicidad de acreedores. Se puede tratar fácilmente de una tradicional relación de un deudor y su banco acreedor. La intención original es la de otorgar al acreedor la máxima garantía, que no es otra que entregar la propiedad de un bien a un fiduciario con instrucciones de que de no pagarse o cumplirse con la obligación debida por el deudor al acreedor, el fiduciario proceda a liquidar el bien y pagar al acreedor (beneficiario). Su intención manifiesta es ir un paso más allá de la tradicional hipoteca o la prenda y además evitar cualquiera de los inconvenientes que estas formas tradicionales de garantía pudieran implicar en la práctica.

La figura fue muy utilizada en el financiamiento de ferrocarriles en los Estados Unidos donde se conoce el llamado *equipment trust* como un método de financiar los ferrocarriles en los cuales la titularidad del equipo es transferida al fiduciario como garantía del financiamiento. En el mismo orden de ideas se conoce el concepto de *trust certificate* como una obligación emitida para financiar equipo de ferrocarril y por la cual la titularidad del equipo es mantenida por el fiduciario como garantía para el pago del dinero invertido por el o los acreedores.

Este tipo de fideicomiso es el que guarda menos relación con la hipoteca, en el sentido de que está diseñado precisamente para obviar la popular figura de garantía. La propiedad del bien se transfiere al fiduciario y no hay necesidad, ni posibilidad de constitución de la hipoteca.

Se señala que gracias al uso de este tipo de fideicomiso no hay necesidad de pasar por "los costosos, y algunas veces lentos, tramites judiciales de remate del bien hipotecado, que implican, además, el riesgo de que otra persona adquiera los bienes en remate publico, a un precio menor que su justo valor en el mercado"[1].

Si bien es cierto con la constitución de un fideicomiso, al cual se le transfieren los bienes del emisor-deudor, en el evento de incumplimiento se obvia el proceso ejecutivo, no debe dejarse de lado que si la transferencia de los bienes incluye bienes inmuebles, es decir aquéllos que iban a ser objeto de la hipoteca, el fideicomiso debe cumplir con ciertas formalidades adicionales Así, el Artículo 11 de la ley 1 dispone que: "El fideicomiso sobre bienes inmuebles situados en la República de Panamá deberá constituirse por instrumento público" para señalar posteriormente el Artículo 13 de la ley 1 que: "El fideicomiso constituido sobre bienes inmuebles situados en la República de Panamá solo afectara a terceros, en cuanto dichos bienes, desde la fecha de inscripción de la escritura de fideicomiso en el Registro Publico. En los demás casos, el fideicomiso solo producirá efectos respecto de terceros desde que las firmas del fideicomitente y el fiduciario o del apoderado de los mismos hayan sido autenticadas por un Notario Publico panameño."

En cuanto a los efectos de la inscripción registral, el Artículo 14 de la ley 1 dispone que "la tradición de los bienes inmuebles situados en la República de Panamá que se hayan dado en fideicomiso, se hará mediante su inscripción en el Registro Público a nombre del fiduciario."

Una ventaja que presenta este tipo de fideicomiso es, sin duda, que el bien al ser dado en fideicomiso sale del patrimonio del deudor y se convierte en inembargable e

[1]Ferrer Morgan, Eduardo Ferrer. El Fideicomiso bajo la Legislación de la República de Panamá. Análisis Preliminar y Aplicaciones Practicas, paginas 19 y 20.

insecuestrable para efectos de los otros acreedores del deudor. (Ver Artículo 15 ley 1) Consecuentemente, otros acreedores del deudor no podrán perseguir el bien. Como es sabido con la hipoteca el bien permanece en el patrimonio del deudor (o del garante) y puede ser por lo menos inicialmente objeto de persecución por los acreedores. El acreedor hipotecario podrá tomar medidas para contrarrestar esta persecución esgrimiendo su garantía hipotecaria previa; sin embargo, quiéralo o no se verá involucrado en un proceso que puede complicarse y que representará ciertamente gastos. Con el fideicomiso de garantía el deudor tiene la seguridad de que una vez se cancele la obligación garantizada por el fideicomiso de garantía la propiedad del bien le será transferida y el acreedor tiene la seguridad que los bienes fideicomitidos, que ya no están el patrimonio del deudor, no podrán ser perseguidos por los otros acreedores.[1]

Problemas fiscales propios de la legislación panameña

En el derecho fiscal panameño existe el impuesto de transferencia de bienes inmuebles conocido coloquialmente como el "2%." (Ley Número 106 de 30 de diciembre de 1974). Este impuesto aplica en el caso de transferencia de bienes inmuebles localizados en Panamá (a base del precio de venta o sobre el valor gravable de la propiedad, según el que sea mayor) y que debe ser pagado en la fecha en que el inmueble es transferido al fiduciario; y nuevamente, cuando quiera que el fiduciario vende la propiedad para satisfacer las obligaciones con los tenedores. Este impuesto constituye una carga importante que debe ser tenida en cuenta a la hora de desarrollar el plan del fideicomiso. Su pago es inevitable ya que se requiere como condición previa a la inscripción de la transferencia de la propiedad en el Registro Público a la que hemos hecho alusión anteriormente.

Para hacerle frente a la esta situación de naturaleza fiscal, generalmente se recomienda que esta institución sólo se debe utilizar "cuando se dan bienes muebles como garantía o, si la propiedad del bien inmueble está a la nombre de una sociedad, en cuyo caso las

[1] No hacemos alusión a desventajas que son mas propias o sentidas por deudores individuales y no son sociedades emisoras como son por ejemplo que al dar el bien en fideicomiso el deudor se ve imposibilitado de dar el bien en garantía de otra obligación como lo sería en el sistema de financiamiento tradicional la constitución de una segunda hipoteca sobre el mismo bien. Otra desventaja desde la perspectiva del deudor persona natural es que pierde el derecho a la deducción fiscal a que hace referencia el articulo 709 numeral 5 del Código Fiscal (deducción de las sumas pagadas en concepto de intereses por préstamos hipotecarios que se hayan destinado o que, se destinen exclusivamente a la adquisición, construcción, edificación o mejoras de la vivienda principal de uso propio del contribuyente, siempre que la misma esté ubicada en Panamá. La suma máxima anual es de US$15,000.00)

acciones de la sociedad se podrán dar en fideicomiso con instrucciones de que el fiduciario pueda vender suficientes activos de la sociedad para poder amortizar la obligación."[1]

Ahora, debemos resaltar, que el impuesto de transferencia de bienes inmuebles solo afecta los bienes situados en Panamá. En el caso de bienes situados en el extranjero se aplicarían las ventajosas reglas indicadas en el Artículo 35 de la ley 1:

"Estarán exentos de todo impuesto, contribución, tasa, o gravamen, los actos de constitución, modificación o extinción del fideicomiso, así como los actos de transferencia, transmisión o gravamen de los bienes dados en fideicomiso y la renta proveniente de dichos bienes o cualquier otro acto sobre los mismos, siempre que el fideicomiso verse sobre:

1. Bienes situados en el extranjero.

2. Dinero depositado por personas naturales o jurídicas cuya renta no sea de fuente panameña o gravable en Panamá o

3. Acciones o valores de cualquier clase, emitidos por sociedades cuya renta no sea de fuente panameña, aun cuando tales dineros, acciones o valores están depositados en la República de Panamá.

Parágrafo Primero: Las exenciones anteriores no se aplicarán en los casos en que los bienes, dineros acciones o valores mencionados en los numerales 1,2 y 3 anteriores fueren utilizados en operaciones no exentas de impuestos, contribuciones, tasas o gravámenes en la República de Panamá, excepto que sean invertidos en viviendas, proyectos de desarrollo habitacionales o de desarrollo urbanístico de parques industriales, en la República de Panamá, en cuyo caso las utilidades de las inversiones estarán exentas del impuesto sobre la renta."

No obstante habría que atenerse, según cada caso y circunstancias a los impuestos que deban pagarse en cada jurisdicción donde el bien inmueble esté ubicado, si es que debe pagarse alguno. Este factor, es sin duda uno de los que hace menos atractiva la figura del fideicomiso de garantía, cuando implica el traspaso de la propiedad del bien inmueble al fiduciario.

[1] Ferrer Morgan. Eduardo. Ob.. Cit., paginas 19 y 20.

Con relación al pago de otros impuestos que surgen o pueden surgir producto del traspaso de la propiedad del patrimonio del deudor-emisor al fiduciario, deben tenerse en cuenta impuestos como el de transferencia de bienes muebles (ITBM) conocido como el 5%.

En efecto el Artículo 1057-V del Código Fiscal dispone:

"Establécese un impuesto sobre la transferencia o transmisiones de bienes corporales muebles que se realicen en la República de Panamá mediante compraventa, permuta, dación en pago, aporte a la sociedades, cesión o *cualesquiera otro acto, contrato o convención que implique o tenga como fin transmitir el dominio de bienes corporales muebles*."

El Parágrafo 7 de este mismo artículo dispone:

"No causarán este impuesto:
A la. Las transmisiones de bienes mortis causa, a titulo gratuito o *por acto entre vivos ya gravadas con el Impuesto sobre Asignaciones Hereditaria y Donaciones* (ahora llamado Impuesto sobre donaciones).
b..
c..
d..
e... Las transferencias de documentos negociables y de títulos y valores en general."

Igualmente el impuesto de donaciones me parece que debe ser considerado ya que el traspaso o transferencia de la titularidad del bien al fiduciario tiene que implicar necesariamente, y por exclusión, una donación como método legal de transferencia. Definitivamente no es un venta, no es una permuta, no es una dación en pago por lo que sólo resta que sea una donación.

El Código fiscal panameño contempla el impuesto de donaciones y con referencia a los fideicomisos dispone su Artículo 813:

"Es objeto del impuesto de donaciones la cuantía líquida de toda donación revocable o irrevocable.
Para los propósitos de este impuesto **se presumirá, salvo prueba en contrario, que ha habido donación en los siguientes casos**:
A la..
1..
2..
3..

4.
5.
6.
b..
c.
d.
e. ***El fideicomiso a título gratuito***, excepto los que se constituyan sobre bienes inmuebles o títulos, valores o acciones, en favor de parientes dentro del primer grado de consanguinidad y de los cónyuges."

Nótese que de acuerdo al Artículo 8 de la ley 1 ***todo fideicomiso será considerado oneroso***, salvo que en el instrumento de fideicomiso se establezca de otra manera. Entendemos nosotros entonces que al ser el fideicomiso a título oneroso no se presume que se ha dado una.

Según el Artículo 819 del Código Fiscal:

No son objeto del impuesto de donaciones y por lo tanto están exentas de su pago:
1..
2..
3..
4..
5.
6..
7. **Los fideicomisos a cualquier título que se constituyan sobre bienes inmuebles, títulos, valores o acciones en favor de parientes dentro del primer grado de consanguinidad y los cónyuges;**
8. Los actos a la que se refiere el Artículo 35 de la Ley 1 de 5 de enero de 1984.
9...."

Entendemos entonces, que los fideicomisos a cualquier título que se constituyan sobre bienes inmuebles, títulos, valores o acciones en favor de otras personas que no sean parientes del primer grado de consanguinidad y los cónyuges sí pagan el impuesto de donaciones.

Para evitar lo que podría parecer una doble tributación, ya que se podría pensar que en el caso de inmuebles habría que pagar el 2% y adicionalmente el impuesto de donación, me parece que aplica el texto del artículo 2 de la Ley Número 106 de 30 de diciembre de 1974 que dispone que no causarán este impuesto, ***las herencias y donaciones*** y las expropiaciones, compras y ventas que haga el Estado. Así opera en el caso del impuesto de transferencia de bienes muebles 5% como hemos visto anteriormente.

En virtud de todas las consideraciones anteriores, las cuales como vemos son de orden eminentemente fiscal, se opta normalmente por la fórmula que implica la constitución de la garantía a favor del fiduciario quien actúa en representación de los tenedores, los beneficiarios del fideicomiso. *No hay traspaso de propiedad por lo que no se da originen a ningún tributo basado en este criterio*. Se pierde eso sí, la ventaja del fideicomiso como garantía alterna de la hipoteca.

Ventajas sobre el proceso ejecutivo

La principal ventaja del fideicomiso en las emisiones de valores depende de qué fórmula se opte. Si se ha transferido la propiedad del bien al fiduciario en fideicomiso, no hay proceso ejecutivo. El fiduciario venderá el bien sin necesidad de remate. Las consideraciones fiscales serán las que determinarán la decisión final, sin embargo, los objetivos de proteger el bien de persecuciones de otros acreedores del deudor, obviar la ejecución de una hipoteca y dar total control al acreedor, al ser éste el propietario del bien, sólo se alcanzan con esta fórmula. Ninguna otra garantía puede ofrecer las tres características juntas, ni la hipoteca ni la prenda, como ya he indicado.

Si se opta por la fórmula de que la garantía se constituya a la nombre del fiduciario entonces, llegado el momento y las circunstancias, se tendrá que proceder al proceso ejecutivo. Aquí no se obvia el proceso ejecutivo hipotecario. Lo que se logra con esta fórmula es crear un "especie" de *acreedor fiduciario* único que reciba la garantía hipotecaria constituida a su nombre y, a la favor de los tenedores que generalmente, como hemos indicado, serán numerosos y variables. El uso de la figura de fideicomiso en este sentido merece ciertos comentarios generales:

La práctica bursátil panameña ha alcanzado, creo yo sin darse cuenta, un gran logro al imponer el uso de una figura como el fideicomiso para dar solución a una serie de problemas a los cuales el derecho comercial panameño en general no ha sabido o no ha podido, dar atención ni respuesta.

Ni el derecho societario, ni el derecho civil, entendiendo por estos derechos el conjunto de normas legales que los configuran, han tratado el caso de la emisión de valores por las sociedades anónimas y la constitución de hipotecas para garantizar dichas emisiones.

Cuando me refiero al derecho societario hago referencia principalmente, pero no exclusivamente, a la ley de sociedades anónimas, la ley 32 de 1927 (de aquí en adelante la "ley 32") y cuando me refiero al derecho civil hago alusión al Código Civil Panameño y en lo que corresponda, a las normas que regulan el Registro Público Panameño en lo que hace referencia a la hipoteca.

No hago referencia en este apartado a las normas regulatorias del mercado de valores en Panamá, básicamente y hasta que se promulgue la nueva ley, el Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de Julio de 1970, tal como quedó reformado por el Decreto de Gabinete No. 30 de 24 de febrero de 1972, por la cual se crea la Comisión Nacional de Valores, se reglamenta la venta de acciones en la República de Panamá y se adoptan medidas para proteger a la los accionistas minoritarios. La no referencia es expresa ya que estimo que esta legislación tiene un propósito administrativo claro y es el de que un ente gubernamental como la CNV tenga la facultad para autorizar, negar o suspender la venta al público de acciones o valores de acuerdo con lo que establece el Decreto de Gabinete 247. No obstante, dicha normativa no hace alusión a la los aspectos *corporativos internos de la sociedad emisora ni a la requerimientos de orden registral*. Para efectos administrativos, a la CNV le satisface contar con la copia del Acta de la resolución de la Junta Directiva o Asamblea de accionistas de la sociedad que aprueba la emisión de los valores y sus características.

En efecto, la CNV requiere entre los documentos a presentar para solicitar autorización de oferta pública de valores la Resolución de la Junta Directiva o del órgano competente de la sociedad que autorice la venta de los valores, el número de ellos, su precio, incluyendo toda posible deducción; nombre de las personas facultadas para refrendarlo y las modalidades que implique la oferta.

No obstante, lo referente a las formalidades especiales que puedan rodear la expedición de esta Acta o Resolución, estas no son tratadas en esta normativa especial (Decreto de Gabinete 247). Para encontrar estas formalidades debemos referirnos a la ley de sociedades anónimas y supletoriamente al Código de Comercio. Sin embargo, la ubicación de estas normas (Código de Comercio) fuera del ámbito de la legislación de sociedades anónimas y de la legislación de valores ha provocado que caigan en lo que me atrevo en calificar como una especie de olvido colectivo.

La ley 32 dispone en el artículo 19 que:

"Toda sociedad anónima que se constituya de acuerdo con esta ley tendrá, además de las facultades que la misma ley le concede, las siguientes:
1..
2..
3..
4..
5..
6..
7..
8.

9. La de tomar dinero en préstamo y contraer deudas en relación con sus negocios o para cualquier objeto lícito; **la de emitir bonos, pagares, letras de cambio y otros documentos de obligación (que podrán o no ser convertibles en acciones de la sociedad) pagaderos en determinada fecha o fechas, o pagaderos al ocurrir un suceso determinado, ya sea con garantía hipotecaria o prendaria o sin garantía por dinero prestado o en pago de bienes adquiridos, o por cualquier otra causa legal."**

La ley de sociedades anónimas no señala ninguna formalidad especial con relación a la emisión de acciones ni de las obligaciones. Sólo declara que la sociedad anónima tiene la facultad por ley de emitir bonos y documentos de obligación.

No es sino el Articulo 57 ordinal 9 del *Código de Comercio* el que establece ***la necesidad de inscribir en el Registro Mercantil estas emisiones***. Así, el Artículo 57 ordinal 9 dispone:

"Estarán sujetos al registro, además de cualesquiera otros que la Ley determine:
1. ..
2..
3..
4..
5..
6..
7
8..
9.. **Las emisiones de acciones, deudas u otros títulos de obligación general de las sociedades o particulares, expresando la serie y números de los títulos de cada emisión, su empleo, amortización y cancelación de los mismos; y respectiva garantía."**

Por su parte y como complemento el Artículo 62 del Código de Comercio señala:

"La inscripción de las emisiones de acciones, cédulas, obligaciones y documentos nominativos o al portador que no lleven consigo hipotecas, se hará en vista del certificado del Acta en que conste el acuerdo de quien o quienes hicieron la emisión y las condiciones, requisitos y garantías de la misma."

Coincidimos con Durling [1]en que debe entenderse que lo establecido en el ordinal 9 del artículo 57 no es aplicable a la emisión de las acciones o títulos representativos del capital de las sociedades anónimas. La generalidad de la práctica y la doctrina panameña así lo reconoce. Sin embargo, no parece que pueda decirse lo mismo en cuanto a las obligaciones

[1] Durling, Ricardo A. La Sociedad Anónima en Panamá. paginas 128 y 129.

que una sociedad emita, ya sea en forma de bonos o en cualquier otra forma. La emisión de esta última clase de obligaciones debe ser inscrita en el Registro Mercantil en la forma señalada por el artículo 62 del Código de Comercio. El texto de la ley (Código de Comercio) parece bastante claro. Las consideraciones si dicha norma aplica o no a las sociedades anónimas, en virtud de la derogatoria del Artículo 95 de la ley de sociedades anónimas a toda norma que haga referencia a sociedades anónimas, no creo que tengan suficiente fuerza como argumento, ya que los artículos 57 y 62 son normas de carácter general y no especiales a las sociedades anónimas y por lo tanto debe entenderse que aplican a todo tipo de sociedades, incluso el artículo 57 numeral nueve del Código de Comercio habla de particulares. Mal pudo entonces el artículo 95 de la ley de sociedades anónimas derogar una norma de carácter general que aplica a todas las sociedades, incluso a las sociedades anónimas, sociedades estas últimas cuya legislación especial no contiene ninguna norma expresa que regule la materia y que pueda constituir el régimen especial por el cual tendríamos que guiarnos al tratar de emisión de obligaciones de sociedades anónimas. A falta de dicha norma especial tenemos que acudir a las normas generales.

La pregunta obligada es: ¿Se hace generalmente esta inscripción? Nos referimos a la inscripción a que se hace alusión en los artículos 57 y 62 antes citados, y no a la inscripción en el Registro Público cuando se constituye hipoteca para garantizar la emisión, en caso de que se trate de una emisión con garantía hipotecaria y que tendrá que inscribirse lógicamente en la Sección de Hipotecas y Anticresis del Registro Público para que afecte la finca que se grava (o en la Sección correspondiente para el caso de hipoteca mueble).

La otra pregunta que surge es: ¿Qué inscripción queda en la historia o ficha de la sociedad anónima en la Sección de Micropelículas (Mercantil) del Registro Público, por ejemplo, sobre una emisión de bonos sin garantía que requiera inscripción?. ¿Cuáles son las consecuencias, si las hay, del no cumplimiento de lo establecido en los artículos 57 y 62 del Código de Comercio?

No obstante, lo interesante de los temas antes planteados, no puedo dedicarles mayores comentarios ya que ello implicaría el desvío total del contenido de este trabajo cuyo foco es el uso del fideicomiso en las emisiones de valores. Para evitar lo anterior, analizaré el aspecto en el cual, en mi humilde opinión, el uso del fideicomiso ha jugado el papel más importante, y de manera artesanal, más que legislativa, el mercado panameño, con asesoría legal particular y sin legislación aplicable expresamente al tema, ha logrado crear un instrumento útil, práctico y hasta ahora aparentemente muy eficaz, (hasta que se demuestre lo contrario) para atender las necesidades de seguridad en las emisiones de valores locales. [1]

[1] Se comprueba así lo acertado de los comentarios del Dr. Arturo Hoyos Magistrado Presidente de la Corte Suprema de Panamá, quien en una ocasión señalara que el sistema legal panameño es

Fiduciario: Acreedor hipotecario

Para entender porqué es ventajoso el sistema que la práctica panameña ha creado, es necesario entender lo que sucedería si no tuviésemos este sistema y los problemas que surgen en otras latitudes que a pesar de contar con normas específicas al respecto, aún se debaten sobre problemas superados (o nunca planteados) en nuestro medio, como por ejemplo, la naturaleza jurídica y características de los instrumentos creados para enfrentar el problema de una multiplicidad de acreedores en el caso de emisión de valores compartiendo en la mayoría de los casos una única garantía.

En efecto, en el caso de emisión de valores existe en otros derechos la duda de si emitidos los títulos en masa, existe una pluralidad de derechos de crédito, independientes entre sí, o si, por el contrario, nos encontramos en presencia de un crédito único, que requiere en sus titulares una unidad en acción. Y es que el problema que surge en la emisión de valores es el de procesar la potencialidad de las ejecuciones que es prácticamente igual al número de títulos, sin que en ningún lugar se haya previsto la acumulación o cualquier otra medida que pueda paliar las insolubles dificultades a que la norma conduce.

En España, esta cuestión ha sido abordada, aunque para algunos no resuelta doctrinalmente, en la ley de sociedades anónimas imponiendo la creación de un *sindicato de obligacionistas*, que adopta por mayoría los acuerdos relativos a la ejecución del crédito (Art. 305 de la ley vigente de sociedades anónimas española). El Artículo 283.2 de la Ley de sociedades anónimas considera como condiciones necesarias de la emisión "la constitución de una asociación de defensa o sindicato de obligacionistas y la designación, por la sociedad, de una persona que, con el nombre de *Comisario*, concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas". El Artículo 6 de la ley 211/1964 también impone, en su ámbito, el deber de designar un Comisario, que concurra al otorgamiento de la *escritura de emisión* en nombre de los futuros tenedores de los títulos"

En este punto se observa la interesante ausencia en nuestro derecho de la llamada *escritura de emisión*. En el derecho panameño no es necesario (por lo menos no está claramente indicado) otorgar dicha escritura. Aun cuando queda la duda sobre la necesidad o no de inscripción de la emisión de los valores que parecen requerir los artículos 57 numeral 9 y 62 del Código de Comercio antes citados. De entenderse necesaria esta inscripción, habría que producir una escritura pública que contenga el acta o resolución del órgano competente de la sociedad con lo dispuesto en los artículos del Código de Comercio antes citados, la misma constituiría, a mi juicio, el equivalente de *la escritura de emisión*.

más pragmático que el de los sistemas europeos continentales y que se busca encontrar soluciones más acordes con la realidad y más alejadas de construcciones doctrinales.

En el derecho español, en el cual sí es requisito legal el otorgamiento de esta escritura de emisión, se señala que estamos ante "un contrato de naturaleza y características propias y especiales, por virtud del cual la sociedad se obliga a crear y a entregar las obligaciones en las condiciones fijadas en la escritura, a pagar los intereses y a amortizar los títulos en su día, y *el comisario*, en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones y se obliga a suscribir y desembolsar los títulos emitidos. Mas como el Comisario actúa en nombre de personas que no le han otorgado poder, el negocio jurídico concluido con la sociedad queda en suspenso, subordinado a la condición iuris de la ratificación, que se producirá con la suscripción..... La ratificación se produce en virtud de la suscripción de los títulos por cada obligacionista singular. A medida que se van suscribiendo los títulos, los obligacionistas ratifican plenamente el contrato de emisión y se adhieren al sindicato de obligacionistas. De este modo existirá un solo contrato (contrato de emisión) que van ratificando los obligacionistas a medida que suscriben los títulos."[1]

Sin embargo, la postura antes reseñada no es pacífica. Algunos autores españoles le han propinado certeras críticas. En estas críticas vemos las discusiones doctrinales de las cuales se ha visto libre el sistema panameño ante la ausencia del otorgamiento de una escritura de emisión, concebida como un contrato bilateral celebrado entre la sociedad emisora y un representante de los tenedores.

Lo que sí resulta interesante es observar que cuando en el sistema panameño se utiliza la figura del fideicomiso sí podrían surgir, a primera vista, algunas de las inquietudes (doctrinales al menos) que se efectúan en el sistema español frente a la relación emisor-sociedad por lado y el comisario- obligacionistas por el otro, figuras que en el derecho panameño podría encontrar un cierto equivalente en sociedad-emisor por un lado frente al fiduciario-tenedores por el otro. Particularmente reveladores y pertinentes encuentro los comentarios de un autor español que señala:

"Creemos que el Comisario no ostenta la representación de los futuros obligacionistas... Dejando aparte la cuestión de si es posible representar a personas ignoradas, hay que concluir que dicho Art. 113 de la ley de sociedades anónimas (actual articulo 283.2) no atribuye a dicho Comisario esta representación, por mas que diga que el mismo "concurra al otorgamiento del contrato de emisión en nombre de los futuros obligacionistas". La representación voluntaria no cabe propiamente, y la legal no aparece por ninguna parte en este respecto, pues si la ostentara el Comisario sería inútil la ratificación que estima necesaria dicho artículo 117, párrafo tercero, de la repetida ley (actual artículo 287), ratificación ésta que, aunque tácita, tiene la naturaleza contemplada por el artículo 1259, párrafo segundo, del Código Civil. Cuando se ha otorgado un acto en representación de una persona, ésta no tiene por que ratificarlo. (..) La concurrencia del Comisario en el acto

[1] Uria. R. Derecho Mercantil, 19a ed., Madrid, 1992, Ed. Marcial Pons, p. 520.

de emisión es verdaderamente irregular, puesto que no es propiamente representante de los obligacionistas futuros, ni tampoco gestor oficioso ya que impone su concurrencia la ley. ***Seguramente el legislador no se ha atrevido a configurar aquí la figura de un fiduciario, por no contar con el clima adecuado para la idea del trustee***"[1]

Y esto último es lo que precisamente sí ha hecho la práctica panameña, (obsérvese que decimos práctica, ya que la ley nada señala, lo cual es en cierta medida una ausencia reguladora imperdonable. Por mayor libertad contractual que deseemos defender algunas reglas mínimas deben existir en protección del bien común de los inversores y del sistema en general).

Para evitar estas discusiones doctrinales, la práctica panameña ha adoptado la figura del fideicomiso, con un fiduciario que recibe la garantía en nombre y para el beneficio de los tenedores que son los beneficiarios finales del fideicomiso. Ahora bien, si bien es cierto que con la adopción de la figura del fiduciario nos ahorramos ciertos debates doctrinales, es justo reconocer que no todas las dudas se disipan de inmediato.

En el derecho español se ha señalado lo siguiente: "Es acertada.... la opinión de quienes piensan que tal otorgamiento de la escritura de emisión ("contrato" según la LSA) entre sociedad y Comisario, no perfecciona contrato alguno, sino que mas bien se trata de un acto jurídico de documentación que no formaliza la emisión (suscripción), sino el acuerdo social de emitir obligaciones y sus condiciones. Consiguientemente, el comisario no es parte en ningún contrato; simplemente concurre para vigilar, en interés-que no en nombre- de los futuros obligacionistas, el cumplimiento por los administradores de lo acordado en la junta que aprobó la emisión y de las demás normas aplicable (...) Pero es mas, la concepción legal puede devenir absurda si tenemos en cuenta: a) Que no puede existir discusión comisario-entidad emisora, pues parece que dicho comisario no existe hasta ser nombrado, precisamente por la junta que apruebe la emisión y sus condiciones...b) que sería infructuosa una "discusión" comisario/entidad emisora sobre las condiciones de la emisión (en nombre de los futuros obligacionistas), pues dichas condiciones las establece la Junta de Socios, sin que parezca que de dicha discusión con el Comisario pueda derivarse la posibilidad para los administradores de modificarlas...c) Si las obligaciones son nominativas, parece que la tesis legal no puede ya sostenerse, pues, de mantenerse, los títulos habrían de emitirse a nombre de comisario- él es quien contrata-, debiendo éste, posteriormente, transmitirlos por el cauce oportuno a los verdaderos suscriptores"[2]

[1] Roca Satre, R.M y Roca Satre Muncunill, L., Derecho Hipotecario 7a ed., Barcelona, 1979, Ed. Bosch, tomo IV, vol 2 paginas. 824 a 826.

[2] Alonso Espinosa, F. J. Asociación y Derechos de los Obligacionistas, Barcelona, 1988, Ed. Bosch paginas 186 a 188.

Opina otro autor que "forzar los límites de la bilateralidad, considerando al Comisario como "parte" del contrato, me parece excesivo. Como se verá mas adelante al tratar ésta figura, el comisario en la escritura de emisión ni representa a nadie, ni mucho menos defiende los intereses de los obligacionistas futuros".

Considerar que el comisario fiscaliza la actuación de la sociedad defendiendo los intereses de los futuros obligacionistas me parece una ingenuidad. *No conozco ni un solo caso en que el Comisario haya rechazado o discutido una cláusula o condición de la emisión; en algunas ocasiones, incluso el Comisario es un empleado de la sociedad emisora; en otros, de la entidad colocadora o agente de la emisión.*[1].

Este último punto es digno de observación y guarda estricta relación con la necesidad de independencia del fiduciario. Es totalmente cierto que en el momento inicial, y no puede ser de otra manera, el fiduciario será nombrado por el emisor-deudor. Sin embargo, es imprescindible, para que el sistema funcione, que el fiduciario sea una persona o compañía independiente que proteja los intereses de los futuros tenedores. Este punto lo vemos más adelante.

En la práctica panameña en realidad si bien técnicamente el emisor deudor es el que nombra al fiduciario[2] ya que como fideicomitente y de acuerdo a la ley 1 ésta es su facultad y derecho, no es menos cierto que la intervención del banco agente que ha organizado la emisión juega un rol importante a la hora de la designación del fiduciario. Esta intervención que podría generar críticas, puede por el contrario asegurar, si es bien regulada, incluso una mejor protección a los tenedores.

Debe tenerse en cuenta que el banco agente puede actuar independientemente o bien puede en todo caso constituirse el mismo en un tenedor más de la emisión y por ende beneficiario del fideicomiso, como consecuencia estará personalmente interesado en el beneficio de todos los tenedores. Más adelante veremos cómo se puede lograr evitar conflictos de interés reales o aparentes que esta situación puede generar y como tratar con ellos.

Como es de suponer y esperar no han faltado las contra críticas. Se dice ,con cierto grado de acierto a mi juicio, que estamos ante un negocio de adhesión: en este tipo de negocios,

[1] Torres Escamez, S. La Emisión de obligaciones por sociedades anónimas (estudio de la legislación mercantil y del mercado de valores), Madrid, 1992 página 64.

[2] Conviene recordar que según reza el texto del Articulo 21 de la ley 1: "En los fideicomisos revocables, el fiduciario podrá ser reemplazado o podrán nombrarse nuevos fiduciarios en cualquier tiempo por el fideicomitente o por la persona a quien este haya autorizado para hacer el reemplazo o nombramiento, con las mismas formalidades con que se otorgó el instrumento de fideicomiso."

la reglamentación es obra de una de las partes (en nuestro caso el emisor) y la otra se limita a aceptarla o rechazarla; es decir, los propios obligacionistas (en nuestra terminología los tenedores-beneficiarios en el fideicomiso) no entrarían -en su caso- a discutir el contenido o condiciones de la emisión, sino que, se limitarían a aceptar o no la oferta que se les hace. Por tanto, la razón de ser de la intervención del Comisario no puede estar en algo que ni los propios representados podrían hacer; *su virtualidad es instrumental, esto es, favorecer la contratación*.

Con relación al problema teórico práctico que plantea la naturaleza del crédito ante la existencia de una multiplicidad de acreedores, quizás convenga revisar ciertos conceptos básicos para poder entender la especialidad del supuesto que implican las emisiones de valores.

Si seguimos al prominente autor español Diez Picazo, las formas básicas de organización de la pluralidad en materia de relaciones obligatorias, son tres:

1. La pluralidad conduce a la fragmentación (crédito o deuda dividido en créditos o deudas independientes e indistintos): ***Obligaciones parciarias***.
2. La pluralidad conduce a la comunidad (los créditos se atribuyen en común al grupo y la deuda es común): ***obligaciones mancomunadas*** en sentido estricto, conjuntas, comunes o en mano común.
3. La pluralidad conduce a la solidaridad (cada acreedor puede reclamar y cada deudor debe prestar íntegramente la totalidad de la prestación): ***Obligaciones solidarias***.

La situación en la que se encuentran los llamados obligacionistas en el derecho español o simplemente tenedores en nuestra terminología, no encaja exactamente en ninguna de estas situaciones: la más aproximada, sin duda, es la de los créditos parciarios. La existencia del sindicato de obligacionistas y las facultades conferidas al mismo, por razón de la mejor defensa de los intereses comunes, impide que se llegue totalmente a esta asimilación. No se trata simplemente que se pueda modificar, en las condiciones y con las restricciones que más adelante se verán, los derechos del obligacionista, sino que la propia reclamación judicial individual está seriamente condicionada a las directrices emanadas de la mayoría por el artículo 302 de la ley de sociedades anónimas española y en el derecho panameño en virtud del contrato de fideicomiso en caso de que éste exista, o si se ha contemplado el escenario en los términos y condiciones de los bonos y se le ha impuesto la función coordinadora y unificadora al llamado Agente de Pago (lo cual veremos no es del todo correcto).

Las acciones judiciales o extrajudiciales que correspondan a los obligacionistas podrán ser ejercitadas individual o separadamente cuando no contradigan los acuerdos del sindicato

dentro de su competencia y sean compatibles con las facultades que al mismo se hubieren conferido. El crédito de los obligacionistas en cuanto divisible, se fracciona en tantas parte como valores hay; no hay absoluta independencia en el ejercicio de los créditos, sino sometimiento a los dictados del sindicato, que funciona a través de mayorías y no, por tanto, por unanimidad.

Esta solución a la que lleva la ley española, es alcanzada voluntaria y contractualmente, sin ley supletoria a la cual recurrir en el sistema panameño, mediante el uso de la figura del fideicomiso, contrato que guardando las necesarias proporciones viene a organizar a los tenedores en el equivalente del llamado sindicato de obligacionistas, siendo el fiduciario el equivalente del llamado comisario. En su defecto se logra vía asignar estas funciones que no deberían ser propias del mismo, al Agente de Pago.

Antecedentes de esta forma especial lo encontramos en los llamados créditos sindicados, a los cuales no es ajeno el derecho bancario panameño y que involucran operaciones económicas de gran envergadura, en las que se trata de evitar el excesivo y no asumible riesgo que supondrían para un solo acreedor (banco) buscando participación en el contrato de concesión del crédito por otras entidades de financiación.

Si bien los créditos sindicados responden a una motivación económica distinta y carecen de tipificación legal, disponen de una organización jurídica peculiar (ciertamente próxima, como veremos, a la del crédito de los obligacionistas o tenedores). No hay en ellos solidaridad activa, que queda expresamente excluida, tampoco parciariedad que conduciría a la total independencia de cada crédito; no se produce un sistema estricto de mancomunidad, que resultaría demasiado rígido, las relaciones con el deudor se canalizan a través de un banco agente y en las relaciones internas se sustituye el criterio de la unanimidad por el de las mayorías; cada una de las entidades concedentes se considera que ostenta un crédito independiente y que puede ceder su posición a un tercero. El esquema, por tanto, es muy parecido al que nos ocupa.

La conclusión es que las figuras del sindicato de obligacionistas y el comisario creadas por ley en el derecho español permiten indicar en este derecho que se está ante un único crédito en el que se produce normalmente una cotitularidad especial, que nace ipso iure como consecuencia obligada de la emisión de obligaciones. A la misma conclusión se puede llegar contractualmente, con la carencia de norma jurídica específica, en el derecho panameño con el contrato de fideicomiso y su uso en la emisión de valores.

Resumen de ventajas: flexibilidad

La principal ventaja consiste en la flexibilidad que se otorga a las partes en la vida de la emisión. En efecto en una emisión de 5 ó 10 años de duración muchos eventos pueden

ocurrir que en un momento determinado pueden incluso representar el cambio de elementos fundamentales de los términos y condiciones de la emisión como fueron originalmente presentados, aprobados y aceptados.

El uso del fideicomiso, con el nombramiento de un fiduciario puede hacerle frente a cualquiera de estos cambios, de manera ordenada y con suficiente flexibilidad para asegurar el mejor beneficio de la colectividad de tenedores.

Caso práctico: Autorización para reemplazar garantía

Conozco de primera mano un ejemplo o caso práctico que demuestra lo anterior.

En una emisión de bonos garantizados con la constitución de primera hipoteca naval preferida sobre tres naves de bandera panameña, así como la cesión de los productos de los contratos de fletamento de dichas naves a favor de un fiduciario quien actuaba en nombre y representación de los tenedores de los bonos de la emisión, el emisor propietario de las naves, luego de vendida la emisión, solicitó al banco organizador la sustitución de una de las naves hipotecadas por otra garantía en virtud de que había surgido para él una buena oportunidad para la venta de la nave.

La existencia de un fiduciario facultado expresamente para autorizar este tipo de sustituciones de las garantías representa un aspecto importante para el buen desenvolvimiento de la emisión. La no existencia de esta previsión obligaría a la reunión de todos los tenedores de los bonos para solicitar su consentimiento. Esta reunión, que es de por sí difícil de organizar, puede tomar mucho tiempo hacerlo y si el tiempo es una consideración importante, como en el caso en cuestión lo era, sólo este punto puede demostrar la conveniencia de un fiduciario con amplias facultades.

Si a lo anterior unimos el hecho de que puede darse el caso de que no se hayan previsto regulaciones sobre las posibles reuniones de tenedores, el quórum, ni como se tomaran las decisiones en dichas reuniones, se abre la posibilidad para la creación de otros tipo de dificultades, sin ni siquiera haber solucionado las que dieron origen a la consulta de los tenedores.

Puede ser normal que los términos y condiciones incluyan unas cláusulas para la reunión de los tenedores para cambiar los términos y condiciones. En la ausencia de tal disposición para efectuar un cambio, el emisor requeriría el consentimiento del 100 por ciento de los tenedores, lo cual en la práctica es usualmente imposible.

Las disposiciones para reuniones prevén que los cambios aprobados en una reunión serán de obligatorio cumplimiento para todos los tenedores ya sea que ellos hayan asistido o no a la reunión. Ciertos términos claves de los bonos, por ejemplo tasa de interés y la cantidad de capital solo será posible que sean modificados en una reunión en la cual se aplican requerimientos especiales de quórum.[1].

En el caso panameño también debe considerarse la intervención de la CNV, entidad encargada del registro y autorización de la oferta pública de la emisión. Parece prudente pensar que dicha entidad que autoriza una emisión bajo ciertas características sea informada, si no es que se requiera formalmente su aprobación, para cambios como el antes señalado. Dada la carencia de normas regulatorias, el caso que he mencionado implicó la práctica la convocatoria y reunión de los tenedores, la solicitud de su consentimiento a la sustitución de una de las garantías, el cual dieron unánimemente y la solicitud de autorización a la Comisión Nacional de Valores. Cumplidos estos pasos, de manera bastante rápida por cierto, se procedió al levantamiento del gravamen hipotecario sobre la nave y el reemplazo de la garantía de primera hipoteca naval preferida.

Ausencia de control entre Registro Público y la CNV.

El caso anterior hizo notorio un hecho que debe ser comentado y es la ausencia de control entre el Registro Público y la CNV en el aspecto concreto de la garantía de una emisión. Existe un divorcio en materia de información. Al Registro Público le bastaba, y le basta legal y técnicamente, la autorización del "acreedor", en este caso el fiduciario a cuyo nombre se había constituido la garantía para proceder a su cancelación si éste se lo pedía. La necesidad de autorización previa de la CNV no es requerida por ley para efectos del Registro Público para la cancelación de gravámenes que garantizan una emisión. Me parece que este es un tema que requiere mayor estudio, y que guarda estrecha relación con las funciones y responsabilidades del fiduciario.

Me parece que si el prospecto informativo, es decir el instrumento mediante el cual los inversores adquieren los bonos nada dice, ni tampoco nada se contempla al respecto ni en los propios bonos, ni en los contratos que forman la emisión y que están a disposición de los inversionistas, en particular el de fideicomiso, sobre cómo manejar situaciones de cambio de garantía, por usar un supuesto concreto, todo cambio debe ser autorizado previamente por la CNV. Si el cambio involucra sustitución de garantías que se encuentran registradas puede resultar conveniente como medida de control adicional que dicha cancelación no pueda darse sin previa notificación a la CNV, para que ésta autorice o por lo menos "se refrende" la minuta de cancelación. Esto puede resultar engorroso para

[1] Estas son las conocidas en el derecho ingles como "entrenched provisions".

algunos, pero nos parece que es una buena medida de protección a los inversionistas, siempre y cuando nada se haya previsto en la documentación original.
Ahora el tramite anterior bien podría ser superado si en el prospecto y demás documentos, como el fideicomiso cuyo ejemplar debe reposar en la CNV para conocimiento de todos los interesados, se señala ***expresamente*** que el fiduciario está autorizado a su libre discreción para permitir la sustitución de garantías, en ese caso nos parece que si la CNV aprueba la emisión conociendo estos términos y condiciones, su autorización previa resulta innecesaria. En todo caso una notificación bastaría para efecto de mantener ciertos controles y el expediente al día con la realidad.

Y es aquí donde nos parece reside una de las grandes ventajas del uso del fideicomiso. En otros derechos particularmente el inglés, en emisiones con primera hipoteca, el fiduciario usualmente se le da el poder de acordar la sustitución de nuevos bienes en lugar de los bienes asegurados, siempre que esté satisfecho que se cumple con los requerimientos del capital y el ingreso.

Cuáles son las razones para tener un fiduciario?

Si el ejemplo concreto anterior no resulta argumento suficiente, se pueden presentar otros adicionales; los mismos para mayor orden en su exposición pueden resumirse en dos categorías básicas:

1. Las razones que serán beneficiosas para el emisor y
2. Las razones que serán de atractivo para el tenedor.

Ventajas emisor

Tenemos que recordar qué es lo que se busca con una emisión de valores. Lo que busca una empresa que se convertirá en emisora y si está bien aconsejada por su banco agente, en fideicomitente, es acceso a capital de una forma no tradicional, comparada con la obtención del mismo vía préstamos bancarios.

Creo que resume perfectamente el propósito la descripción que indica que "La emisión de obligaciones se articula..... en función de la finalidad específica a que responde: *Ordinariamente la obtención de un cuantioso préstamo,* ***mediante el recurso directo al ahorro público***. Se trata de una oferta negocial única, dirigida a una pluralidad de personas y de ahí el fraccionamiento en valores homogéneos integrantes de una misma serie. La suscripción de las obligaciones implica para cada obligacionista la ratificación plena del

contrato de emisión. Desembolsado el importe respectivo, y entregados los valores representativos de las obligaciones queda perfecta la operación."[1]
El emisor deudor, de manera general digamos, en lugar de acudir a un banco está acudiendo al mercado de capitales en busca del capital que requiere. La esperanza es que obtendrá dicho capital a un menor costo y a la vez gracias a ventajas fiscales, tanto él, como los tenedores recibirán beneficios superiores a los obtenidos si el emisor deudor hubiese celebrado un tradicional préstamo bancario o el tenedor depositado su dinero en un banco. En el derecho panameño dichos beneficios se verán concretados si logra la autorización de la oferta pública en la CNV y se lista su emisión en una bolsa de valores.

Sin embargo, a diferencia de su tradicional préstamo bancario, al cual el deudor (ahora emisor) esta acostumbrado, al haber acudido ahora al mercado de capitales lo obliga a tener que lidiar (teóricamente) con una pluralidad de acreedores-tenedores. Cada uno de estos tenedores, desde el tenedor de un solo bono en la denominación mínima, hasta el tenedor inversor profesional o institucional tiene intereses disímiles y niveles de tolerancia de riesgo distintos y en general son una pluralidad de sujetos cuya característica común y única bien puede ser probablemente que ostentan un valor del emisor.

El uso de fideicomiso y el nombramiento de un fiduciario puede y en efecto la práctica demuestra resulta ventajoso para el emisor, sobre todo si la emisión es garantizada.

La primera ventaja puede ser resumida nuevamente en una palabra: Flexibilidad. La flexibilidad puede ser utilizada por el emisor en varios aspectos prácticos. El fideicomiso permite esta flexibilidad por que contiene cláusulas que permiten hacer cambios y conceder renuncias de derechos de los tenedores. Usualmente al fiduciario le son dados amplios poderes para aprobar cambios en nombre de los tenedores a los términos del fideicomiso y también en teoría a los términos y condiciones de los bonos. Claramente este poder solo puede ser usado en circunstancias limitadas, pero esas circunstancias pueden incluir:

Cambios para tratar con legislación que no podía preverse o cambios fiscales y también para tratar con cambios en la estructura del grupo del emisor o del garante.

En un fideicomiso, el fiduciario puede estar expresamente facultado para aprobar todo cambio si él está satisfecho que no es materialmente perjudicial para los intereses de los

[1] Resolución de la Dirección General de los Registro y el Notariado de España de 5 de noviembre de 1990 citada por Merino Gutiérrez, Arturo. La Hipoteca... Ob. Cit. pagina 39

tenedores. Si él no puede llegar a esta conclusión, una reunión de los tenedores puede ser celebrada.

Un ejemplo de un tipo de situación en la cual esta cláusula es útil es una fusión o una escisión o venta obligatoria de bienes de una sociedad. Una transacción como la antes descrita puede venir en el ámbito de un evento de incumplimiento, aun si la transacción se espera que mejore la posición de crédito del emisor, porque los eventos de incumplimiento frecuentemente cubren eventos, que pueden implicar insolvencia, así como cambios en la estructura jurídica del emisor. Si al momento de esa transacción el emisor no tiene derecho de pre pagar la emisión no tendrá alternativa que incumplir por lo menos técnicamente, a menos que tenga la habilidad de buscar la aprobación de un fiduciario o el voto de los tenedores de una reunión especialmente convocada. Obviamente, la obtención de la aprobación del primero es mucho más fácil por razones que van desde mera logística (tener que dirigirse a una persona en lugar de a una multitud) o razones de fondo (el conocimiento financiero del fiduciario le permite analizar la solicitud de manera diferente a los tenedores poco sofisticados).

También hay otra protección a menudo otorgada a un emisor en esas circunstancias; ésta es mas propia del sistema inglés, pero nada impide que se adopte contractualmente o como parte de los términos y condiciones de la emisión, y consiste principalmente en el requerimiento de que el fiduciario certifique previamente que el evento de incumplimiento que pudiera alegarse es materialmente perjudicial para los intereses de los tenedores antes de que y como condición previa a los bonos puedan ser "acelerados". Esto puede evitar incumplimientos técnicos y puede permitir al emisor establecer la opinión del fiduciario antes de implementar una transacción la cual pueda constituir un incumplimiento.

En aras de la objetividad debe decirse que esta flexibilidad puede ser lograda, en parte, sin un fideicomiso, si las cláusulas para las reuniones de los tenedores están incluidas en el llamado Contrato de agente pago o agente fiscal (paying or fiscal agency agreement) y son hechas parte de los términos y condiciones de los bonos. Sin embargo, la protección que brinda el requerimiento de un certificado del fiduciario sólo puede ser obtenida con un fideicomiso, como parte implícita en el fideicomiso inglés, y como término y condición establecida expresamente en otros tipos de fideicomisos.

Ventajas tenedor

La segunda categoría de razones para tener un fiduciario en una emisión comprende aquellas razones que apelan al inversor o tenedor.

Un fiduciario está facultado para actuar continuamente como representante de los tenedores de los bonos. Bajos los términos de un típico fideicomiso, un fiduciario recibirá en forma anual o semi anual, información financiera y de otra índole de la compañía emisora. Si en cualquier tiempo al fiduciario se le da información la cual parece inconsistente con las promesas con las cuales el emisor se ha comprometido, el fiduciario tendrá la habilidad de hacer preguntas y satisfacerse él mismo sobre si los incumplimientos se han dado o no.

Si un incumplimiento surge, el fiduciario tendrá el deber de coordinar la acción con los tenedores. Él será responsable por tomar la decisión inicial sobre "acelerar" en los casos claros o de convocar una reunión de los tenedores en los casos menos claros. También, puede solicitar asesoría financiera y técnica de terceros profesionales para el beneficio de los tenedores sobre el curso que debe seguir. Un fiduciario puede en una situación de incumplimiento, decidir si participa en esquemas de aplazamiento.

Como se ha indicado, este aspecto de las funciones del fiduciario es principalmente visto como un asunto para los tenedores de los bonos y puede pensarse que es más en el interés de los inversores que en el interés de los emisores. La pregunta que cabe es: ¿Por qué un emisor nombraría una especie de policía con el trabajo exclusivo de vigilarle y de hacerle preguntas incómodas?

Sin embargo, puede ser de poca visión para un emisor el evitar nombrar un fiduciario por temores de este tipo, y la razón para esto es otro temor: el del llamado ***tenedor loco*** (mad bond holder). Una emisión de bonos al portador sin fiduciario y en la cual no se hayan establecido reglas concretas de como actuar para exigir el pago, constituye un simple contrato entre el emisor y el tenedor. Si un incumplimiento surge, o siquiera se percibe un incumplimiento, un tenedor individual puede tomar la acción que él desee. Si un incumplimiento técnico surge, y a menos que se haya tomado alguna previsión al respecto, cualquier tenedor puede reclamar aceleración de su bono, incluso en circunstancias donde un inversor sensible vería esto como el curso apropiado.

Esta situación controlada en el derecho español mediante la obligatoria constitución de un sindicato de obligacionistas, no tiene solución legal específica en el derecho panameño, cobrando el fideicomiso un papel de gran importancia, si es que no se lidia con ella desde los términos y condiciones de los bonos y/o en las funciones del agente de pago.

Muchos emisores se muestran positivos ante la idea de nombrar un fiduciario, con el conocimiento que, como representante de los tenedores generalmente él tomará acciones sensibles en tales circunstancias. La forma en que el emisor está mejor protegido en esta situación es que el fiduciario solo, y no el tenedor solo, sea la persona facultada para ejecutar las obligaciones constituidas por los bonos.

La ley 1, con la flexibilidad que la caracteriza, contempla que todas estas previsiones pueden ser tomadas en el instrumento de fideicomiso. Así, se requiere que el instrumento de fideicomiso contenga entre otros aspectos:

"1. Designación completa y clara del fideicomitente, fiduciario y beneficiario. Cuando se tratare de beneficiarios futuros o de clases de beneficiarios, deberán expresarse circunstancias suficientes para su identificación. [Por su parte el Artículo 16 de la ley dispone que en los fideicomisos revocables, el beneficiario podrá ser reemplazado o podrán nombrarse nuevos beneficiarios, en cualquier tiempo, por el fideicomitente, o por una persona a quien este haya autorizado para hacer el reemplazo o el nombramiento, con las mismas formalidades con que se otorgó el instrumento de fideicomiso.]
2...
3. La descripción de los bienes o del patrimonio o cuota del mismo sobre los cuales se constituye.
4..
5. **Las facultades y obligaciones del fiduciario.**
6. Las prohibiciones y limitaciones que se impongan al Fiduciario en el ejercicio del fideicomiso...."(Artículo 9 de la ley).

Desde un ángulo eminentemente pragmático los tenedores pueden considerar conveniente o ventajoso para ellos que al estar toda la operación centralizada por un fiduciario, en tanto que representante de sus intereses, se verán beneficiados por una asesoría legal y financiera unificada. Por el contrario, las acciones individuales de los tenedores resultan menos prácticas debido a los gastos, la disparidad de los tenedores, las dificultades para organizarse entre los propios tenedores y en algunos casos, como en el caso de emisiones de ciertos valores, como bonos al portador, inclusive el deseo de algunos tenedores de permanecer anónimos.

El fiduciario, sin duda, tendrá una posición de negociación más fuerte que los tenedores individualmente considerados en cualquier discusión con el emisor. Cualquier suma que se recupere será repartida prorrata entre los tenedores, evitando el riesgo de que algunos tenedores recuperen y otros no. No obstante lo anterior y con el ánimo de ser objetivos, las que se han enumerado como ventajas para los tenedores, pudieran ser percibidas por algunos de éstos, desde otro ángulo como desventajas ya que los tenedores "pierden" el absoluto control sobre los valores por ejemplo, el determinar si son acelerados o no y si algunos términos y condiciones de los valores son modificados en ciertos aspectos. Incluso es usual establecer contractualmente que los tenedores no pueden involucrarse personalmente en negociaciones con la sociedad emisora. Para algunos, no obstante, éstas no son verdaderas desventajas.

Otras consideraciones adicionales a las ventajas

Finalmente y más bien como una respuesta la pregunta que formuláramos en su momento sobre por que se usa la figura del fideicomiso, debe indicarse que el uso del fideicomiso responde en algunas ocasiones no a una apreciación inmediata de sus bondades por las partes involucradas sino más bien a una imposición legal.

Así la Bolsa de Valores de Londres (The London Stock Exchange) ha insistido históricamente en el contexto doméstico que un "listed loan stock" debe constituirse por un Fideicomiso y que en efecto el fiduciario debe ser una compañia fiduciaria que satisfaga ciertos standard mínimos y que no tenga conflicto de intereses en la operación.

No obstante, en respuesta a diferentes prácticas en otros lugares, el requerimiento ha sido por algunos años no aplicado a las emisiones de los llamados eurobonos.[1] Esta situación práctica responde a que la figura del fideicomiso no es del todo comprendida en otros derechos como el derecho civil representado por el continente europeo. En este punto el derecho panameño se distingue del resto de países con tradición y raíces de derecho civil.

Otras figuras o protagonistas. Consideración importante

Hay un punto que es importante recordar o siquiera tener en cuenta. Ya sea que una emisión sea constituida con fideicomiso o no, el emisor debe nombrar el llamado Agente de pago (paying agent) para hacerse cargo de las funciones administrativas del pago en presentación de los bonos y cupones.

Por razones perdidas en la historia en otras latitudes, al Agente de Pago Principal (principal paying agent) se le tiende llamar Agente Fiscal (Fiscal agent) cuando no hay fideicomiso y al acuerdo o Contrato de Agente de Pago (paying agency agreement) un Contrato de Agencia Fiscal (fiscal agency agreement).

El escoger entre fiduciario o no fiduciario se presenta como una elección entre fiduciario y el Agente Fiscal (fiscal agent). Esta es una fuente de confusión innecesaria básicamente por dos razones. Primero, realmente no hay una tal elección entre una y otra figura, siempre habrá un Agente Fiscal (fiscal agent) aun bajo un nombre ligeramente diferente. Segundo, se puede pensar, erróneamente que el Agente Fiscal (fiscal agent) es alguien muy similar al fiduciario, quizás ejecutando un rol similar. En realidad no lo es. La diferencia es

[1] La excepción se refiere a las llamadas "specialist debt securities" lo cual en la práctica cubre la mayoría de las emisiones de eurobonos. Otras bolsas como la de Luxemburgo no requiere el nombramiento de un fiduciario para poder listar una emisión.

importante. **Un Agente Fiscal (o Agente de Pago) es el agente del emisor, un fiduciario es el representante de los tenedores de los bonos.**[1]

Es muy importante tener en cuenta lo siguiente. Un fiduciario no debe ser confundido con un Agente Fiscal (fiscal agent). Este último, como ya señalé en el trabajo, es nombrado, por lo menos en la práctica internacional, en las emisiones de eurobonos cuando no hay fiduciario. Si bien, y así sucede en la práctica internacional, se hace referencia al Agente Fiscal como un alternativa del fiduciario, repito, no lo es.

En las emisiones de eurobonos, que son en muchos casos bonos emitidos al portador, un grupo de bancos es nombrado por la sociedad emisora como ◎Agentes de pago◎ y como su nombre lo indica su función primordial, mas no única, es la de hacer pagos a los tenedores en nombre de la compañía. Usualmente uno de los Agentes de Pago (paying agents) es responsable por recibir las cantidades adeudadas de parte de la sociedad, rembolsar a los otros Agentes de Pagos de manera que entonces éstos hagan los pagos a los tenedores, así como llevar a cabo otras funciones administrativas en nombre de la compañía. Este banco es conocido como el Agente de Pago Principal (principal paying agent) cuando hay fiduciario y como el Agente Fiscal (fiscal agent) cuando no hay fiduciario.

No obstante lo antes indicado, que sin duda, puede dar origen a confusión, lo que no debe perderse de vista, como se ha indicado, es que el fiduciario es el representante de los tenedores, con un deber contractual de salvaguardar sus intereses. El Agente Fiscal, igual que el Agente de Pago Principal, es meramente un agente de la sociedad emisora y se indica usualmente en su contrato con la sociedad que no asume ninguna relación fiduciaria con los tenedores.

En Panamá la nomenclatura que se observa en la contratación es ilustrativa de la función que se desempeña según el caso.[2] El Agente es usualmente llamado Agente de Pago, Registro, y Transferencia. He observado en alguna emisión que a las tres funciones indicadas se le añade, en caso de corresponder, la de Agente de Redención. Todo lo antes indicado responde a la costumbre de la plaza, importada de otras plazas.[3] La ley

[1] **Herbert, Anthony Socio Allen & Overy Londres. Porque tener un fiduciario en una emisión de eurobonos.?**

[2] Una variación que se quiere implantar (por no decir competencia) con relación a los agentes de pago, registro y transferencia en Panamá es de la centrales de custodia de valores LatinClear y Panaclear.

[3] Basta señalar que los cargos pueden recibir otros nombres y que la combinación de responsabilidades es variada. Así he observado emisiones internacionales en las cuales un banco actúa como Fiduciario, Co-Registrador de los valores, Agente de autenticación y Agente de Transferencia en una ciudad en particular, otro banco actúa como Registrador de los valores, Agente de Pago y Transferencia en otra ciudad y otro banco actúa como Agente, Agente de Cálculo y Co-Agente de Pago.

panameña (por lo menos no a la fecha de redacción de este trabajo) nada señala al respecto, ni siquiera hace referencia a la existencia de estas figuras. Se supone que esto esta por cambiar con la nueva ley de valores.

¿Cuáles son las funciones básicas del Fiduciario.?

Varias de las funciones se han observado en párrafos anteriores. En principio, como he indicado él es el representante de los tenedores.

Receptor de las promesas del emisor

La estructura legal del fideicomiso, bajo la ley inglesa, es que las promesas hechas por el emisor, y el garante si hay uno, son dadas o hechas al fiduciario. Estas promesas caen en tres categorías.

1. La promesa de pagar el capital e intereses de los bonos, y hacer otros pagos de naturaleza contingente, así como la promesa del llamado "gross up" si algún impuesto es retenido como el resultado de cambios en legislación sobre impuestos que afecten los valores.[1]
2. La promesa de no dar garantías a algunos otros prestamistas.
3. Las promesas que son primariamente para el beneficio del Fiduciario para permitirle cumplir con sus funciones tales como la promesa de remitirle los reportes anuales y otros reportes.

Este último tipo de promesas son muy importantes ya que guardan relación con la actuación que deba asumir el fiduciario. En efecto, varias de las promesas son dadas por la sociedad al fiduciario, y guardan relación con el mantenimiento de las cuentas y la obligación de proporcionar al fiduciario con certificados e información financiera.

Es usual que al fiduciario se le permita asumir que no se ha producido un evento de incumplimiento o que se ha incumplido una de las promesas hasta que el no tiene notificación expresa de la misma. Una vez que el fiduciario se entera, está bajo él deber de investigar el alegado evento de incumplimiento y decidir si es en el mejor interés de los tenedores el de tomar alguna acción. Hasta que tiene notificación, la práctica normal es

[1] Es importante anotar que en caso de eurobonos emitidos al portador la promesa de pagar al tenedor es incorporada en el propio bono. Lo que se arregla contractualmente es que el tenedor no podrá solicitar la ejecución de la promesa directamente contra la sociedad emisora a menos que el fiduciario haya sido instruido por lo tenedores y no lo haya hecho. La instrucción es dada ya sea por una resolución adoptada en una reunión de los tenedores o por escrito por una porción específica de los tenedores. Esta situación es la que mas se asemeja al derecho panameño en el cual el bono contiene textualmente la promesa de pagar, pero que las condiciones para su exigencia judicial pueden ser y son reguladas contractualmente, vía los contratos accesorios o en los propios términos y condiciones de los bonos.

que el fiduciario obtenga anualmente un certificado de los directores de la sociedad indicando que la sociedad ha cumplido con todas sus obligaciones, revisar las cuentas anuales y otros documentos que se envíen a los accionistas o acreedores, (los cuales la sociedad emisora se habrá comprometido a suplir al fiduciario). Los deberes del fiduciario pueden llegar a incluir el de estar atento a lo que se publique en la llamada prensa financiera.

La relación con el ejercicio de sus facultades discrecionales es evidente. Al examinar los documentos que recibe y particularmente las cuentas, el fiduciario debe mostrar un deber de cuidado especial (en nuestra legislación el punto de referencia es deber de actuar con el cuidado de un buen padre de familia), a base de la habilidad que él aduce tener y que puede razonablemente esperarse de un fiduciario profesional con experiencia.

Autorizar otro tipo de sustituciones.

Anteriormente vimos un caso práctico de la sustitución de las garantías. Otro caso que puede darse es la sustitución del mismo emisor. Esto puede suceder, por ejemplo, en caso de que originalmente en la emisión se haya utilizado un vehículo financiero, como por ejemplo una sociedad anónima subsidiaria de la compañía principal del grupo y por razones ajenas a este análisis se requiera sustituir a esta sociedad como emisora.

Una cláusula que permita la sustitución del emisor sin tener que recurrir a los tenedores es quizás lo más apropiado cuando la emisión tiene un fideicomiso y se indica expresamente que la sustitución es condicional a que el fiduciario se encuentre satisfecho que los tenedores no serán perjudicados materialmente por la sustitución.

En estas circunstancias, al fiduciario le será dada discreción; pero al ejercer esta discreción, le será requerido considerar los intereses de los tenedores como un todo y no individualmente. Si el fiduciario no está satisfecho que los tenedores no serán perjudicados materialmente por la sustitución propuesta, él puede siempre requerir que el tema sea aprobado por los tenedores en una asamblea general.

Aun cuando no haya fiduciario, es posible contemplar futuras sustituciones del emisor, claro que sin el beneficio de la discreción del fiduciario y las circunstancias expresamente previstas serán entonces generalmente mas limitadas, ya que no es posible prever todo inicialmente.

Un ejemplo concreto que se me ocurre en el derecho panameño es el relativo a las nuevas normas sobre monopolio. (Ley 29 y defensa de la competencia) Existe ahora la posibilidad de atacar las llamadas concentraciones económicas que pueden involucrar la reunión de

sociedades o ventas de sus activos. Si a un emisor, producto de una demanda sobre concentración económica, se le obliga a retrotraerse a una situación previa a la concentración, ello podría representar técnicamente un evento de incumplimiento en una emisión de valores. Con la discreción del fiduciario, esta situación podría ser manejada en el beneficio de los tenedores.

Algunos casos de sustitución del emisor son más aparentes que reales. Si la ley expresamente señala ciertos casos en que se produce una sustitución de una persona en las obligaciones de otra y que en nada se afecta los derechos de los acreedores, como es por ejemplo, el caso de la fusión de sociedades, en este caso la discreción del fiduciario queda reducida ya que al aceptar la fusión está en cierta medida actuando conforme a lo indicado en la ley.

***Facultad del fiduciario para aprobar cambios y renunciar a potenciales eventos de incumplimiento*.**

El fiduciario tiene el derecho limitado de acordar, sin el consentimiento de los tenedores, a modificaciones o renuncias o autorizaciones a los incumplimientos de los términos y condiciones de los bonos o eventos de incumplimiento si, en la opinión del fiduciario, la modificación, renuncia o autorización no es materialmente perjudicial para el interés de los tenedores de los bonos.

El derecho limitado no se extiende usualmente a una modificación de los términos y condiciones de los bonos que están firmemente establecidas. Estos términos y condiciones se conocen como *entrenched provisions* y son aquellas cláusulas que no pueden ser modificadas sino es con un quórum especial de votación en una reunión de los tenedores con un quórum especial.

Como fuera mencionado, está usualmente previsto que al considerar el interés de los tenedores, el fiduciario debe verlos como una clase y no necesita mirar a las consecuencias para los tenedores individualmente considerados como el estar conectados con una jurisdicción específica para propósitos de impuestos u otros propósitos.

En la práctica es normal y comprensible observar que el fiduciario se muestre reacio a ejercer su discreción a menos que esté bastante claro en los hechos de que la modificación, renuncia o autorización que se le solicita, no es perjudicial para los intereses de los tenedores y para determinar que si éste es el caso, el fiduciario esperará contar con opiniones, dependiendo de las circunstancias, de una institución financiera, una firma de contadores o una firma de abogados. Es evidente que todo lo que implique discrecionalidad por parte del fiduciario, así como le da flexibilidad a la emisión, sin duda

aumenta las responsabilidades del fiduciario frente al fideicomitente (sociedad emisora) y frente a los tenedores (beneficiarios del fideicomiso).

Al fiduciario también le es dado usualmente la facultad de acordar, sin consentimiento de los tenedores, modificaciones que son de menor relevancia o efectuadas para corregir un error manifiesto.

En todo caso, el ejercicio de esta facultad discrecional es algo que debe preocupar al fiduciario. La regla general es que a menos que no se haya establecido en el fideicomiso el fiduciario no está obligado a consultar con los tenedores antes de ejercer cualquiera de sus facultades discrecionales. Sin embargo, y como ya señalé en la práctica y por razones obvias, como el reducir su potencial responsabilidad, la mayoría de los fiduciarios consultaran si el asunto es importante y les es práctico hacer la consulta.

Ejecución

Según la ley 1 (Artículo 25) el fiduciario tendrá todas las acciones y derechos inherentes al dominio, pero quedara sujeto a los fines del fideicomiso de acuerdo con lo establecido en el instrumento de fideicomiso. Es decir, es el dueño del bien o derecho, pero para su ejercicio debe atenerse a lo dispuesto en el contrato.

El fiduciario puede de tiempo en tiempo, a su discreción y sin notificación, tomar aquellos procedimientos contra el emisor que él estime conveniente ejecutar. No obstante lo anterior, se puede estipular que el fiduciario no está obligado a tomar ningún procedimiento o ninguna otra acción con relación al fideicomiso los bonos a menos que:

a) se le hayan instruido así mediante una resolución extraordinaria de los tenedores o se la haya solicitado por escrito por los tenedores o al menos un quinto del monto de la emisión que esté pendiente de pago (el monto puede variar) y
b) se le haya indemnizado a su satisfacción.
Generalmente se establece contractualmente que cualquier fondo que reciba el fiduciario después de la aceleración o de la ejecución son tenidos en fideicomiso, y los términos del fideicomiso usualmente prevén que el fiduciario puede deducir cualquier remuneración y gastos que permanece no pagada por la compañía (***the right of top-slicing***) antes de pagarle a los tenedores.

Responsabilidad del fiduciario

Este tema es objeto de otra charla por lo cual no me detendré en el mismo.

De acuerdo al Artículo 27 de la ley 1 "el fiduciario será responsable de las pérdidas o deterioros de los bienes del fideicomiso que provengan de no haber utilizado en la ejecución del mismo el cuidado de un buen padre de familia. El instrumento de fideicomiso podrá establecer limitaciones a la responsabilidad del fiduciario, pero en ningún caso, tales limitaciones eximirán al fiduciario de la responsabilidad por las perdidas o danos causados por culpa grave o dolo."
El Artículo 28 de la ley 1 por su parte dispone que "el fiduciario deberá rendir cuenta de su gestión, según lo establezca el instrumento de fideicomiso, y si este nada dispone al efecto, al fideicomitente o a los beneficiarios existentes, por lo menos una vez al año y al extinguirse el fideicomiso." Sin embargo, me surge duda, si lo anterior significa que una vez rendida la cuenta de su gestión al fideicomitente, por ejemplo, ya no le es necesario rendir cuenta de su gestión a el o los beneficiarios, ni que estos pueden exigírsela?.

Lo curioso es que el mismo artículo 28 de la ley 1 señala, que luego de aprobada la cuenta el fiduciario queda libre de toda responsabilidad frente al fideicomitente ***y*** los beneficiarios. Aquí se hace alusión por primera vez a ambas figuras juntas, aún cuando solo una de ellas haya aprobado la cuenta y la otra ni siquiera la conozca. La aprobación de una de las partes afectará a la otra en sus derechos de reclamar contra el fiduciario?

Según indica el Artículo 29 de la ley 1 "el fiduciario no esta obligado a dar caución especial de buen manejo en favor del fideicomitente o beneficiario, a menos que el instrumento de fideicomiso así lo establezca."

El Grado de responsabilidad del fiduciario (El llamado "Standard of care").

Como ya he indicado en el derecho panameño y de acuerdo al Artículo 27 de la ley 1 "el fiduciario será responsable de las pérdidas o deterioros de los bienes del fideicomiso que provengan de no haber utilizado en la ejecución del mismo *el cuidado de un buen padre de familia*." Este sería en el derecho panameño el nivel de cuidado o "standard of care" a que hace referencia el derecho inglés.

En efecto, en el derecho inglés, el llamado standard of care requerido de un fiduciario individual en el ejercicio de sus deberes es "aquel que un prudente y ordinario hombre de negocios tomaría en el manejo de asuntos similares" Sin embargo, debe tenerse en cuenta que el derecho inglés distingue entre el fiduciario individual (o digamos no profesional) y el fiduciario profesional. Esta distinción, importante por cierto, no la contempla, expresamente nuestro derecho. [1]

[1] Resulta curioso dada la estricta regulación administrativa que impone en las compañías fiduciarias el Decreto Ejecutivo 16, norma jurídica que reconoce la especialidad y profesionalismo que se requiere para operar como una compañía fiduciaria, de manera que se espera de estas compañías un grado de conocimiento y experiencia superior a quien pueda dedicarse aisladamente a actuar como fiduciario en un solo fideicomiso.

El standard requerido de un fiduciario profesional es más alto. La idea central de esta distinción, proviene de la jurisprudencia inglesa en el caso Barlett v Barclays Bank Trust Co. Ltd.al señalar:

"Así como bajo la ley de contratos, un profesional que posee una habilidad particular es responsable por el incumplimiento de contrato si el omite usar la habilidad y experiencia que él profesa, así pienso que un fiduciario profesional es responsable por el incumplimiento del fideicomiso si se ocasiona pérdida al fondo del fideicomiso porque el omite ejercer el cuidado especial y la habilidad que él profesa tener. Compañías fiduciarias.. Se presentan como poseedoras de una habilidad superior de conducir negocios de fideicomiso, y en cualquier caso yo tomaría notificación judicial de ese hecho."

Intentos por reducir la responsabilidad del fiduciario

Intentos para reducir en el fideicomiso el deber de cuidado que debe tener el fiduciario pueden ser considerados nulos si se estiman excesivos. El principio en nuestro derecho lo recoge la ley 1 en la parte final del artículo 27 y como ya fuera citado dispone que "*El instrumento de fideicomiso podrá establecer limitaciones a la responsabilidad del fiduciario, pero en ningún caso, tales limitaciones eximirán al fiduciario de la responsabilidad por las pérdidas o daños causados por culpa grave o dolo*."

El equivalente a esta norma en el derecho inglés lo apreciamos en la Sección 192(1) of the Companies Act 1985:

"Sujeto a esta Sección, cualquier disposición contenida
a) en un fideicomiso para asegurar una emisión de deudas, o
b)en cualquier contrato con los tenedores de deuda garantizado con un fideicomiso, es nula si tiene el efecto de exonerar al fiduciario de, o indemnizarlo contra, responsabilidad por el incumplimiento del fideicomiso, donde el fiduciario falle en demostrar el grado de cuidado y diligencia requerido de el como fiduciario, habiendo visto las disposiciones del fideicomiso que le confieren algún poder autoridad o discreciones."

Deber de evitar conflicto de intereses

Las normas que contienen principios reguladores sobre los conflictos de interés que pueden surgir para el fiduciario en el ejercicio de su cargo y las consecuencias, se encuentra de manera aislada en la ley panameña.

El Artículo 28 del Decreto Ejecutivo 16 dispone: "Si el fideicomitente no dispone lo contrario, se prohíbe a las empresas fiduciarias... C. Adquirir por sí por interpósita persona, los bienes dados en fideicomiso."

Según el Artículo 30 de la Ley 1 "el fiduciario podrá ser removido judicialmente por los trámites de un juicio sumario: 1. Cuando sus intereses fueren incompatibles con los intereses del beneficiario o del fideicomitente." Permitiendo el Artículo 31 de la ley 1 que puedan pedir esta remoción judicial del fiduciario, el fideicomitente, el o los beneficiarios .

Como caso extremo, y casi que rebasando un posible conflicto de interés, sino mas bien vaciando de contenido el objeto del fideicomiso, el Artículo 33 de la ley 1 indica que: "El fideicomiso se extingue 5. Por confundirse en una sola persona la calidad de único beneficiario con la único fiduciario."

En el derecho comparado, se han sistematizado las situaciones que pueden dar lugar a un conflicto de intereses real o potencial, la lista es útil y como vemos muy dada a presentarse en nuestro medio. La misma incluye:

1. Cuando el fiduciario es también un acreedor privado de la sociedad emisora.
2. Cuando el fiduciario ha invertido en la sociedad emisora ya sea por su propia cuenta o mediante una inversión mediante un fiduciario
3. Cuando el fiduciario tiene un departamento de finanzas corporativo que asesora a la sociedad emisora
4. Cuando el fiduciario y la sociedad emisora tiene directores comunes
5. Cuando el fiduciario actúa como fiduciario en más de una emisión de la sociedad emisora. En este último caso el potencial de conflicto de interés es mayor si las emisiones no clasifican ***pari passu***, por ejemplo una está garantizada y la otra no.

Se señala que en la práctica profesional los fiduciarios generalmente aceptan actuar como tales en dichas emisiones si cada fideicomiso autoriza expresamente que actúe como tal, lo cual es común en las cláusulas del contrato.

Cuando un conflicto de interés es permitido

Se señala que hay dos situaciones en las cuales un fiduciario puede colocarse legítimamente en una posición en la cual sus intereses y sus deberes pueden estar en conflicto:

a. Cuando los tenedores dan su consentimiento. Siempre y cuando se les dé completa información sobre todas las circunstancias y la naturaleza exacta y extensión de los intereses del fiduciario; o

b. Cuando el conflicto está autorizado en el propio fideicomiso. Por ejemplo, el poseer inversiones en la sociedad emisora, el entrar en otras transacciones de negocios con la sociedad emisora o actuar como fiduciario en otras emisiones de la misma sociedad emisora todos éstos son eventos que usualmente se autorizan expresamente. No obstante lo anterior, en el derecho inglés se han establecido algunos límites a la efectividad de tales autorizaciones:

1. A pesar de la autorización ante la presencia de un conflicto de interés se considera que será más difícil al fiduciario probar que ha actuado con el requerido standard de cuidado. Se cita una ejemplo concreto en la jurisprudencia inglés El fiduciario era un banco que había prestado a la sociedad emisora, como fiduciario había recomendado a los tenedores un arreglo con el cual se beneficiaba como acreedor de la sociedad. Señaló el tribunal que: "No es dado sugerir que es posible para un banco, al cual se le deben más un millón y medio de libras, actuar imparcialmente al considerar un arreglo." Re Dorman, Long and Co Ltd [1934] 1 Ch 635.

2. La autorización puede ser considerada como no válida particularmente si ha sido impuesta a los inversionistas que pueden ser relativamente poco sofisticados y usualmente no tienen la oportunidad de participar en su preparación. En el caso antes citado se dispuso que una cláusula que permitía al fiduciario actuar como el banquero de la sociedad es una cláusula de lo más indeseable y una, dijo el juez, la cual yo nunca aprobaría, ni creo que los accionistas si se les hubiese dicho que iba ser incluida o si tuviera alguna idea de cómo puede que la misma opere. 2 Como una medida precautoria las autorizaciones al fiduciario son ahora expuestas en términos generales en la circular de la oferta.

En el derecho panameño las apreciaciones del derecho inglés, me hacen meditar sobre la aplicabilidad de normas protectoras de los consumidores, como serían las reglas de contratación contenidas en la Ley 29 de 1996. No obstante, me parece que las mismas no son aplicables al mercado de valores y la contratación que en torno al mismo se da. Lo anterior no significa, que no se requieran normas protectoras de los inversionistas, lo que significa es que las de la Ley 29 no son aplicables por razones que aquí no puedo entrar a considerar.

Opciones del fiduciario cuando surge un conflicto

Cuando surge un conflicto hay tres alternativas para el fiduciario:

1. Obtener el consentimiento de los tenedores por medio de una resolución.

2. Renunciar como fiduciario. El fideicomiso normalmente indicara que la renuncia no es efectiva hasta que un sucesor haya sido nombrado y aprobado por los tenedores.
3. Delegar sus facultades y deberes si ello es permitido en el fideicomiso. Como regla general los fiduciarios no pueden delegar sin autorización expresa.

Nos preocupa que en el derecho panameño el reemplazo del fiduciario parezca estar limitado a los fideicomisos revocables. Lo que significa que si el fideicomiso es irrevocable no es posible reemplazar al fiduciario. Conviene recordar que según reza el texto del Artículo 21 de la ley 1: "En los fideicomisos revocables, el fiduciario podrá ser reemplazado o podrán nombrarse nuevos fiduciarios en cualquier tiempo por el fideicomitente o por la persona a quien éste haya autorizado para hacer el reemplazo o nombramiento, con las mismas formalidades con que se otorgo el instrumento de fideicomiso." Esta norma resulta conveniente para permitir que el fideicomitente señale que el fiduciario podrá ser reemplazado por los tenedores registrados, disponiendo reglas concretas de cómo proceder a su sustitución. Esta sería una medida muy beneficiosa para los tenedores, no obstante parece por el texto de la norma antes indicada limitada al caso de fideicomisos revocables.

Conclusiones

Las dos fórmulas planteadas en este trabajo implican depositar un gran grado de confianza en la persona del fiduciario. Sin duda, la fórmula que implica el traspaso de la propiedad del bien implica un grado a un mayor de confianza.

Es muy importante para este tipo de fideicomiso en particular que se seleccione un fiduciario de cuya confiabilidad, honestidad y seriedad, el emisor o deudor no tenga la menor duda ya que .las funciones de este fiduciario incluirán tareas tan delicadas como determinar en que momento se ha dado realmente un evento de incumplimiento. Igualmente se espera del fiduciario una cierta habilidad para la parte relativa a la venta física del bien y la obtención de efectivo para satisfacer a los tenedores. En adición, a su habilidad como vendedor se requiere total transparencia y honestidad de manera que no se produzca ninguna situación de conflicto de interés real o aparente. Debe recordarse como he indicado anteriormente que "Si el fideicomitente no dispone lo contrario, se prohíbe a las empresas fiduciarias... C. Adquirir por si o por interpósita persona, los bienes dados en fideicomiso." (Articulo 28 del Decreto Ejecutivo 16)

Lo ideal es que todos los detalles difíciles de decidir, como por ejemplo: Determinar el momento del incumplimiento, atender las excepciones o defensas del emisor, si las hay, el trámite exacto para la venta de los bienes, todo ello debe ser contemplado, en el contrato de fideicomiso.

Nota: Trabajo preparado para seminario internacional organizado en Panamá por la Asociación de Abogados Internacionales y la Revista Trust & Trustees. Septiembre de 1998.

O P A

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

El diccionario de la Real Academia Española nos señala que el vocablo OPA proviene del quechua y significa bobo, sordo. En Argentina, Bolivia y Uruguay OPA significa tonto, idiota. Otra definición que nos brinda el diccionario es la de ¡opa! como "voz para levantar".

Definitivamente que la OPA a la que nos referiremos en estas breves y apretadas líneas puede tener mucha relación con el verbo levantar ya que la OPA, que son las siglas por las cuales se identifica la **oferta pública de compra o adquisición de acciones,** cada día más conocida en nuestro medio, sin duda, *levanta* pasiones (comerciales y financieras) y tiene, de seguro, muy poco de boba o tonta.

En Panamá la tenencia de acciones se mantiene limitada a pocas personas, ya que no hemos alcanzado la deseada e indispensable democratización del capital. En virtud de lo anterior, a las grandes mayorías el tema de las OPAS les puede parecer de poco interés, salvo por la curiosidad de ver grupos empresariales usualmente conservadores y deseosos de mantener sus operaciones en reserva discutiendo públicamente con pasión por la toma de control de empresas.

No obstante, seguir estos eventos exclusivamente por el morbo y de forma superficial, constituye una actitud equivocada y poco realista. Querámoslo o no las OPAS nos interesan a todos.

Hay -como señala el autor Morles Hernández- muchos intereses en juego. Hay en primer lugar, el interés nacional que se refleja con industrias que pasan a manos de extranjeros, hay un interés de la libre competencia que puede verse afectada por concentraciones económicas no deseadas, hay un interés de la empresa como productora de bienes y servicios y su incidencia en el interés de la economía nacional, hay el interés de los trabajadores, cuyo empleo y cuya seguridad social se pueden ver amenazados, hay el interés del mercado de valores como canal de democratización del capital y finalmente el interés de los accionistas minoritarios a quienes el cambio de control puede afectar.

Con tantos intereses en juego lo mejor es interesarse un poco por la OPA.

La oferta pública de adquisición o compra de acciones no tiene definición legal en la legislación panameña.

Oferta de compra es definida legalmente en el derecho panameño como: "Toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de adquirir valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud a inducir a una persona a hacer una oferta de venta contra el pago de una contraprestación."

El vocablo *público* no tiene definición legal en la normativa que regula el mercado de valores. En su definición según el diccionario es un adjetivo que significa: "notorio, patente, manifiesto, visto sabido por todos."

En Panamá, las ofertas públicas de compra de acciones son reguladas por los artículos 94 a 103 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores y por el Acuerdo No.7-2001 dictado por la CNV.

El artículo 94 del Decreto ley señala que: "**Toda persona**, incluyendo al emisor, **que en forma pública haga** en la República de Panamá **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, **deberá notificar a la Comisión y cumplir** con las disposiciones del presente **Título** y con **los acuerdos que dicte la Comisión** sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dicho documentos y sobre la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes."

La regulación de las OPAS, las cuales surgieron en Inglaterra, usualmente adopta una de dos corrientes.

Existen la **OPA obligatoria** de la cual el modelo inglés es el prototipo y **la OPA facultativa** de la cual el modelo emblemático es el federal norteamericano (Williams Act).

Un ejemplo típico de OPA obligatoria consiste en la norma jurídica española que dispone que: "toda persona...que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos acciones de una sociedad....cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación de Bolsa de valores.....para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de dichos valores...**no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición** en los términos previstos...."

Como se observa al compararlo con el modelo panameño antes citado son dos acercamientos distintos a un mismo tema.

En el primer ejemplo, el del caso panameño, aquella persona, incluyendo el emisor, que **decida por voluntad propia**, ya que ninguna norma jurídica la obliga, hacer la oferta pública de compra por los porcentajes establecidos en el artículo 94 antes citado, **debe notificar a la CNV** y seguir los lineamientos en materia de distribución y contenido de la información que por disposiciones legales y reglamentarias debe divulgar.

En el segundo supuesto, el caso español, inspirado a su vez en el sistema inglés, la mera pretensión de adquirir, independientemente de si es de forma privada o pública, la participación significativa, en los porcentajes que establece la legislación citada, da **lugar a la obligación de promover la OPA**.

Este distinto tratamiento no es casual. Responde a dos concepciones filosóficas distintas de cómo proteger a los accionistas minoritarios de las compañías públicas y a una visión diferente de lo que es el control y que puede o debe hacer con el control quien lo detenta.

La filosofía base de la OPA facultativa es que el control pertenece a su dueño individual y su dueño puede hacer con el control lo que guste. Existen excepciones creadas vía la jurisprudencia norteamericana que atañen a los accionistas que son a la vez directores y dignatarios de la sociedad afectada y quienes tienen unos llamados deberes fiduciarios que incluyen el deber de cuidado y el deber de lealtad.

En el campo de la OPA facultativa se estima que la misma cumple un importante papel de favorecer o facilitar los cambios de control. Lo que se busca como objetivo final es hacer más eficientes las compañías públicas y ello se logra con los reemplazos de administraciones por otras que se espera sean más eficientes. De esta forma ganan los accionistas y toda la economía de un país.

En términos menos teóricos, es evidente que con la OPA facultativa se facilitan los cambios de control si al oferente le cuesta menos dinero adquirir en control de la empresa. Y de seguro le costará menos si sólo tiene que comprar el control a quien lo detente y a nadie más.

La otra filosofía que prevalece en la regulación es la de la OPA obligatoria. Bajo esta figura el control es un activo social y hay que compartirlo entre todos los accionistas.

En sistemas como el español, antes indicado, se asegura lo que se entiende como una importante protección inicial y que consiste en que sea obligatorio efectuar la OPA. Dicho en otros términos, quien quiera adquirir el control de una empresa debe ofrecer adquirirlo de todos los accionistas y no sólo de aquéllos que detentan el control.

No obstante la evidente y sustancial diferencia entre ambos sistemas, los mismos comparten importantes puntos en común.

En efecto, una vez **dentro** de la OPA ya sea que se haya llegado a ella de forma facultativa u obligatoria, lo que todo sistema debe asegurar, y para ello se encomienda la labor a las Comisiones de Valores, es que todo accionista cuente con la debida información para tomar su decisión de vender o no. El accionista individualmente decide.

La protección al accionista dentro de la OPA se encuentra muy bien regulada en el sistema panameño que no tiene nada que envidiar a los sistemas más avanzados. Así por ejemplo, el accionista tiene facultad para revocar su aceptación hasta el último momento; el tiempo mínimo para la aceptación de la oferta es de 30 días, el oferente debe imprimir y distribuir un folleto informativo muy completo que debe responder entre otras a las siguientes interrogantes: ¿quién es el oferente?; ¿cuáles son sus planes?; ¿cómo piensa pagar?; ¿con qué piensa pagar? etc.; el sistema contempla la compra por el oferente a prorrata de todos los accionistas en caso de ser necesario, con lo que se elimina problemas a los accionistas; si el oferente mejora la oferta, debe extender la mejora a los accionistas que ya habían aceptado la oferta.

Los anteriores son hechos concretos que aseguran la protección a los todos los accionistas de empresas con acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores **una vez nos encontramos dentro del procedimiento de la OPA**.

¿Cuál sistema es mejor? Realmente depende a quién se le pregunte y de muchos factores muy complejos para trarlos aquí.

La OPA facultativa seguida en Estados Unidos responde a un mercado de valores bien desarrollado y con años de experiencia de todos sus actores, reguladores, inversionistas, tribunales de justicia y público en general. La OPA obligatoria ha tenido mejor difusión en Europa y en países latinoamericanos. Esta última es, sin duda, más fácil de entender, sin embargo, la OPA obligatoria no es la panacea.

En efecto como han afirmado los autores Easterbrook y Jarrell: "el sistema de la OPA obligatoria es una respuesta draconiana a un no-problema, que descansa en una serie de equívocos en cuanto a la realidad de las operaciones de cambio de control y que puede acabar generando perniciosos efectos económicos. Y aunque sea ésta una solución ardorosamente propugnada por los accionistas minoritarios, una visión global del fenómeno, que atienda también a los efectos indirectos que la misma inevitablemente provoca, permite dudar fundamentadamente sobre su capacidad para mejorar en modo alguno la situación de los accionistas en su conjunto."

En lo personal estamos bajo la fundada impresión de que los regulados panameños están convencidos de que en Panamá seguimos el sistema de OPA obligatoria y no la facultativa. Los dos casos ampliamente conocidos de OPA que se han dado desde mayo de 2000 han sido tratados como tal.

Estamos también convencidos que la aspiración de la gran mayoría de los accionistas (minoritarios) panameños es que la OPA sea obligatoria. Entendiendo por lo anterior y en términos concretos que si alguien pretende comprar el control de una empresa que tiene sus acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores tenga que ofrecer comprarle obligatoriamente a todos los accionistas y no sólo a los que detenten el control.

Lo anterior, sin embargo, no es lo que contempla la legislación actual, la cual en nuestra humilde opinión se encuentra en un estado bastante más avanzado que el resto del sistema y actores que debe regular.

En conclusión, estamos observando con casos divulgados en los medios, un fenómeno muy interesante que se sintetiza así: tenemos empresas valoradas localmente por debajo de su potencial. Personas desde fuera de nuestro sistema lo están viendo. Todos los problemas que nosotros los panameños percibimos que aquejan nuestra economía son completamente ignorados por compradores que están convencidos de que compran un buen producto a muy buen precio. Para nuestro mercado, de concretarse alguna OPA, los compradores están pagando mucho más de lo que localmente se le reconoce al valor afectado. Ambos, comprador y vendedor, creen estar en lo correcto.

Por lo anterior, hay razones concretas para estar optimistas. Un accionista de una empresa con sus acciones registradas en la CNV dispone hoy de mayor información sobre su compañía que nunca antes y la calidad y la cantidad de la información seguirá mejorando ya que todavía nos falta. La tendencia debe ser irreversible ya que la misma da seguridad a inversionistas locales y extranjeros y promueve el desarrollo del país.

Por razones de espacio resulta imposible tratar el tema tan interesante de la obligatoriedad de dirigir la OPA en caso de sociedad de mera tenencia o "holding" y lo que se ha dado por llamar el activo subyacente. Baste con señalar aquí que normas expresas en el derecho comparado contemplan esta obligación legal, la cual es cónsona con el sistema de OPA obligatoria. Nuestra legislación no señala nada al respeto. ¿Omisión involuntaria o voluntaria? Con la información que disponemos no sabríamos decirlo.

El tema digno de estudios más profundos y de mayor rigor científico requiere ser analizado detenidamente.

Nota: Las consideraciones personales expuestas por el autor no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores de Panamá ni de los funcionarios que en ella laboran. Publicado en La Prensa. Diciembre 2001.

LA COTIZACIÓN PÚBLICA DE ACCIONES
SUS VENTAJAS PARA LAS EMPRESAS Y LA COMUNIDAD

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Para la economía y bienestar general del país y los que lo habitamos es conveniente y necesario fomentar que la mayor cantidad posible de empresas sean empresas cuyas acciones se coticen públicamente.

En cuanto mayor sea la existencia de empresas que cotizan públicamente más fuerte será la economía y mayor debe ser (teóricamente) el bienestar general. Todo lo anterior gracias a que se logra una mayor participación del ciudadano en su devenir económico. El ciudadano deja de ser simple trabajador o profesional asalariado y entra a formar parte de los generadores de riquezas de las cuales él puede compartir ahora como accionista. Ejemplo claro lo tenemos hoy en la economía de los Estados Unidos de Norteamericana.

Evidentemente para que una comunidad pueda participar activamente en las ventajas del sistema se deben dar, entre muchos otros, dos elementos:

Primero: Que para la persona exista un excedente en sus ingresos del que pueda entonces pensar destinar un porcentaje al ahorro y a la inversión. En este punto para muchos puede resultar cínico y hasta cruel hablar de ahorros e inversión cuando existe la mitad de la población sumida en niveles inaceptables de pobreza. Para las personas en la situación antes descrita lo primero es subsistir y luego de alcanzada esta meta (para otros dada por segura), entonces puede hablarse de planes para el excedente. No obstante la anterior realidad, existe otro grupo de la población que dispone de ciertos recursos (algunos más, otros menos) y que podrían (de hecho lo son) ser canalizados al ahorro y a la inversión. Ciertamente algunos patrones culturales tendrían que cambiar para lograr una mejor cultura de ahorro. En cuanto a la inversión también se necesita mucha educación y confianza en reglas de juego claras, justas y transparentes. Aunque sea a largo plazo esta educación y familiarización con la inversión debe iniciarse a temprana edad de manera que se rompan temores y estereotipos de que el tema está reservado a ciertos grupos o círculos.

Segundo: Se necesita que las empresas se abran. Aquí hay otro problema cultural, bastante generalizado por cierto en nuestra América Latina. La empresa familiar o cerrada debe abrirse al público. Debe hacerlo por convencimiento propio de que de esta manera tiene mayores posibilidades de éxito y crecimiento.

Para incentivar a los empresarios que han optado por escoger la forma societaria (típicamente la sociedad anónima) como instrumento para llevar a cabo sus actividades comerciales, industriales o de cualquier naturaleza comercial, la legislación asegura una serie de importantes ***ventajas*** a las empresas que deciden cotizar sus acciones públicamente. Muchas otras ventajas son intangibles y las proporciona el propio mercado.

Obtención de ***fondos*** productos de la oferta pública. El dinero que se obtiene puede ser utilizado para propósitos como capital de trabajo, desarrollo, adquirir equipo, retirar deuda existente, adquirir otros negocios. Con cada una de estas actividades se contribuye al desarrollo de empresas productivas con lo cual se logra que el dinero fluya eficientemente de quienes les sobra a quienes les hace falta y que al recibirlo le darán (teóricamente) el mejor uso posible. Es evidente que esta es la función tradicional del negocio de banca, la diferencia fundamental (teórica) es el acceso directo al público por parte de quien busca los fondos sin la necesidad de acudir al intermediario. Supone lo anterior mejores condiciones de crédito.

Una oferta pública de acciones mejora la obtención de capital. El dinero que se obtiene se obtiene en ***términos más favorables***. Una vez que se crea un mercado público favorable y si la acción se desempeña satisfactoriamente se puede obtener capital del público e incluso privado de inversionistas institucionales a términos muchos mas favorables que en el tradicional financiamiento bancario. Sólo este punto es motivador suficiente para incentivar a las empresas a cotizar públicamente.

Permite ***expansiones o adquisiciones*** mediante canje de sus acciones. Sencillamente la empresa puede adquirir otros negocios sin tener que recurrir necesariamente al uso de efectivo. Si posee una acción cotizada públicamente puede hacer adquisiciones con sus propias acciones.

Puede atraer y retener ***mejor personal*** si puede ofrecer acciones que tiene un mercado público u opciones para comprar dichas acciones. Los empleados se convierten en accionistas o potenciales accionistas de la empresa para la cual trabajan. Mejora las relaciones de trabajo y la productividad. Si la acción que cotiza públicamente se desempeña satisfactoriamente y lo hará en la medida que el negocio funcione (gracias a sus empleados) el empleado tiene el potencial de obtener ingresos adicionales a su salario regular. Dicho ingresos se encuentran adicionalmente exentos del pago de impuesto sobre la renta.

Puede observarse un aumento en el ***prestigio*** de la empresa al tener sus acciones en manos del público. Los suplidores y los compradores (clientes en general) se convierten en accionistas y tiene entonces un intereses adicional en adquirir los productos o servicios de

la sociedad de la cual son accionistas. Esto debe ser de especial interés para sociedades que distribuyen productos de consumo.

Se les brinda ***liquidez*** a los propietarios y a los inversionistas profesionales. Es necesario para todo inversionista contar con una estrategia de salida que sea rápida y bastante segura. La sociedad cerrada es un activo sin mercado evidente. Salir de la misma puede ser más difícil. Por el contrario la acción cotizada públicamente debe en teoría tener un mercado listo para adquirirla. Dos factores deben tenerse en cuenta en este punto y son los problemas de mercados ilíquidos y acciones y que esta regla general de facilidad de disposición tiene limitaciones legales para las personas que detenten el control de la sociedad.

Puede permitir a los accionistas de la empresa a ***eliminar garantías personales*** a prestamistas. Una ventaja muy apreciada por los accionistas de la empresa es que a diferencia de la compañía cerrada, privada o familiar en la cual las personalidad jurídicas en ocasiones se confunden, por el propio manejo de los accionistas, la sociedad que cotiza sus acciones públicamente puede ayudar a evitar el uso de garantías personales de los accionistas. Las estadísticas demuestran que ninguna sociedad cotizada públicamente en la Bolsa de Nueva York ha sido desconocida o levantado el velo corporativo situación que ocurre con frecuencia en sociedades cerradas.

Hemos dejado para última una de las principales ventajas. La misma tiene relación con los puntos 1 y 2 antes mencionados. Nos referimos al ***aspecto fiscal***. De acuerdo a la legislación local para los efectos del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre dividendos y del impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de valores registrados en la Comisión siempre que dicha enajenación se dé a través de una bolsa de valores u otro mercado organizado. Este tratamiento fiscal es el que reciben los valores emitidos o garantizados por el Estado. La lógica detrás de la norma es incentivar que los inversionistas adquieran valores públicos. El Estado sacrifica ingresos fiscales pero como contrapartida la sociedad recibe una canalización más eficiente de recursos.

Estarán exentos del impuesto sobre la renta los intereses u otros beneficios que se paguen o acrediten sobre valores registrados en la Comisión y que, además sean colocados a través de una bolsa de valores o de otros mercado organizado. Esta es la excepción a la regla de que dichos intereses pagarían un impuesto sobre la renta. Lo que se hace necesario para que este tratamiento sea un eficiente motivador es que el estado vele que las personas que no cumplan con los elementos antes indicados deben pagar sus correspondientes impuestos. Solo así se observará la diferencia.

Indudablemente que todo derecho y beneficio conlleva obligaciones y responsabilidades. Las sociedades que cotizan públicamente pueden notar un incremento de obligaciones tales como obligación de develar información, puede alegarse que se pierde flexibilidad en el manejo de la compañía, pueden aumentar los gastos administrativos riesgos de demandas entre otros.

Hemos hecho énfasis en el tema de la cotización pública de acciones y no en la cotización de valores término más abarcador y que incluye entre otros los títulos de deuda como los bonos. Estos últimos tienen un mercado local bastante activo; sin embargo estimamos que si bien dan a la empresa y la comunidad algunas de las ventajas antes indicadas no tiene el alcance transformador que produce el incentivar que la mayor parte de personas participen como accionistas en las empresas productivas del país.

RÉGIMEN DE TENENCIA INDIRECTA DE VALORES EN LA LEGISLACIÓN DE VALORES PANAMEÑA

Por Oliver Oriel Muñoz Esquivel (*)
Ex - Asesor Legal de la CNV

A raíz de la entrada en vigencia de la Ley de Valores (Decreto Ley 1 de 1999), se ha incorporado a nuestro ordenamiento un novedoso régimen jurídico aplicable a los derechos de propiedad y otros derechos que dimanan de activos financieros depositados en cuentas de inversión con intermediarios bursátiles. Tales derechos reciben el nombre de "derechos bursátiles" y reúnen características propias de los derechos personales y reales.

Este nuevo régimen jurídico está basado en el sistema de tenencia indirecta contemplado en la Sección 5 de la Edición Revisada del Artículo 8 del Código de Comercio Uniforme de los Estados Unidos (mejor conocido como UCC, por sus siglas en inglés), el cual fue creado con la finalidad de reglamentar los derechos y las obligaciones de los intermediarios y los inversionistas que invierten en el mercado de valores de forma indirecta, a través de cuentas de custodia o inversión que mantienen con aquéllos.

Se trata de un sistema alternativo de tenencia de valores, que atiende a la realidad objetiva del funcionamiento de los mercados de valores en la actualidad, y su adopción no conlleva la derogación o eliminación del sistema tradicional de tenencia de valores representados mediante títulos o certificados físicos, que sigue aún vigente y que se encuentra regulado en Panamá por un conjunto de normas dispersas contenidas en los Códigos Civil y de Comercio (relativas a la cesión), y la Ley de Documentos Negociables (Ley 52 de 1917).

El régimen de tenencia indirecta contempla disposiciones específicas relativas a la creación o adquisición, traspaso o enajenación y constitución de gravámenes sobre activos financieros o valores que mantiene en custodia o depósito un intermediario en cuentas de inversión, ya sea por cuenta propia o a favor de sus clientes.

Los intermediarios legalmente autorizados para mantener depositados activos financieros o valores en una cuenta de custodia o inversión, tanto a nombre propio, como a favor de terceros son: (i) las centrales de valores (la única entidad que cuenta con este tipo de licencia es la Central Latinoamericana de Valores – LatinClear); (ii) los participantes o miembros de la central de valores (v.gr. casas de valores que mantienen una cuenta de custodia en LatinClear) y, (iii) las casas de valores y bancos que posean la correspondiente licencia expedida por la Comisión (sin perjuicio de que mantengan o no una cuenta de custodia en la central de valores).

Cuando un intermediario acredita posiciones en valores a favor de un cliente o inversionista en una cuenta de custodia, dicho cliente adquiere un derecho bursátil sobre dichas posiciones y, por ende, la condición de tenedor indirecto. Esto implica que el cliente adquiere no sólo la propiedad sobre los valores, sino también la facultad de ejercer los derechos dimanantes de los mismos; tal es el caso de los derechos al pago de dividendos o intereses y el derecho al voto.

APORTES DEL MERCADO DE VALORES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente.
Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)

La buena regulación y supervisión del mercado de valores aportan a un país, además de ventajas económicas -alternativa de financiamiento para las empresas y de rendimiento para el inversionista-, el fortalecimiento y mejora en la calidad de sus instituciones. En los países emergentes la carencia o debilidad de las instituciones es un freno al desarrollo.

La regulación y supervisión del mercado de valores se basan en principios positivos, propios del mercado y extraños a otros regímenes financieros, que mejoran la institucionalidad. Estos principios incluyen, *el principio de la igualdad y el trato justo, de transparencia, de rendición de cuentas, de protección al inversionista, de correcta formación de los precios, de reducción del riesgo sistémico y de innovación.*

El principio de la igualdad y el trato justo implica que todos los inversionistas, grandes o pequeños, tienen derecho a recibir información para la toma de decisiones. Este principio no dicta la eliminación ni de los riesgos, ni de las ventajas que producto del esfuerzo puedan tener algunos participantes. Sin embargo, al cumplirse, evita y sanciona a los participantes que tengan información confidencial que afecta el precio del valor y puedan tomar ventaja de negociar sin los mismos riesgos que deben sufrir los otros participantes.

El principio de la transparencia. Se exige a las empresas que piden dinero del público un actuar transparente. El regulador que exige transparencia debe predicar con el ejemplo, con lo cual, el regulador de valores, como muy pocos otros, se guía por el principio de transparencia en sus actuaciones. Ejemplos concretos: La adopción de códigos de ética y de conducta para el regulador. La forma como se adoptan las normas (consulta pública obligatoria), así como se contrata al personal, bienes y servicios.

El principio de rendición de cuentas requiere que el regulador informe cómo utiliza los recursos y que explique cómo desempeña sus funciones de supervisión.
El principio de protección al inversionista parte de la premisa que el mercado será sólido en la medida que se tenga inversionistas educados sobre sus derechos y deberes.

El principio de correcta formación de los precios. Se busca la capacidad de los mercados de asignar de manera socialmente útil los recursos financieros. Los precios de un valor, cuando el mercado de valores funciona bien, le indican al inversionista el destino más productivo para su ahorro.

El principio de reducción del riesgo sistémico al cumplirse reduce la posibilidad de que se produzcan insolvencias generalizadas entre los sujetos que actúan como intermediarios, con las consecuencias negativas que ello conllevaría, no sólo para las partes involucradas, sino para el sistema.

El principio de innovación se funda en la introducción de nuevas y mejores prácticas como: El imprescindible buen gobierno corporativo, el respeto a los derechos de las minorías, medidas de democracia participativa en la empresa pública (solicitudes de poderes de voto etc.), mecanismos modernos de negociación, de compensación y liquidación, la desmaterialización de valores.

¿Ente regulador promotor?. En los años setenta prevaleció la tesis. Hoy día el rol de los reguladores (creadores de reglas) y supervisores (vigilantes que dichas normas se cumplan) no es el de promotores. Esto último corresponde a la empresa privada.

El regulador no debe cruzar la línea de la objetividad y la independencia. De hacerlo, se generarían conflictos de interés que pueden dar una ilusión de un mercado floreciente cuando en realidad no lo hay. No se puede ser regulador y supervisor y al mismo tiempo mercadear productos concretos.

Lo anterior no quiere decir, que el regulador no pueda o deba trabajar en colaboración con la labor promotora de la empresa privada. Ejemplos de eventos pasados cumplidos: Giras de promoción internacional tipo Panamá Week, acuerdo sobre jurisdicción reconocida con El Salvador etc.. Y en el presente: La implementación, con el sector privado, del Programa de Educación al Inversionista que impulsa la CNV.

El regulador contribuye en la *promoción* del mercado: Creando regulación consultada que responda al interés colectivo y no individual, aplicando las reglas de forma justa y objetiva, castigando las violaciones a las normas como medida protectora del sistema, trabajando de forma expedita y profesional los trámites y educando al inversionista sobre el mercado, como sistema alternativo a otros como la banca.

La buena regulación y la supervisión son la mejor promoción. Brindan una fortaleza institucional que debe impregnar en el resto de las instituciones de un país como Panamá que tanto lo reclama. Un regulador fuerte y una buena supervisón implican integración y actuación en concierto con los mercados internacionales, lo contrario significa ostracismo y pobreza para la mayoría, aun cuando represente- quizás- riqueza para una selecta minoría.

Los países con buena regulación y supervisión de sus mercados son, ellos y sus habitantes, más prósperos que los que no la tienen.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

(*) Las posiciones reflejadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

EL CONTRATO DE PRENDA DE VALORES SUJETOS AL RÉGIMEN DE TENENCIA INDIRECTA EN PANAMÁ

Por Oliver Muñoz Esquivel
Ex – Asesor Legal de la CNV

Antecedentes

Este artículo aborda el tema de la prenda de valores sujetos al Régimen de Tenencia Indirecta, de conformidad con el Capítulo III, Título XI del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, mediante el cual se crea la Comisión de Valores y se regula el negocio de valores en la República de Panamá

El Capítulo III del Título XI del referido Decreto Ley crea un régimen especial de propiedad y otros derechos patrimoniales (denominados derechos bursátiles) sobre activos financieros llevados en cuentas de custodia por intermediarios.

Sin embargo, antes de entrar en materia, es conveniente, dar un breve repaso a los antecedentes y circunstancias que dieron lugar a la creación de este novedoso régimen patrimonial. 1

Antes de la entrada en vigencia del Decreto Ley 1 de 1999, el ordenamiento jurídico panameño en materia de valores estaba basado en el sistema tradicional o clásico de tenencia de valores, cuyos orígenes se remontan a la versión original del Artículo 8 del *Uniform Commercial Code* (en adelante, UCC) de los Estados Unidos de América. Dicho sistema se caracteriza porque los tenedores de valores mantienen una relación directa con el emisor de valores, ya sea porque su condición de tenedores de certificados de acciones o de títulos de deuda se encuentra debidamente acreditada en los libros de éste, o porque mantengan la posesión física de tales certificados o títulos. Este sistema se denomina "Sistema de Tenencia Directa de Valores".

El sistema de tenencia directa presupone lo siguiente: En primer lugar, la existencia de un certificado físico que acredita la titularidad sobre un determinado valor y, en segundo lugar, que no es sino a través de la transferencia física de dicho certificado que se logran adquirir o extinguir derechos patrimoniales sobre títulos valores.

Para finales de la década de los sesenta, las complicaciones asociadas con el traspaso de certificados físicos, producidas por el incremento en el número de participantes y de

1 Sobre este tema recomendamos el siguiente artículo: Jeanne L. Schroeder, *Is Article 8 Finally Ready This Time? The Radical Reform Of Secured Lending On Wall Street*, 1994 Colum. Bus. L. Rev. 291.

operaciones bursátiles efectuadas diariamente, trajo como consecuencia una grave crisis (*paper crunch*) para el sistema tradicional de tenencia directa de valores. Es así como surge la idea de desmaterializar los certificados o títulos sobre valores, con miras a facilitar su transferencia o traspaso.

En el año 1978 se realizan modificaciones significativas al Artículo 8 del UCC norteamericano. De un sistema de tenencia física de valores, se decide pasar a un sistema basado en certificados desmaterializados (*uncertificated securities*), en el que la transferencia de derechos patrimoniales se vería reflejada a través de anotaciones efectuadas en los libros de registro del emisor. La diferencia básica que existe entre este nuevo sistema y el de tenencia directa de valores es que en vez de endosar el certificado para su respectivo traspaso, se enviaba una instrucción al emisor para que éste procediera a registrar el traspaso en sus libros.

Sin embargo, el sistema previsto en la reforma de 1978 no tomó en cuenta que la mayoría de las transacciones sobre valores desmaterializados eran registradas mediante anotaciones electrónicas en las cuentas que los intermediarios (*securities intermediaries*) mantenían en centrales de custodia, compensación y liquidación de valores (*clearing corporations*). Esto trajo consigo la idea de pasar a un sistema que introdujera las nuevas realidades del mercado, donde la negociación de valores desmaterializados tiene como característica fundamental la participación activa de una serie de intermediarios, que mantienen dichos valores en cuentas de custodia establecidas mediante acuerdos con sus clientes (tenedores indirectos).

El Régimen de Tenencia Indirecta de Valores creado en Panamá a raíz del Decreto Ley 1 de 1999, tiene como fundamento la sección quinta de la última edición de 1994 del Articulo 8 del *Uniform Commercial Code* norteamericano. Este nuevo régimen de tenencia de valores regula la adquisición y transferencia de derechos patrimoniales (derechos bursátiles) sobre valores custodiados por un intermediario, así como el perfeccionamiento y ejecución de los derechos de prenda que se constituyan o puedan constituirse sobre los mismos.

Conceptos básicos

Algunos conceptos que serán esenciales para el estudio del contrato de prenda de valores sujetos al nuevo Régimen de Tenencia Indirecta de Valores son los siguientes:

Anotaciones en cuenta: modo de crear o extinguir derechos bursátiles sobre valores custodiados por un intermediario, entre ellos el derecho de prenda, de conformidad con lo establecido en los Capítulos II y III del Título XI del Decreto Ley 1 de 1999.

Activos Financieros: incluye todo valor, dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble que un intermediario mantenga en una cuenta de custodia a favor de una persona, si el intermediario y dicha persona han acordado reconocer dicho bien como un activo financiero sujeto al Título XI de este Decreto-Ley. En el presente artículo haremos referencia a este concepto y al de valores indistintamente.

Casa de valores: es toda persona que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia. Dicha expresión no incluye a los corredores de valores.

Central de valores: es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades:

- que mantenga registros de transacciones en valores con el propósito de compensar y liquidar derechos creados por dichas transacciones.

- que mantenga registros de traspasos de valores y de garantías otorgadas sobre éstos con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía de dichos valores.

- que mantenga certificados de valores depositados con el propósito de hacer posible el traspaso de dichos valores mediante el mecanismo de anotaciones en cuenta.

Cuenta de custodia: es toda cuenta llevada por un intermediario con el fin de acreditar y debitar activos financieros en virtud de un contrato mediante el cual el intermediario ha acordado establecer dicha cuenta a favor de un tenedor indirecto para que la cuenta y los activos financieros acreditados en ella queden sujetos al régimen de tenencia indirecta establecido en el Título XI del Decreto Ley 1 de 1999.

Derechos bursátiles: es el conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los derechos de propiedad y los derechos de prenda, que tenga un tenedor indirecto con respecto a valores custodiados por un intermediario. Entre ellos se encuentran los derechos económicos (tales como la obtención del pago de dividendos por acciones y las distribuciones que haga un emisor de títulos de deuda), y otros derechos corporativos (que incluyen el derecho al voto y cualesquiera otros que deriven de la legítima tenencia de los valores custodiados por un intermediario).

Intermediario: es toda persona debidamente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para mantener valores en cuentas de custodia.

Poder de dirección: de conformidad con el artículo 162 del Decreto Ley 1 de 1999, se considera que una persona ha adquirido o ejerce poder de dirección con respecto a un derecho bursátil sobre un activo financiero, cuando se dé alguna de las siguientes circunstancias:

Si dicha persona adquiere la calidad de persona legitimada,

Si el intermediario acuerda cumplir con instrucciones de dicha persona relativas al traspaso, la disposición o el gravamen de dicho derecho bursátil sobre dicho activo financiero sin el consentimiento del tenedor indirecto.
Si el tenedor indirecto otorga derechos bursátiles sobre activos financieros al intermediario con quien mantiene dichos activos financieros, se entenderá que el intermediario ejerce poder de dirección sobre éstos.

Persona legitimada: es el tenedor indirecto que aparezca en la cuenta de custodia mantenida por un intermediario.

Tenedor Indirecto: es toda persona a quien un intermediario haya reconocido derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de custodia mediante anotación en ésta.

Definición del Contrato de Prenda

El contrato de prenda de valores sujetos al Régimen de Tenencia Indirecta o, en otras palabras, valores custodiados por un intermediario, es aquel en el que una persona (que recibe el nombre de deudor prendario) constituye un derecho de prenda sobre valores custodiados por un intermediario en una cuenta de custodia (que recibe el nombre de derecho bursátil), ya sea a favor de éste o de un tercero (denominado acreedor prendario o prendahabiente), para garantizar el cumplimiento de una obligación principal.

Características del Contrato de Prenda

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 194 del Decreto Ley 1 de 1999, el contrato de prenda sobre valores custodiados por un intermediario reúne la siguientes características:

Es un contrato accesorio, pues depende de la existencia de una obligación principal, ya sea presente o futura.

Es un contrato formal, pues deberá constar por escrito, salvo en el caso de la prenda legal a favor del intermediario. (Véase la sección VI de este artículo, Prenda Legal a Favor del Intermediario)

Cabe señalar que según dispone el artículo 186 del Decreto Ley 1 de 1999, salvo acuerdo en contrario entre el intermediario y el tenedor indirecto, el intermediario no podrá gravar o comprometer los activos financieros que mantenga bajo custodia.

Es un contrato bilateral, pues del mismo surgen derechos y obligaciones para el acreedor y el deudor prendario.

Es factible que un intermediario que mantiene los valores objeto de prenda en una cuenta de inversión o cuenta de custodia también forme parte del contrato de prenda celebrado entre uno de sus clientes (tenedor indirecto) y un tercero (acreedor prendario). Esta circunstancia vendría a asegurar la adecuada configuración del "poder de dirección" a favor del acreedor prendario, el cual, como veremos más adelante, es un requisito imprescindible para el perfeccionamiento del derecho de prenda.

Por otro lado, es importante señalar que la anotación y el traspaso del derecho de prenda de valores custodiados por un intermediario se realiza a través de la central de valores en la que el intermediario mantenga su respectiva cuenta de custodia. La central de valores tampoco es parte fundamental del contrato de prenda; sin embargo, su actuación dentro del contexto de esta especial modalidad de contratación es importante para el adecuado perfeccionamiento y posterior ejecución del derecho de prenda.

Puede recaer sobre valores determinados o determinables, existentes al momento de su constitución o que sean adquiridos con posterioridad a ello, según los parámetros establecidos en el contrato. En este último caso, bastará la identificación que se haga por categoría o clase, por cantidad, por medio de fórmula o procedimiento matemático o por cualquier otro método que permita la identificación objetiva de los derechos o los bienes que son objeto de la prenda.

Puede recaer sobre determinados derechos bursátiles o sobre todos los derechos bursátiles dimanantes de los valores que forman parte de una cuenta de custodia. En tal sentido, el artículo 194 contempla el denominado *principio de divisibilidad* de los derechos bursátiles sobre valores custodiados por un intermediario, cuando señala que "la prenda que se constituya o se perfeccione sobre una cuenta de custodia alcanzará a todos los derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto con respecto a activos financieros en dicha cuenta, pero la que se constituya o perfeccione sobre derechos bursátiles que tenga un tenedor indirecto respecto de ciertos activos financieros específicos no alcanzará a los demás derechos bursátiles que tenga el tenedor indirecto sobre otros activos financieros en dicha cuenta de custodia".

Perfeccionamiento del Contrato de Prenda

Según el Decreto Ley 1 de 1999, para que un derecho de prenda sobre valores custodiados por un intermediario quede debidamente perfeccionado y sea oponible a terceros, es preciso que el acreedor prendario adquiera "poder de dirección" sobre los derechos o bienes que son objeto de la prenda. Esto a diferencia de la tradicional prenda civil (Artículo 1554 y subsiguientes del Código Civil de la República de Panamá) o mercantil (Artículo 814 y subsiguiente del Código de Comercio de la República de Panamá), en donde es imprescindible el desplazamiento de la tenencia de los bienes objeto de prenda para que ésta se constituya válidamente y tenga eficacia jurídica frente a terceros.

El concepto de "poder de dirección" (denominado "control" por la última edición de 1994 del Artículo 8 del UCC) es sin duda uno de los pilares fundamentales del Régimen de Tenencia Indirecta de Valores en el Decreto Ley 1 de 1999.

De conformidad con el artículo 162 del precitado Decreto Ley, para que una persona (acreedor prendario, para los efectos de este artículo) adquiera poder de dirección sobre valores custodiados por un intermediario, es preciso que se dé alguna de las siguientes circunstancias:

Que éste adquiera el carácter de persona legitimada, apareciendo como tenedor indirecto en la cuenta de custodia, o;

En caso de existir un acuerdo expreso entre el intermediario y el tenedor indirecto de los valores custodiados por aquél, en virtud del cual se le otorguen al intermediario facultades amplias y suficientes para acreditar valores en la cuenta de custodia, sin requerir autorización previa del tenedor indirecto. Este tipo de convenios es comúnmente utilizado en la contratación bursátil, y se le conoce como acuerdos marginales (*margin agreements)*.

La posibilidad de adquirir "poder de dirección" para el perfeccionamiento del contrato de prenda descansa en la premisa de que el acreedor prendario logre satisfacer una serie de requisitos que le permitan disponer de los valores objeto de prenda en caso de incumplimiento del deudor prendario; de tal manera que éste no pueda llevar a cabo ningún acto de disposición sucesiva sobre los mismos.1

Cuando el intermediario no forma parte integral del contrato de prenda, es preciso que se le comunique la existencia del contrato de prenda celebrado entre el tenedor indirecto y el acreedor prendario, a fin de que éste adquiera debidamente el poder de dirección sobre los valores objeto de prenda, y quede habilitado para disponer de dichos valores en caso de

1 Joseph B. C. Kluttz et al, *How To Be Secure When Your Collateral Is A Security: A Guide To The Creation And Perfection Of Security Interests In Investment Property Under The 1994 Revisions To The Uniform Commercial Code*, 4 N.C. Banking Inst. 183 (2000).

incumplimiento del deudor. Esto resulta además relevante para la determinación del orden de prioridad en aquellos casos en que concurran dos o más créditos prendarios sobre un mismo valor dado en prenda.

Perfeccionamiento de la Prenda Legal a Favor del Intermediario

Según el artículo 194 del Decreto Ley 1 de 1999, el tenedor indirecto que adquiera un derecho bursátil sobre un activo financiero a través de un intermediario, y como resultado de ello, quede obligado a pagar el precio de compra al intermediario, si el intermediario acreditó dicho activo financiero en la cuenta de custodia del tenedor indirecto, queda constituida una "prenda legal" a favor del intermediario sobre los derechos que adquiera el tenedor indirecto en dicho activo financiero acreditado a su cuenta de custodia con el fin de garantizar el precio de compra.

No se requerirá el otorgamiento de un contrato para la constitución de la prenda legal a favor del intermediario, y la misma quedará perfeccionada automáticamente y será oponible a terceros desde el momento en que se den los hechos que ocasionen su constitución. En consecuencia, la prenda a favor del intermediario que acredita activos financieros en una cuenta de custodia no requiere de formalidades contractuales y se perfecciona *ipso iure*, esto es, de pleno derecho.

No obstante, si el tenedor indirecto no le adeuda al intermediario el precio de compra de los valores, el intermediario no está facultado para gravar libremente los mismos. Para poder realizar este tipo de operaciones, el intermediario deberá haber celebrado previamente un acuerdo con el tenedor indirecto de los valores, o haber recibido instrucciones expresas del tenedor indirecto, tal como dispone el artículo 186 del Decreto Ley 1 de 1999.

B. Perfeccionamiento de la Prenda a Favor de un Tercero

Veamos el ejemplo de una situación en la que el acreedor prendario no es el propio intermediario, sino un tercero: Un inversionista panameño (en adelante, el inversionista), posee 500,000 acciones de la empresa ABC, una sociedad emisora panameña debidamente registrada ante la Comisión Nacional de Valores, cuyas acciones se negocian a través de la Bolsa de Valores de Panamá. Las acciones están acreditadas a nombre del inversionista en una cuenta de inversión que éste mantiene con la casa de valores XYZ Brokers.

El inversionista necesita efectivo para financiar sus operaciones comerciales, por lo que celebra un contrato de préstamo con garantía prendaria sobre valores con Banco Listo, otorgando a éste un derecho de prenda sobre las 500,000 acciones de su propiedad. Por su

parte, Banco Listo mantiene su cartera de acciones de ABC en una cuenta de valores con Listo Brokers, una casa de valores perteneciente al Grupo Listo. A su vez, Listo Brokers mantiene acreditados dichos valores en una cuenta de custodia que mantiene con una central de valores denominada Central Clear, en la que mantiene un monto total de 100,000 acciones de la empresa ABC a nombre de sus clientes. Ambos intermediarios, a saber, XYZ Brokers y Brokers Listo, mantienen cuentas de custodia con la misma central de valores: Central Clear.

Cuando el inversionista solicita el préstamo a Banco Listo, éste le exige que gire instrucciones a su intermediario (XYZ Brokers), a fin de que las 500,000 acciones sean debitadas de su cuenta de custodia en XYZ Brokers y acreditadas en la cuenta de custodia que Banco Listo mantiene con Listo Brokers. El traspaso de estos derechos ocasiona, por un lado, un débito de 500,000 acciones para la cuenta de custodia que XYZ Brokers mantiene con Central Clear, y por el otro, un crédito de 500,000 acciones para la cuenta de custodia que Banco Listo mantiene en Central Clear, lo que redunda en un incremento de su cartera de activos financieros en Central Clear a un total de 600,000 acciones.

Esta operación de traspaso sirve para ilustrar claramente el momento en que se perfecciona el derecho de prenda sobre valores custodiados por un tercero. En el presente caso, Banco Listo perfecciona su derecho de prenda sobre las 500,000 acciones de ABC desde el momento en que XYZ Brokers gira instrucciones a Central Clear para que acredite dichos valores en la cuenta de custodia de Listo Brokers.

Como se ha dicho, el traspaso así efectuado no crea un derecho de propiedad o un cambio en la titularidad de las acciones dadas en prenda, sino un derecho bursátil de prenda a favor de Banco Listo, que podrá ser ejecutado por éste en caso de incumplimiento de las obligaciones establecidas en el contrato de prenda.

Rol de una Central de Valores

Las centrales de valores no son parte esencial del contrato de prenda suscrito entre un deudor prendario y un acreedor prendario (ya sea que se trate del propio intermediario que mantiene dichos valores en una cuenta de custodia o de un tercero).

En la República de Panamá existe una única central de valores, a saber: la Central Latinoamericana de Valores (*Latin Clear*, en lo sucesivo), sociedad anónima de capital privado autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para realizar este tipo de actividad mediante Resolución No. CNV-68-97 del 23 de julio de 1997.

Latin Clear mantiene un Reglamento de Operaciones que ha sido suscrito por todas aquellas casas de valores que participen en ella. De acuerdo a este Reglamento, cada casa

de valores mantendrá una cuenta de custodia maestra con *Latin Clear*, que estará integrada por una o más cuentas de custodia, en donde se anotan las transacciones que la casa de valores realice en nombre propio (cuentas propias) o en beneficio de terceros (cuentas de terceros), así como aquéllas en las que ésta adquiera el carácter de acreedor prendario o en las que actúe como simple custodio de valores dados en prenda (cuentas de prenda).

A través de *Latin Clear*, las casas de valores llevan el registro de los traspasos realizados de una cuenta a otra (incluso dentro de una misma cuenta maestra), así como la anotación de las garantías otorgadas sobre dichos valores, con el propósito de establecer derechos de propiedad y de garantía (prenda) sobre los mismos.

Cuando una casa de valores da instrucciones a *Latin Clear* para que realice el traspaso de valores a una cuenta de prenda, ya sea que se trate de una cuenta de prenda del propio intermediario o de otra casa de valores, el simple traspaso da lugar a la adquisición de un derecho de prenda sobre los mismos a favor del acreedor prendario. El traspaso de los valores, sin embargo, no da lugar a adquisición de derechos de propiedad. Por consiguiente, la propiedad de los valores traspasados a una cuenta de prenda seguirá siendo del participante que la constituye.

Veamos un ejemplo que ilustra el modo de actuación de una central de valores en el contexto de un contrato marginal de prenda: A fin de acreditar valores en la cuenta de custodia de su cliente XYZ, la casa de valores ABC, debidamente autorizada en virtud de un acuerdo marginal suscrito entre ambos al momento de la apertura de la cuenta, gira instrucciones a *Latin Clear* para que realice el traspaso de dichos valores que se encuentran en su cuenta propia hacia su cuenta de prenda, en donde se dejará constancia del beneficiario de los mismos (XYZ). Como resultado del traspaso, ABC adquiere el carácter de acreedor prendario y XYZ el de deudor prendario. Sin embargo, ABC no adquiere el derecho de propiedad sobre los valores traspasados, sino un derecho prenda (derecho bursátil) sobre los mismos.

La actuación de *Latin Clear*, en el contexto de un contrato de prenda, se limita simplemente a recibir instrucciones de sus participantes relativas a la anotación del traspaso de valores a una cuenta de prenda, o a la liberación de dichos valores de las respectivas cuentas de prenda a las que han sido previamente traspasados. Los valores que sean mantenidos en cuentas de prenda deberán ser traspasados y liberados de las cuentas por las casas de valores participantes de conformidad con los términos y condiciones establecidos en los contratos de prenda celebrados entre éstas y sus respectivos clientes (*margin agreements*).

Por último, conviene recordar que *Latin Clear* constituye en sí mismo un intermediario de valores en relación con las casas de valores participantes, pues ejerce la custodia de los

valores que éstas mantienen en cuentas propia. En este sentido, tal como disponen el artículo 194 del Decreto Ley 1 de 1999 y la sección 9.08 del Reglamento de Operaciones de *Latin Clear*, existe una prenda legal en favor de *Latin Clear* para garantizar las obligaciones asumidas por las casas de valores participantes de pagar sus saldos monetarios con *Latin Clear*, quedando ésta facultada para traspasar dichos valores (incluyendo, traspasar en propiedad o para crear derechos bursátiles de prenda).

Orden de Prelación

El concepto de prelación de créditos con garantía prendaria sobre valores sujetos al régimen de tenencia indirecta, que se encuentra establecido en el artículo 194 del Decreto Ley 1 de 1999, encuentra su base fundamental en la sección 8-511 de la Edición Revisada de 1994 del UCC.1

Según el artículo 194 del Decreto Ley 1 de 1999, en caso de que concurran dos o más créditos con respecto a un mismo activo financiero dado en prenda, todos los acreedores prendarios tendrán igual prelación. No obstante, la ley establece una regla especial de prelación cuando la prenda ha sido otorgada por un deudor al intermediario con quien mantiene la cuenta de custodia, en cuyo caso el intermediario tendrá prelación sobre la prenda otorgada por dicho deudor a otro acreedor prendario, y podrá cobrarse su crédito con los valores acreditados en la cuenta de custodia del cliente

Como consecuencia de la prenda legal establecida a favor de un intermediario, es obvio que éste tendrá prioridad frente a otros acreedores (incluyendo otros acreedores prendarios) al momento de reclamar su crédito respecto del tenedor indirecto para el que mantenga una cuenta de custodia. Cabe recordar que la prenda legal sobre valores acreditados por un intermediario en una cuenta de custodia surge de pleno derecho, por lo que no requiere de la existencia de un contrato para su perfeccionamiento.

1 § 8-511. PRIORITY AMONG SECURITY INTERESTS AND ENTITLEMENT HOLDERS.
(a) Except as otherwise provided in subsections (b) and (c), if a securities intermediary does not have sufficient interests in a particular financial asset to satisfy both its obligations to entitlement holders who have security entitlements to that financial asset and its obligation to a creditor of the securities intermediary who has a security interest in that financial asset, the claims of entitlement holders, other than the creditor, have priority over the claim of the creditor.
(b) A claim of a creditor of a securities intermediary who has a security interest in a financial asset held by a securities intermediary has priority over claims of the securities intermediary's entitlement holders who have security entitlements with respect to that financial asset if the creditor has control over the financial asset.
(c) If a clearing corporation does not have sufficient financial assets to satisfy both its obligations to entitlement holders who have security entitlements with respect to a financial asset and its obligation to a creditor of the clearing corporation who has a security interest in that financial asset, the claim of the creditor has priority over the claims of entitlement holders.

Ahora bien, supongamos que quien cae en estado de insolvencia es la propia casa de valores. En este caso, ¿quien tendrá prioridad al momento de cobrar su crédito: el cliente de la casa de valores (tenedor indirecto) que mantiene en ella una cuenta de inversión, o el acreedor prendario de la casa de valores (que puede ser una central de valores o un tercero)?

Conviene recordar en este punto que, según el artículo 185 del Decreto Ley 1 de 1999, constituye una obligación esencial del intermediario adquirir y mantener activos financieros en cantidad suficiente para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que con respecto a dichos activos financieros hubiese reconocido a tenedores indirectos en cuentas de custodia. Así, de conformidad con el artículo 179, siempre que sea necesario satisfacer todos los derechos bursátiles (incluyendo el derecho de prenda) que un intermediario haya reconocido con respecto a un activo financiero en cuentas de custodia, todos los derechos que tenga dicho intermediario en dicho activo financieros estarán sometidos al siguiente régimen:

Son adquiridos a título fiduciario por el intermediario a nombre y beneficio de los tenedores indirectos.
No son parte del patrimonio personal del intermediario,
No podrán ser secuestrados, gravados o embargados, si de otro modo estan sujetos a reclamos o acciones.1

En atención a lo anterior, el numeral 1 del artículo 244 dispone que "los activos financieros de intermediarios en la medida en que dichos activos financieros sean necesarios para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que el intermediario haya reconocido en cuentas de custodia con respecto a dichos activos financieros" no forman parte de la masa de la liquidación de una casa de valores.

Por su parte, el artículo 245 establece que en aquellos supuestos en los que un intermediario no mantenga suficientes activos financieros para satisfacer todos los derechos bursátiles reconocidos en las cuentas de custodia a favor de sus tenedores indirectos, todos los activos financieros de dicha clase que tenga el intermediario se

1 Esta disposición está fundamentalmente orientada por la Sección 8-503 (a)de la edición de 1994 del UCC, que es del siguiente tenor: § 8-503. PROPERTY INTEREST OF ENTITLEMENT HOLDER IN FINANCIAL ASSET HELD BY SECURITIES INTERMEDIARY. (a) To the extent necessary for a securities intermediary to satisfy all security entitlements with respect to a particular financial asset , all interests in that financial asset held by the securities intermediary are held by the securities intermediary for the entitlement holders , are not property of the securities intermediary, and are not subject to claims of creditors of the securities intermediary, except as otherwise provided in Section 8-511 .

excluirán de la masa de liquidación según el artículo 179, y estarán a disposición de los tenedores indirectos a quienes el intermediario hubiese reconocido derechos bursátiles en las cuentas de custodia. Los activos financieros excluidos serán distribuidos a prorrata entre los tenedores indirectos para cada tipo de activo financiero registrado a nombre del intermediario. Cualquier faltante en activos financieros será un reclamo del tenedor indirecto contra la masa de liquidación, el cual gozará de la primera posición dentro del orden de prelación establecido en el artículo 249 del Decreto Ley 1 de 1999.

Sobre este mismo punto, la jurisprudencia norteamericana ha tenido oportunidad de pronunciarse a la luz de lo dispuesto en la sección 8-511 del UCC. En el caso *Nathan W. Drage, P.C. v. First Concord Securities, Ltd et al.*1, Nathan Drage, P.C. (en adelante, Drage), tenedor indirecto de valores mantenidos en una cuenta de inversión con la casa de valores First Concord Securities, Ltd. (en adelante, FCS), interpuso una demanda en contra de la casa de valores y del acreedor prendario de ésta (M&T Bank), quien ante la insolvencia de FCS procedió a ejecutar los valores otorgados en prenda, dentro de cuales se encontraban los valores de la cuenta de Drage.

Por último, luego de reconocer que FCS había infringido su obligación con Drage de no traspasar o gravar los valores mantenidos en su cuenta de custodia sin autorización expresa, la corte concluyó que "la sección 8-511 no determina los derechos del acreedor prendario a quien un intermediario de valores otorga valores en prenda sin autorización de su tenedor indirecto". A juicio de la corte, "para que el reclamo de un tenedor indirecto sea efectivo frente a un acreedor prendario que ejerce poder de dirección, es preciso que el tenedor indirecto demuestre la existencia de un fraude concertado entre el intermediario y el acreedor prendario". En consecuencia, "el crédito del acreedor prendario que ejerce poder de dirección tiene prioridad sobre el crédito del tenedor indirecto".

Ejecución de la Prenda

De conformidad con el Decreto Ley 1 de 1999, el acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda, según se haya acordado en el correspondiente contrato. Si no existe acuerdo entre las partes, el acreedor prendario podrá disponer de los derechos o bienes dados en prenda en el mercado, sin requerirse avalúo.

La disposición de los derechos o bienes dados en prenda en el mercado puede dar lugar al traspaso efectivo de los mismos a la cuenta propia de valores del acreedor prendario, quien podrá disponer su venta en el mercado u otorgar derechos de prenda sobre los mismos.

1 Véase 39 U.C.C. Rep. Serv. 2d 853 (N.Y. Sup. Ct. 1999)

INSTITUTION BUILDING
DESARROLLO DE CAPACIDAD INTERNA PARA TRATAR CON TENDENCIAS EN MERCADOS DE VALORES EMERGENTES.

Carlos Barsallo
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

I. Introducción

1. ¿Qué es institution building?
2. Institution building y mercado de valores en mercados emergentes

II. ¿Cómo se pueden desarrollar instituciones sólidas, eficientes y eficaces en mercados de valores emergentes? Algunas lecciones aprendidas.

1. Deben existir los líderes motivados.
2. Debe existir una adecuación legal y reglamentaria.
3. Deben tenerse en cuenta las necesidades de todos los sectores.
4. Se debe nivelar el campo (level de playing field).
5. Se debe proteger al inversionista y fomentar y fortalecer las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores.
6. Se debe tener un regulador de valores motivado, con una clara misión y visión, y sobre todo independiente.
7. Se deben mejorar las normas de contabilidad y de auditoria.
8. Se deben mejorar las normas sobre gobierno corporativo de las empresas públicas.

III. Algunos temas propios de los mercados de valores emergentes.

1. La ausencia de intermediarios
2. Problemas de infraestructura

IV. Stakeholders

1. Gobierno (Ejecutivo, Legislativo, Judicial)
2. Regulador
3. Emisores
4. Intermediarios
5. Inversionistas
6. Opinión pública (press)

V. ¿Qué puede hacer el regulador de valores de un mercado emergente?

I. Introducción.

1. ¿Qué es institution building?

El término institución tiene características especiales. Hay tres elementos que sobresalen en el concepto institución: 1. Prescripción de normas de comportamiento. 2 Su observancia y continuidad por un periodo relativamente largo de tiempo y que son normas independientes de los individuos y 3. Que son normas aplicables tanto a grupos pequeños como a una sociedad entera.

La principal característica de una institución es su carácter normativo que se encuentra reflejado en sus valores y en que hace un impacto en una parte pequeña o grande de la sociedad.
Pero las instituciones no son sólo leyes, son todos aquellos elementos que conforman lo que consideramos las reglas de juego de una organización, sociedad o país. Los usos y costumbres no reglamentadas y la idiosincrasia de un pueblo también son instituciones.

No hay una definición aceptada del término institution building. Se puede intentar definir como el proceso de construir capacidad interna de una organización como un sistema total que envuelve el desarrollo de valores y normas relevantes para alcanzar sus metas, jugando su papel de forma efectiva con énfasis en la calidad y la excelencia.

Esta definición es igualmente aplicable al desarrollo institucional. En adición, el construir un desarrollo institucional envuelve el proceso de transformar una organización en desarrollo en una parte integrada y organizada de una comunidad de una manera en que ayude a la organización a jugar un rol pro activo promoviendo nuevos valores y convirtiéndose en una agente de cambio en la comunidad. Esta transformación toma tiempo y en algunos casos nunca se logra.

Después que una organización es fundada y ha encontrado un nicho para si, el proceso de transformación envuelve al menos tres procesos específicos y una serie de subprocesos y acciones.

Los tres procesos específicos son:

a) Desarrollo de procesos que implica la creación de una cultura institucional, con su etapa de reclutamiento, toma de decisiones, estructuras y liderazgo.

b) Institucionalización de los procesos que incluye el diálogo, la diseminación de las ideas, y

c) Renovación de los procesos que incluye el cambio de liderazgo, las salidas y la eventual redefinición de la misión.

2. Institution building y mercado de valores en mercados emergentes

El término mercados emergentes fue acuñado por la Corporación Financiera Internacional (CFI) del Banco Mundial a inicio de los años 80. Los mercados emergentes se ubican en países que están en un proceso de industrialización. Se caracterizan por tener un producto interno bruto per capita más bajo que en países desarrollados. De los 130 países que la comunidad financiera internacional generalmente considera que son mercados emergentes o países en desarrollo, aproximadamente 40 tienen mercados de acciones.

Los mercados emergentes se convirtieron en la nueva frontera para la inversión global a finales de los años 80. Se observaron rendimientos espectaculares a inicios de los años 90 para sufrir luego de una alta volatilidad y rendimientos decepcionantes. Estos mercados parecen pasar de un periodo de una intensa crisis a otra con etapas intermedias.

No obstante la tendencia internacional a propiciar el desarrollo de los mercados de valores en los países en desarrollo, no todos los países necesitan un mercado de valores y en muchos casos es preferible la integración regional (siempre que lo permitan la transferibilidad de monedas y el marco reglamentario).

Muchos países no cuentan con la infraestructura física, reglamentaria o financiera mínima ni con la masa crítica de emisores e inversionistas privados como para que un mercado organizado sea útil.

En los países con bajo desarrollo económico, social y político, el establecimiento de un mercado de valores es una situación complicada, ya que la poca consolidación de industria y empresas de gran capacidad en el mercado no dan la medida que se necesita para implementarlo, fortalecerlo y hacerlo perdurable.

En general se necesita desarrollar instituciones sólidas, eficientes y eficaces para el éxito sostenible de un mercado de valores en un mercado emergente.

II. ¿Cómo se pueden desarrollar en los mercados de valores en mercados emergentes instituciones sólidas, eficientes y eficaces? Algunas lecciones aprendidas.

1. Deben existir los líderes motivados.

Si bien la meta es establecer instituciones duraderas que no dependan precisamente de individuos en particular, no se puede desconocer la importancia de las personas para el desarrollo y mantenimiento de las instituciones. Hay que reclutar la gente correcta a todos los niveles y en todas las etapas.

Se necesita que personas tanto del sector público como del sector privado que inspiren la suficiente confianza trabajen juntas de forma armónica y con una misma meta. Un Ministerio de Hacienda o de Economía, coordinado con el sector privado representado por una bolsa o asociación de intermediarios, son aliados indispensables tanto al inicio como en la evolución permanente de la institución.

Los agentes y grupos comerciales nacionales a menudo son las voces más poderosas en la reforma reglamentaria e institucional. Aunque los gobiernos son en última instancia los responsables de dar forma al marco reglamentario y, en alguna medida, al marco institucional de los mercados de valores y son quienes toman las decisiones, el impulso para modificar la política oficial cada vez procede más de agrupaciones nacionales como las asociaciones de banqueros, las agrupaciones de corredores de valores, las asociaciones comerciales de contables, las empresas emisoras y otras similares.

De todos los involucrados se requiere mucha energía, determinación y autoridad. Lo más difícil en el inicio puede darse en la parte política. Los cambios que genere el desarrollo del mercado de valores no son necesariamente ni rápidos ni espectaculares por lo cual el sector público y político tiene que tener una gran visión de estadista. Es probable que una administración en particular no pueda ver resultados concretos, ni mucho menos recompensas políticas inmediatas por su trabajo. Puede suceder que le corresponda a una administración sentar las bases institucionales, de las cuales otro grupo político obtendrá, eventualmente, beneficios políticos, en caso de darse estos.

El compromiso firme y sostenido del gobierno es crucial para el éxito del mercado de valores. Esto comprende desde un diseño cuidadoso del nuevo sistema y la nueva institución, es decir su estructura, pasa por la redacción de la legislación y la supervisión del sistema mediante el establecimiento de un regulador dotado del personal necesario y capacitado, es decir los líderes y responsables directos de la ejecución del proyecto.

2. Debe existir una adecuación legal y reglamentaria.

La segunda medida a tomar suele ser la reforma o creación total del marco legislativo básico.

En esta primera medida se combinan dos necesidades fundamentales. Por una parte, los típicos aspectos técnicos que generalmente se obtienen en mercados emergentes con transferencia de conocimientos de consultores y expertos provenientes de mercados desarrollados. Esta etapa es crucial ya que con ella se sientan las bases sólidas de la institución. Es necesaria, o al menos conveniente, una firme decisión de guiarse por comprobados y aceptados principios internacionales como por ejemplo los fijados por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Esto es de gran ayuda al ahorrar tiempo y esfuerzo en una área donde existe un gran caudal de información ya validada por la experiencia de mercados desarrollados.

Se debe ser realista sobre la asistencia que puedan brindar consultores y asesores extranjeros. Estas personas pueden cumplir una función significativa en el diálogo con los gobiernos, pero es muy importante que el sector privado nacional participe en las conversaciones sobre el desarrollo del mercado para ayudar a formular una política eficaz y aplicable.

El interés comercial a largo plazo de los agentes del mercado puede coincidir con el interés social más general, pero a menudo los intereses comerciales entrañan una combinación de presiones de política convenientes y poco convenientes. En muchos casos, un agente externo, asesor o consultor, puede desempeñar el papel de intermediario imparcial para reducir las diferencias entre los intereses comerciales nacionales y las metas de la sociedad o el mercado.

No obstante, no se deben crear falsas expectativas sobre el alcance de la ayuda externa tanto el inicio como el desarrollo institucional. El proceso de obtención de esta asistencia en muchas ocasiones demanda en sí mismo mucha energía y recursos, escasos en mercados emergentes. Hay que lidiar con los procedimientos, a veces largos y tediosos, de organismos internacionales que, si bien están dispuestos a ayudar o financiar proyectos, requieren del tiempo siempre escaso de su contraparte local para poder ofrecer su ayuda efectiva.

Los resultados finales demuestran que siempre se requerirá de enorme esfuerzo y trabajo de las autoridades reguladoras locales como lo comprueban a la larga todos los reguladores quienes son a fin de cuentas los que mejor pueden conocer sus realidades locales, las cuales muchas veces no pueden ser alteradas con recetas importadas.

La otra necesidad importante es la "transparencia", lo que significa que el debate público para la introducción de la nueva institución o de las reformas a la existente, debe ser una prioridad que guíe efectivamente el proceso y que debe mantenerse a lo largo de cada etapa de desarrollo de la institución. Es necesario obtener el apoyo de la mayor cantidad

de sectores, sobre todo aquellos que podrían anticiparse que manifestarían cierta oposición a reformas en el mercado de valores, haciéndoles participar lo más activamente posible en el proceso de toma de decisiones.

De todas formas, es necesario recordar que incluso con las leyes y normas más adecuadas y técnicamente satisfactorias, las personas son claves en su cumplimiento. No se puede restar la enorme importancia que tiene la legislación correcta, clara y adoptada de forma transparente, pero no se puede esperar que la existencia de la normativa tenga, por sí sola, capacidades extraordinarias de fortalecer las instituciones.

En muchos mercados emergentes los problemas radican con más frecuencia en la aplicación de las normas que en las normas propiamente dichas. Para muchos críticos existen en ocasiones suficientes normas, lo que se requiere es que se hagan cumplir (enforcement).

En este aspecto las personas son claves en el desarrollo de las nuevas instituciones, así como su firme voluntad y compromiso de cumplir y hacer cumplir las nuevas normas vigentes.

3. Deben tenerse en cuenta las necesidades de todos los sectores.

En toda reforma de los mercados de valores, deben tenerse en cuenta las relaciones entre las diversas partes del sector financiero, los requerimientos del sector productivo y la necesidad de conseguir metas sociales, incluida de considerarse una de las metas, la distribución de la riqueza.

Los mercados de valores pueden ser parte importante del sistema financiero y una vez insertados en el sistema financiero no se mantienen estáticos.

Las decisiones que se tomen para fortalecerlos pueden afectar y resultar afectados por el sistema bancario, el sistema de pensiones (una de las principales fuentes de demanda del mercado) y el mercado hipotecario (para el suministro potencial de valores), entre otras cosas.

Las necesidades particulares del sector productivo también darán forma al mercado. Un mercado puede necesitar deuda a largo plazo para el financiamiento de infraestructura; a otro pueden interesarle los instrumentos de financiación de las exportaciones. Otro objetivo, particularmente importante en el contexto de la privatización, puede ser la distribución de la riqueza o la democracia de accionistas.

El mercado de valores tiene que presentarse como una alternativa seria, viable, interesante y atractiva como mecanismo de financiamiento de las empresas y de inversión para los inversionistas.

La pregunta que debe poder contestarse positivamente es: ¿Estamos mejor o igual desde que se han destinado algunos de los recursos escasos de la sociedad a fomentar y fortalecer la creación de mercados de valores y apoyar su desarrollo? La respuesta de la sociedad debe ser una clara afirmación de mejoría colectiva.

4. Se debe nivelar el campo (level the playing field)

El negocio bancario ha precedido y tiene mayor arraigo en la mayoría de los mercados emergentes que los mercados de valores. Por ello muchos países favorecen los depósitos bancarios frente a los valores de empresas no gravando los ingresos en concepto de intereses e imponiendo gravámenes a los dividendos.

El sistema bancario a menudo cuenta con una refinanciación de bajo costo y con garantías de depósitos implícitas o explícitas por parte del Estado. Con frecuencia, los valores también están sujetos a impuestos sobre las ganancias de capital y a impuestos de transferencia o derechos de timbre.

El mercado de valores será uno de los principales competidores del negocio bancario. Paradójicamente en la mayoría de los mercados emergentes de las filas del negocio bancario saldrán los profesionales que se dediquen al mercado de valores quienes vendrán con sus conocimientos bancarios al nuevo negocio del mercado de valores. Ante esta realidad se requiere trabajar como negocios complementarios dentro de las opciones de financiamiento de las empresas y de inversión de los inversionistas.

La equiparación de los instrumentos es necesaria, pero no suficiente. Sin un trato igualitario de los instrumentos bancarios y los valores negociados en el mercado es muy difícil que el mercado de valores se desarrolle con algún éxito. No obstante, a pesar de tener el mismo tratamiento de otros instrumentos como los depósitos bancarios puede que el mercado de valores no se desarrolle.

En todo caso es necesario que el sector público se asegure y evite que se genere un mercado de valores motivado, y que funcione desde la perspectiva de las compañías emisoras, única y exclusivamente en función de aspectos fiscales. La tendencia del sector privado puede ser intentar únicamente aprovechar beneficios fiscales, sin asumir las responsabilidades de todo emisor público del mercado de valores, por ejemplo en materia de revelación de información y transparencia y democratización del capital.

El otorgamiento de la igualdad de tratamiento a los instrumentos bancarios y los negociados en el mercado ha sido necesario y ha generado en mercados emergentes el interés en el mercado de valores, pero debe tenerse cuidado que dar este tratamiento, sin exigir previamente y asegurarse de forma permanente y estricta el cumplimiento de los principios de transparencia y activa participación del público inversionista solo logra que este tratamiento igualitario beneficie a pocas personas, sin que el efecto deseado de incentivar el mercado de valores se logre plena ni efectivamente.

5. Se debe proteger al inversionista y fomentar y fortalecer las condiciones necesarias para el desarrollo del mercado de valores.

Es difícil el balance entre la protección del inversionista en general, y en particular el minoritario, y mantener atractivo el mercado de valores como fuente de financiamiento para las empresas. Puede entenderse que entre mayores exigencias de transparencia más carga para los emisores quienes pueden preferir fuentes de financiamiento bancarias o de otro tipo.

La protección de las minorías sobre la base de un acceso equitativo a información correcta es, naturalmente, parte fundamental de un mercado que inspire confianza y no puede ser objeto de compromiso.

Una solución que el regulador de valores puede propulsar es incentivar institucionalmente el lado de la demanda de instrumentos. Esto se puede lograr con la introducción y/o desarrollo activo de los fondos de pensiones privados que a menudo va acompañada de una demanda excesiva de instrumentos financieros apropiados.

Como resultado se presenta curiosamente una incapacidad del mercado nacional para satisfacer la demanda. Una gran parte de los fondos que se van acumulando se invierten al menos inicialmente en obligaciones del Estado y depósitos bancarios. Los administradores de fondos de pensiones no encuentran en ocasiones suficiente oferta local de valores en los cuales invertir los fondos.

Al estudiar la posibilidad de establecer un nuevo sistema privado de pensiones o fortalecer uno ya existente, debería intentarse alentar el lado de la oferta de los mercados de capital, pues ello contribuiría a lograr un efecto máximo en el desarrollo de dicho mercado en el país. De esta forma las empresas pueden encontrar un concreto incentivo para acudir al mercado.

6. Se debe tener un regulador de valores motivado, con una clara misión y visión, y sobre todo independiente.

Una Superintendencia de Valores o Comisión de Valores confiable e independiente que tenga la voluntad y la autoridad necesaria para inspeccionar las compañías de corretaje de valores, perseguir el tráfico de influencias y multar a las empresas que publiquen información errónea es indispensable desde el inicio y sobre todo en los primeros años de desarrollo de la institución.

Curiosamente la designación de los responsables del regulador puede presentar problemas no solo de resistencia del sector privado sino del público. Muchos gobiernos consideran que deben ejercer un control mayor para proteger a los inversionistas, y no creen que una comisión independiente ejercería ese control.

Por el lado privado, la aspiración de ciertos actores del mercado puede ser la de mantener cierto grado de control sobre el regulador. Ambas tentaciones deben evitarse a toda costa. El regulador debe ser técnico y no político y sobre todo lo más independiente posible.

En algunos casos las comisiones de valores pueden verse obstaculizadas por el poder desproporcionado de los agentes del mercado en comparación con ellas. A menudo, la propia bolsa dispone de mejor información que la comisión y no la comparte plenamente. Desde el punto de vista político, los corredores de bolsa pueden ser más poderosos que los entes reguladores, haciendo que su inspección sea una empresa de dudosos resultados.

Por otro lado, los inversionistas, los mejores aliados del regulador, en muchos mercados emergentes, son una masa heterogénea y no organizada de la cual se escucha su voz cuando existen problemas. Es mucho más probable que se encuentren bien organizados los intermediarios profesionales quienes son parte importante en el establecimiento y mantenimiento de la nueva institución. Debe evitarse que puedan ejercer un control indebido sobre la nueva institución, ni siquiera debe existir la apariencia de que el regulador está sometido a los deseos de los intermediarios profesionales.

Curiosamente del seno de estos profesionales del mercado saldrá un gran número de los miembros del regulador. Debe evitarse a toda costa un ambiente de confrontación o creación de bandos. No obstante, el regulador debe tener muy claro y siempre presente su función pública y su misión y visión que en ocasiones requerirá, en el interés colectivo, sancionar enérgicamente a antiguos colegas y compañeros o clientes. Este momento es crucial ya que es el que puede fortalecer o debilitar las nuevas instituciones a los ojos del público inversionista local e internacional.

Las personas que conformen el regulador y sobre todo sus líderes son muy importantes, una vez que se tiene la normativa adecuada. Hoy día, en la mayoría de los mercados emergentes, que ya han adelantado la etapa regulatoria, los problemas radican con más frecuencia en la aplicación de las normas que en las normas propiamente dichas. Esta cuestión exige una atención primordial en el futuro desarrollo de los mercados desde el punto de vista reglamentario.

Se pueden esperar líderes inspirados en altos valores éticos y altruistas, pero también hay que ser realista, se necesitan recursos económicos suficientes para poder remunerar satisfactoriamente al equipo técnico del regulador. Se debe competir con el sector privado por un universo reducido de personas con experiencia y conocimientos especiales.

Uno de los principales problemas del regulador es la movilización de su personal, una vez se encuentra debidamente entrenado y capacitado, al sector privado en busca de mejor remuneración. Se requieren normas éticas y de conducta que regulen estas situaciones inevitables.

7. Se deben mejorar las normas de contabilidad y de auditoria.

Las normas de contabilidad y de auditoria han planteado problemas en numerosos países. En el establecimiento de nuevos mercados, la resistencia de los emisores a facilitar cuentas financieras auditadas y detalladas ha sido uno de los principales puntos de conflicto. Esta tendencia se observó en su momento en los hoy mercados más desarrollados por lo que no es para nada exclusiva ni propia de las empresas de mercados emergentes.

En demasiados países, las normas de contabilidad y de auditoria siguen siendo insuficientes. En la mayoría de los mercados, surgen problemas a causa de las estrechas relaciones entre las empresas y los auditores individuales. Las autoridades y los accionistas deben estar dispuestos a objetar esas relaciones.

8. Se deben mejorar las normas sobre gobierno corporativo de las empresas públicas.

Las normas sobre gobierno corporativo son indispensables y deben ser promovidas por el propio sector privado. No obstante esta aspiración enfrenta la realidad que no es posible recurrir a la autorregulación en algunos puntos concretos de gobierno corporativo. En ocasiones no hay la voluntad ni el incentivo para hacerlo.

En tema de gobierno corporativo hay que hacer la distinción de las áreas donde debe intervenir el regulador y de las áreas donde se requieren reformas legales sobre la forma en que se administran las empresas publicas. Se requiere una cultura de accountability que muchas veces no está bien arraigada en las empresas en países con mercados emergentes.

Una de las mayores contribuciones que puede hacer el desarrollo de la institución del mercado de valores y el regulador en países emergentes es la introducción de normas de gobierno corporativo. Estas normas pueden proyectarse en la sociedad en general y alcanzar a empresas no públicas, en beneficio de todo el sistema financiero.

III. Algunos problemas propios de los mercados de valores emergentes.

1. La ausencia de intermediarios

El principal problema en el establecimiento de nuevas empresas de intermediación y de garantía de valores en los mercados emergentes es conseguir que las instituciones sean dinámicas en el comercio de valores. La reticencia se debe a varias razones:

Los mercados a menudo no están preparados.

Con frecuencia, los nuevos intermediarios acaban por ser principalmente corredores de obligaciones o efectos del Estado porque el mercado corporativo que se había previsto no llega a materializarse.

La capacitación de los reguladores y los inversionistas es crucial.

Cuando permiten la introducción de nuevos productos, los reguladores deben familiarizarse con ellos y comprender los riesgos que entrañan. La reforma suele ser un proceso dinámico: una sociedad privada lanza un producto, los reguladores lo evalúan y afinan los reglamentos, y entonces se introducen nuevos productos adaptados a las nuevas directrices.

Hace falta personal especializado.

En muchos países con mercados nuevos o recién revitalizados, los únicos profesionales financieros son los banqueros, pero a menudo la mentalidad del banquero no es la apropiada para el sector de valores. Incluso cuando hay una gran gama de oportunidades, la dirección de algunas empresas sigue realizando negocios de tipo bancario porque es algo conocido y representa menor riesgo, además de generar ingresos constantes, en lugar de intentar incursionar en el negocio del mercado de valores.

La falta de especialización puede obstaculizar la adquisición de conocimientos.

En los países donde todas las instituciones financieras tienen el mismo estatuto bancario, muchas empresas de intermediación de valores optan por prácticas bancarias más seguras.

Un asociado técnico extranjero comprometido, puede añadir mucho valor, especialmente en las primeras etapas cuando la curva de aprendizaje es más pronunciada.

El incumplimiento y el fraude pueden poner en peligro esta actividad.

El incumplimiento y el fraude son inevitables, pero se debe prevenir y minimizar su impacto. Se requiere una inquebrantable voluntad por parte del regulador de respeto por el estado de derecho (rule of law). Esta voluntad no solo se requiere del regulador de valores sino del resto de las instituciones gubernamentales relacionadas indirectamente con el mercado como por ejemplo el Órgano Judicial.

2. Problemas de infraestructura

La tecnología: Retos y oportunidades para el institution building.

La deficiencia de la infraestructura del mercado ha operado en detrimento de muchos mercados emergentes. Las anticuadas normas de intercambio y los procedimientos inadecuados de compensación, liquidación, depósito y registro de acciones y otros valores han reducido la liquidez y el atractivo de muchos mercados, incluso prósperos.

La disponibilidad de redes electrónicas a un bajo costo ha comenzado a operar cambios radicales en la forma en que funcionan los mercados de valores. Ahora, los mercados emergentes pueden hacer enormes mejoras en la eficiencia y transparencia de sus operaciones aprovechando plenamente las nuevas tecnologías. Estas nuevas tecnologías implican inversiones de alto costo, así como la necesaria transferencia de conocimiento.

Para resolver los problemas en materia de servicios auxiliares se necesita algo más que tecnología.

Superados los aspectos de financiamiento y obtención de la tecnología surgen otros temas relacionados. Desde el problema que puede darse de no poder hacer frente a los aumentos repentinos del volumen de intercambio a causa del empleo de sistemas manuales en las bolsas. Hasta la necesidad de completar la necesaria curva de aprendizaje sin tener suficiente tiempo para ello. La necesidad de educar a los reguladores y los agentes del mercado complica y prolonga los esfuerzos de desarrollo en esta esfera y es un serio reto en materia de institution building.

En algunos países emergentes, los intereses creados favorecen el mantenimiento del statu quo, aunque la mayoría de los participantes están de acuerdo en que urge aumentar la rapidez y la eficiencia de los procedimientos de liquidación y registro. La importancia que dan los distintos entornos políticos a esos intereses es diferente. Queda así reflejada la

importancia de fortalecer las instituciones que puedan hacer valer el interés general sobre los intereses particulares.

IV. Stakeholders

Hay muchos stakeholders que tienen interés en el tema y cuyos intereses son afectados por el proceso de institution building en el mercado de valores. Para lograr que el proceso de institution building sea efectivo y se logren los objetivos, el regulador debe crear vínculos efectivos con estos stakeholders y trabajar teniendo en cuenta sus intereses.

1. Gobierno (Ejecutivo, Legislativo, Judicial)

El Órgano Ejecutivo por intermedio del Ministerio de Economía o de Hacienda en muchos casos es el colaborador más cercano del regulador de valores. Tiene mucho interés en el desarrollo del mercado de valores. Un programa efectivo de deuda pública interna negociada en bolsa local puede ser un paso importante para desarrollar el mercado de valores e introducir figuras como creadores de mercado de deuda pública, así como fortalecer la actividad en la bolsa de valores, además de convertirse en una alternativa para el gobierno a los mercados internacionales.

El interés del Ministerio de Economía será tener una buena regulación del mercado de valores que pueda armonizar con países del entorno regional con el fin de trabajar y liderizar proyectos regionales de integración para alcanzar una cierta masa crítica en materia de transacciones en el mercado. Al mismo tiempo tener un regulador capacitado y dotado de recursos suficientes para supervisar y fiscalizar a los intermediarios interesa al Órgano Ejecutivo como una forma de cumplir con la necesaria supervisión prudencial y preventiva para evitar riesgos sistémicos.

El Órgano Legislativo tiene interés en cooperar con el instituion building en el mercado de valores con la adopción de normas a nivel de ley que se pueden requerir en casos como la adopción de normas internacionales de contabilidad y auditoria y reglas de gobierno corporativo. Es de interés de los legisladores ya que al prevenirse y minimizarse potenciales escándalos financieros en el mercado de valores con buenas normas contables y de auditoria y de gobierno corporativo evitan la presión de sus constituyentes.

En muchos mercados emergentes ante la escasa difusión de los valores en el público, el problema que en ocasiones afecta a grandes masas es el de el ejercicio de actividades del mercado de valores por parte de sujetos sin autorización o licencia que se hacen pasar por intermediarios legítimos y que en ocasiones logran defraudar a un gran número de inversionistas creando o generando gran desconfianza en las instituciones.

El Órgano Judicial tiene interés en un mercado de valores sólido, así como un regulador de valores profesional y técnico ya que debe ser un colaborador con conocimientos especializados que se requieren para los casos que deban ser decididos por el sistema judicial. Los casos deben ser decididos prontamente de manera que se logre la función disuasoria de las sanciones que imponga el regulador de valores. Sin este elemento el ejercicio está incompleto. El problema en muchos países con mercados emergentes es que el sistema judicial está congestionado produciendo mora judicial y no cuenta con profesionales especializados en materia de valores.

2. El personal del regulador de valores y otros reguladores.

El personal del regulador de valores debe tener una clara misión y visión. Debe tener como misión y visión proteger al público inversionista. En el caso de mercados emergentes tiene la presión de fomentar y fortalece un mercado incipiente. Debe jugar un papel de equilibrio.

Tiene que igualmente posicionarse a nivel regulatorio con otros reguladores como el de banca y seguro. En particular la relación con el regulador bancario es crucial ya que normalmente en mercados emergentes el negocio bancario y el regulador tienen mas antigüedad y tiene ya claramente definido su segmento regulatorio.

El regulador de valores tiene que preocuparse por la obtención de los recursos económicos necesarios para suplir sus necesidades sobre todo en personal bien remunerado que pueda competir con el sector privado, y que reciba capacitación permanente en un tema tan cambiante. La capacitación es indispensable ya que sin proponérselo al no entender nuevos instrumentos que surgen del sector privado, el regulador puede convertirse en una barrera al desarrollo del mercado y de la tecnología relacionada con el mercado.

El tema de la obtención de los recursos suficientes es clave para el institution building. Sin recursos suficientes la motivación del personal del regulador de valores podrá lograr ciertos avances pero a la larga el proceso de institution building no se completara.

3. Emisores

Deben tener interés en el fortalecimiento institucional del mercado de valores y el regulador. Deben encontrar que el mercado de valores y el regulador representan un atractivo para su actividad. Una demanda de papeles para inversión tan atractiva como para motivarse financieramente a acudir al mercado haciendo que los temas de necesidad transparencia y requerimientos regulatorios sean considerados requerimientos menores comparados a los beneficios que obtiene el emisor al alcanzar fuentes de financiamiento

significativamente a menor costo que en los bancos u otros mecanismos de obtención de fondos.

Deben considerar que gracias un mercado de valores consolidado como institución al igual que su regulador, los valores que emiten encontrarán la necesaria liquidez para su negociación activa en mercado secundario.

4. Intermediarios

En países emergentes son en su inicio banqueros o profesionales relacionados al negocio bancario. El surgimiento de un puro intermediario del mercado de valores no bancario se da con menor frecuencia. Para los intermediarios relacionados a los bancos existe interés en el fortalecimiento institucional de la actividad y el regulador como una fuente alterna de ingresos para complementar el negocio bancario. Para intermediarios independientes del negocio bancario, el fortalecimiento del mercado de valores representa una fuente nueva de negocios que no podría desarrollarse solidamente sin una institución fuerte.

5. Inversionistas

Son los aliados naturales del regulador de valores y según los principios internacionales promovidos por IOSCO a ellos se debe la regulación al tener como una de sus metas la protección del inversionista. No obstante, en los mercados emergentes en ocasiones se tiene una propensión a los inicios del desarrollo institucional al fortalecimiento y fomento de las actividades propias de los intermediarios. Es para los emisores y los inversionistas para quienes existe el mercado y estos últimos son los que deben tener un mayor interés en el institution building del mercado de valores y el regulador.

6. Opinión pública (press)

Los medios de comunicación son un vehículo invaluable para educar al inversionista que es fundamental en países con mercado de valores emergentes. Existe mucho desconocimiento sobre el mercado de valores y el desconocimiento se traduce en poca participación y desconfianza. Los medios de comunicación pueden y deben transmitir los valores y principios positivos que motivan al regulador y al mercado. Es en el interés de los medios informar sobre el desarrollo del mercado de valores como parte integrante del sistema financiero del país.

No obstante, un manejo no adecuado-sensacionalista-de problemas financieros, que siempre existirán, puede ocasionar enorme desconfianza del público, sobre todo si tiende a

generalizar y los distintos casos si no son bien explicados ni analizados técnicamente por los medios de comunicación.
Son cruciales las buenas relaciones del regulador de valores con los medios de comunicación para el buen desarrollo de la institución.

V. ¿Qué puede hacer el regulador de valores de un mercado emergente?

Si la meta de desarrollar un mercado de valores sólido, con su correspondiente regulador, es percibida como importante y un reto para la sociedad y si esta meta es compartida entre los miembros claves del sector público y del sector privado, el proceso de institution building será satisfactorio y sin mayores problemas.

Si por el contrario no se deposita suficiente confianza en las personas que trabajen en la organización del mercado de valores y el regulador y no se les brinda suficiente autonomía para trabajar, el proceso de institution building sufrirá dificultades.

Una vez culminados los procesos iniciales, el regulador de valores debe establecer el proceso de auto rrenovación a lo largo de la vida de la institución. La prueba más crítica de institution building es si el o los líderes individuales que conforman el regulador de valores están en disposición de retirarse de la organización que ha sido capaz de transformar en una institución.

El regulador de valores de un mercado emergente puede y debe ser motor de cambio. Los principios que guían al mercado de valores como son la libre competencia, la protección del inversionista, la libre y correcta formación de los precios, la promoción de elevados estándares de contabilidad y auditoría y el buen gobierno de las sociedades, así como los constantes avances en la tecnología que afectan la forma como se intercambian valores tienen un impacto no sólo en el mercado de valores y sus actores principales, los mismos transcienden y pueden influir en el resto de las prácticas y valores del resto de la sociedad mejorando los estándares y calidad de vida de todos.

El regulador de valores de un mercado emergente debe encontrar el necesario balance entre fomentar y fortalecer las condiciones para que dicho mercado de valores prospere sanamente con la necesaria protección de los inversionistas sin los cuales, junto con los emisores, no hay mercado.

Nota: Trabajo presentado en la sesión de entrenamiento de reguladores y supervisores de valores organizada por el Toronto Centre for Leadership. Toronto, Canadá. Julio 2004.

INSTITUTION BUILDING
DEVELOPING INTERNAL CAPACITY TO COVER SECURITIES MARKET TRENDS IN EMERGING SECURITIES MARKETS

Carlos Barsallo
Vicepresident
Panamanian Securities Commission

Introduction

To understand the concept of institution building, consider the term "institution" as it is used in this paper. First, this discussion focuses on institutions with responsibility for the regulation of capital markets. Second, within that context, there are three important elements in the concept of "institution":

1. Prescription of *rules* of behaviour.
2. The observance and continuity of these rules for a relatively long term, and the fact that they work independently of the individuals involved; and
3. These rules or regulations are applicable to small individual entities as well as to society as a whole.

Since we are focusing on the regulatory institution, the special nature of its role will be reflected in its values, its processes and the quality of its people. Regulatory institutions are made up of the enabling legislation together with the local rules under which organizations operate, and the expectations of the public and the government. The local customs and practices that go well beyond the scope of regulation have an impact on the functioning of the regulatory institution.

The term "institution building" is intended to describe the processes used to build an internal capacity within a regulatory agency so that it has the people, methods and practices, systems, values and relevant regulations, needed to reach its defined mandate and goals; so that it might be effective and be able to focus on quality and excellence.

While this definition focuses on the building process, it is equally applicable to the institutional development or strengthening of an existing regulatory agency. Institutional development involves the transformation of a developing organization into an integrated part of a community, so that it can play a proactive role, promote new values and transform itself into an agent of change within the community. This transformation takes time, resources and commitment.

After an organization has been established and has found its niche, the transformation process involves at least three specific processes, each with a series of secondary processes and actions.

The three specific processes are:

Process Development, which implies the creation of an institutional culture, supported by its approach to recruitment, decision making, organizational structures and leadership.
Process Institutionalization, which includes dialogue, consultation, dissemination of ideas and transparency.
Process Updating so that the mandate, staffing, methods and practices, funding, enabling legislation and leadership are kept relevant in response to changes in the market and any re-definition of the organization's mission.

Institution Building to support securities markets development in emerging markets.
The term emerging markets was coined by the World Bank's International Finance Corporation (IFC) in the early 1980s. The emerging markets are located in countries that are going through the process of industrialization. Their main characteristic is that they have a lower gross domestic product per capita than developed countries. Of the 130 countries that are generally considered by the international financial community as emerging markets or developing countries, approximately 40 have securities markets.

The emerging markets became the new frontier for global investment in the late 1980s.
Spectacular gains were seen during the early 1990s, shifting to disappointing profits after these markets went through a period of high volatility. Another characteristic of emerging markets is that they seem to go from one period of deep crisis to another separated by a period of relative prosperity.

Even though the international tendency is to encourage the development of capital markets in emerging markets, not every country needs a securities market and in many cases, regional integration is preferable. However, for regional integration to be effective, the currencies should be transferable and the regulatory framework should allow a high degree of information sharing and cooperation between countries.

In order to support an organized capital market, there are minimum requirements that must exist in terms of the physical presence of the regulatory agency, the scope and content of the legislation and regulations, the financial infrastructure within the country and the number of issuers and private investors that are attracted to participate.

In countries with low economic, social and political development, establishing a securities exchange market is a complex task. The degree of consolidation within domestic

industries and whether there are large local companies participating in the market will influence the acceptance, strength, depth, breadth and durability of the country's local market.

Overall, solid, efficient and effective regulatory institutions must be developed in order to have a sustainable securities market in an emerging market.

How can solid, efficient and effective institutions be developed in securities markets within emerging markets? The following outlines some lessons learnt:

There has to be motivated leaders

Even though the goal is to establish long lasting institutions that do not depend particularly on a specific individual, the importance of people in the development and ongoing operations of the institution cannot be denied. It is necessary to recruit the right people at all levels and for all stages of its development.

It is also essential that people from the public sector, as well as from the private sector, who inspire sufficient trust, work together in harmony and with shared goals. In building or developing a regulatory agency, it is critical to have support from the Treasury Department or Ministry of Finance, the private sector, and the Stock Exchange or Intermediaries Association. Developing common goals is an important part of the institution building process and the leaders of these cross sector groups are instrumental in developing these goals.

The agents and national commercial groups are often the most powerful voices when regulatory and institutional reforms are needed. Ultimately, governments are responsible for shaping the regulatory framework, and to some extent the institutional framework of the securities markets. However, the driving force for modifying official policies often comes from national associations, such as the bankers' associations, the association of stockbrokers, the association of accountants, issuing companies as a group, and other vested interest groups.

A great deal of energy, determination and authority is required from all those involved in the institution building process. One particularly difficult task is achieving consensus about government policy objectives. The changes generated by the development of the securities market are not necessarily fast or dramatic, and for this reason, political and public sector leaders must have a long term vision rather than only work toward short term goals. It is probable that the administration that initiates the development process

will not be able to see specific results, and is even less likely to see any immediate political rewards for its work.

One administration might do the work of establishing the institutional framework, for which another political group might eventually reap the political benefits.

The firm and sustained support of the government is crucial to the success of the securities market. This includes the design of the systems and the institutions, as well as the drafting of its legislation and the governance of the regulatory body that will make it attractive for qualified personnel, including its leaders, and those directly responsible for the implementation of the project to be involved.

There has to be legislative and regulatory adaptation

The second challenge is the complete development or strengthening of the legislative and regulatory framework.

Here, there are two fundamental requirements. First, the technical aspects of the project are generally obtained in emerging markets through a transferred knowledge from consultants and other experts from developed markets. This stage is crucial, since it forms the basis for the institution. It is necessary, and often both convenient and practical, to build on proven and accepted international principles, such as those set by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). This can be quite effective, but it also saves time and effort because there is a great deal of information and experience to be gained from the developed markets.

One has to be practical in how the assistance provided by consultants and foreign advisers is used. These outside experts can have a significant role in the dialogue with government and regulatory officials, but it is extremely important that local people are seen to formulate efficient and appropriate policy, and to have control over the implementation process.

The long-term commercial interests of the local stakeholders can be in conflict with public policy objectives. However, these commercial interests can produce both supportive and non-supportive political pressure. In many cases, an external agent, adviser, or consultant can play the role of an impartial mediator and this can help reconcile the differences between national commercial interests and the goals of the public or the market.

However, care should be used so as to avoid setting unreasonable expectations on the impact of external assistance throughout the institution building project, whether it is in the beginning or during the institutional development phases. The process of obtaining

this assistance demands a lot of energy and resources, which are often scarce in emerging markets. The complex, time consuming and sometimes tedious procedures set by international financial institutions, that are willing to provide technical and financial assistance, requires a significant commitment of time from their local counterparts to get access to this needed support.

For the development process to be effective, a great deal of effort and work will be needed from the local regulatory authorities, as it has been shown that the local regulatory bodies are ultimately the ones who know their local market potential and business realities. These are more often than not, unique to the local market and the practices and procedures of others cannot be imported without some degree of modification.

The second important need is for "transparency", which means that a public debate is required in order to introduce the new institution, or to implement reforms to the existing one. This openness must be a priority that guides the process, and which has to be maintained through each stage in the developmental of the institution. It is necessary to obtain broad support from of the majority of stakeholders, especially those who could be expected to oppose the reforms, so that they participate as actively as possible during the decision making process.

In any case, it is essential to remember that even with the most adequate and technically satisfactory laws and regulations, people, and the processes they use, are a key factor in making these laws and regulations effective. The importance of correct, clear legislation adopted in a transparent way cannot be denied. However, it cannot be expected that the existence of the regulation is sufficient, in itself, to have the effect of strengthening the institutions.

In many emerging markets, it is more common to find that the problems lie in the application of the regulations than in the regulations themselves. Many critics note that there are already sufficient regulations, and argue that what is required is to implement stronger enforcement.

In this respect, people are a key element in the development of the new institutions. The regulators within these institutions need to have a strong desire and willingness to enforce the new and existing regulations.

The needs of every sector must be taken into account

Whenever there is a change in the functioning of the securities market, the relationship between the different parts of the financial sector, the requirements of the private sector

and the need to reach social goals must be taken into account. This should include consideration of any goals in terms of the redistribution of wealth and economic development.

Securities markets can play a significant role in the financial system, and once in place, they cannot stay static.
The decisions made to strengthen existing markets can affect and be affected by the banking system, the pension plans (an important investor in the market) and the mortgage market (for the potential supply of stocks).
The particular needs of the private sector will also shape the market. A market may need long-term debt instruments for financing infrastructure. The market might be interested in financial instruments to support trade activities. One more objective, particularly important in the context of privatization, can be the distribution of wealth or the freedom of investors to make informed investment decisions.

The securities market has to emerge as a serious, viable, interesting and attractive alternative, as both a financing mechanism for the companies and as a source of investments for investors.

The question that should be answered affirmatively is: Are we in the same or better position after some of the scarce public resources have been applied to develop and strengthen the capital markets? The answer from a public policy perspective must be a clear statement that the benefits to the country are worth the financial and human resource costs.

The playing field must be levelled
The banking sector is an important part of the financial system of most emerging markets.
Capital market development is less well established and is often a more recent development in the country. This inconsistency in timing and impact has often led to differences in the treatment and acceptance of banking products as compared to exchange traded financial instruments. For that reason, many countries, intentionally or unintentionally, provide more favourable treatment for bank deposits over investment in company stocks, by taxing dividend revenue, but not taxing interest revenue.

The banking system often relies on low cost re-financing and implicit or explicit governmental guarantees for deposits. By contrast, securities may be subject to taxes on capital gains and transfer taxes or fiscal stamp duties.

The capital market will be an important competitor of the banking industry, as a vehicle for attracting long-term and short-term savings and investments. Paradoxically, many of the professionals that will be attracted to employment in the capital markets will come

from the banking sector of the emerging markets. They will bring their banking experience and knowledge to the new business of the capital market. As a result, it is important that the products and services offered by the banks and through the capital markets complement each other and provide real choices for the users of capital.

The comparison between the instruments is necessary but not sufficient. Without an equal treatment of the banking instruments and of the negotiable securities in the market, it would be very difficult for the securities market to develop with some degree of success.

Nevertheless, even if similar instruments are given similar treatment, it might still be the case that the securities market will not develop.

Conferring equal treatment to the banks' products and the market's financial instruments is necessary. Where equal treatment has been granted, it has assisted in generating interest in the securities market. While giving equal treatment is important it is also important to introduce significant changes in the treatment of financial instruments gradually. In this way, the observance of the principles of transparency and the active participation of the investors, in a strict and permanent way, will favour a broader group of people; and thus, the desired effect of fully and effectively encouraging the use of the securities market will more likely be achieved.

The investor must be protected and the necessary conditions for the development of the securities market must be promoted and strengthened

It is difficult to find a balance between protecting the interests of investors in general, and minority shareholders in particular, and making it attractive for companies to use the market as a source of financing. This requires that the market provide an attractive range of choices with reasonable risk/reward relationships for both the investor and the users of capital.

For a market to be successful, issuers are required to provide full and fair disclosure of relevant information so that the investor is able to assess the risks that might be involved in relation to the rewards that might be offered. The level of disclosure required to meet this test could easily be higher than the amount of information that might be required by a bank to make a loan of a comparable amount. As a result, there is a real need to balance the practical issues of transparency required by investors and the costs and other burdens that might be imposed on companies.

In working to achieve this balance, the rights of minority shareholders have to be kept in balance with the rights of significant shareholders. A fundamental tool for providing

protection to investors with minority positions is transparency. This plays a fundamental role in building confidence in the market and therefore transparency is an objective that cannot be compromised.

The need for balance also applies to the large institutional investor. These could be financial institutions, investment funds or private pension funds.

Meeting the needs of all investors is an important part of developing a securities market and this requires the capital markets regulatory body to promote the use of the market by large and small investors and a wide range of issuers. Experience has shown that the development of private pension plans can create a demand for financial instruments. The activity created by these institutional investors can help build a market in terms of its size and the confidence that investors place in the market.

In the absence of a broad and deep capital market, the domestic market may not be able to satisfy the demand for suitable investment instruments and a large portion of the invested assets of the pension funds are invested, at least initially, in Government obligations and bank deposits. This is a logical reaction by the administrators of the pension plans if they do not have enough local stock offers in which to invest the funds.

The active participation in the market by private pension plans can contribute to the development of that country's market and in so doing, increase the incentives for all investors to invest in the market.

The capital markets regulatory body must be motivated, independent and have a clear mission and vision

A competent capital markets regulator must have the authority, and be willing to exercise its power, to scrutinize the activities of brokerage companies, to investigate market manipulation, and to penalize companies that publish erroneous information. This activity requires the regulatory authority to be independent and, while it is important for all capital markets, it is critical in the first years of the development of the regulatory institution to build confidence in a new market.

Remarkably, the designation of the senior officials in the regulatory body can create problems, in terms of the level of resistance from the private sector and the pressures from the public sector. Frequently, government officials feel that they must have greater control in order to protect the investors, and do not believe that an independent commission will be able to exert sufficient control.

On the other hand, the private sector may also aspire to have a degree of control over the regulatory body and its decisions. This sort of influence must be avoided at any cost. The regulatory body must play a technical regulatory role and not a political one, and to achieve this it must be as independent as possible.

In some cases, the effectiveness of the Securities Commission can be hampered by the high level of influence that the market intermediaries have on the decision-making processes. It is not unusual for the Stock Exchange to have more complete and timely information than the Commission has, which the exchange may be reluctant to share. Looked at from the perspective of the elected government officials, the stock brokers can be more powerful than the regulatory agency. This imbalance can make the job of scrutinizing suspicious activities in the market very difficult.

On the other hand, the investors (the regulatory body's greatest ally in many markets) are a disorganized, heterogeneous group whose voice is only heard when there are problems. It is much more probable that the market intermediaries will be well organized and exert their influence because they will have a significant role in the establishment and maintenance of the new institution. Every effort should be made to ensure that these groups do not have, and do not appear to have, an inappropriate level of control or influence over the new institution.

It is interesting to note that many of the staff of the new regulatory body will come from the active group of market professionals. The regulatory authority must be seen by market participants as being independent, fair, reasonable and transparent. In general, this requires a cooperative rather than a confrontational approach. Nevertheless, the regulatory body must be very clear in what messages it sends, and each member of the staff should always remember the agency's public role, as defined by its mandate and mission. In certain circumstances this will require, for the general good of the system, that enforcement actions be taken against former colleagues and/or clients. It is very important that the new institution be seen to act in an even-handed manner in the eyes of the local and international investors, whether they are individuals or institutions.

The quality and skills of the people who staff the regulatory authority, and especially the senior officials, are very important for the effectiveness of both new and established supervisory authorities. The problems faced in many emerging markets that have completed the regulatory stage, are frequently found in the application of the regulations more than in the regulations themselves. In order to support the future development of the markets, this potential problem must be addressed and dealt with effectively. Creating additional regulations will not be effective until regulatory officials establish their willingness and ability to act.

In recruiting staff for the regulatory authority, every effort should be made to ensure that these individuals are both ethical and moral. However, one must be aware (and realistic) that attracting and retaining the technical team of the regulatory body will require appropriate compensation in relation to that offered by the private sector. Competition with the private sector for skilled and competent staff has the effect of increasing the demand for experienced, specialized and knowledgeable people.

It is common for a regulatory body to hire staff from the private sector and to lose experienced staff to the private sector in search of better remuneration. Regulations and standards of ethical behaviour that deal with these situations are required to maintain the reputation of the regulatory authority and the image of the capital market, in general.

Accounting and auditing regulations must be improved

The auditing and accounting regulations and standards of practice have raised problems in numerous countries. Even in well developed markets management has been able to manipulate the financial reports and influence audit procedures. To a greater extent in new markets, management of the issuers can interfere with the fair and full disclosure required by the regulatory authority. This can create conflict between the external auditors and management, and even between the regulatory authority and management.

In too many countries, accounting and auditing regulations are still inadequate. Problems occur when there is a close relationship between companies and individual auditors. The regulatory authorities and shareholders must be vigilant and prepared to deal with these relationships.

Corporate Governance regulation rules for public companies must be

Corporate governance regulations are indispensable and the principles and requirements must be applied conscientiously from within the private sector. However, in order to be effective, the regulatory authority must be able to rely on the good will of the company and its own internal controls to assess compliance with corporate governance requirements.

In the area of corporate governance, it is necessary to make a distinction between the areas where the regulatory body must mediate and the areas where legal reforms are essential in order to improve the way in which those public companies are administrated. A culture of accountability is required and this may not be deeply rooted within companies of emerging markets.

Corporate governance is an important regulatory tool for capital markets regulators and developing a sound and appropriate regime is one of the important contributions that the

capital markets regulatory authority can make in emerging countries. These regulations can be adopted by society in general and be applied within non-public companies, providing benefits to the whole business environment and the financial system, in general.

One of the main challenges in attracting new intermediary and securities underwriter companies to operate in emerging markets is the low level of activity within the securities Government debt instruments dominate the market because the corporate issuers have not found it attractive to issue instruments on the market in the volumes that had been predicted. This means that the new intermediaries end up being brokers of obligations or property of the Government rather than the corporate market.

Making it attractive for companies to participate in the market can be a slow process. When new instruments are proposed, the regulators must be able to assess the risks that they involve prior to granting approval to the issuer. Developing this knowledge The products are adapted to the new guidelines before being issued.

Personnel must be knowledgeable

In many countries with new or revitalized markets, the most experienced financial professionals are employed by the banks. However, a banker's approach to the business may not be appropriate for the securities market sector. Experience has shown that even in markets that are growing in terms of activity and the range of products being traded, companies may be reluctant to use the market actively because they prefer to continue to rely on the banks to meet their financing needs.

The board and senior management may feel that they know what to expect of the banks and they understand the banks' processes; whereas the capital market is seen as a more risky means of meeting their funding needs.

Lack of easily available expertise can be an obstacle in the acquisition of knowledge

In countries where all financial institutions are regulated under common banking rules, the boards and senior management of private companies feel more comfortable working with the banking practices. In order to close this knowledge and comfort gap, it may be necessary for the capital markets regulator to retain the services of a committed technical foreign associate in the early stages of building the capital market.

Breach of regulations and fraud may not be dealt with promptly

Unfortunately, breaches of regulations and fraud are a reality in the market. However, the frequency of these violations can be reduced and their impact on the confidence in the market can be minimized. To achieve this, an iron will is required on the part of the regulatory body and all parties must have a respect for the rule of law. This determination to do the right thing is not only required from the securities market regulatory body; it also requires the support of other governmental departments and institutions, including those that are indirectly related with the markets, such as the judicial authority.

Infrastructure Problems - Technology Challenges and Opportunities

Market infrastructure deficiencies can impede the development of capital markets in emerging market countries. The barriers may include: obsolete securities regulations; inadequate levels of compensation; and, weak legislation dealing with liquidation, deposits and the registration of shares and other securities. The effect of these barriers has been reduced liquidity in the market and a low level of attractiveness to participate in the markets.

As electronic networks that support trading activities become available at a low cost, radical changes in the way in which securities markets work, are developing. Now, emerging markets are able to make significant improvements in the efficiency and transparency of their operations by taking advantage of new technologies. These new technologies require costly investments in equipment, systems and training. However, even after the technology problems have been solved, there are auxiliary services problems to be addressed.

First, the systems and processes must be prepared to handle a sudden increase of exchange volume. The period of transition from the use of manual systems in the Stock Exchange to the use of technology-based processes requires training and time to implement. The possibility of a sudden increase in trading volumes during this transition period should be reflected in the implementation plan. The need for education and training of both regulatory authority staff and market intermediaries compounds and extends the effort that is required to implement development in this area. This activity can pose a serious challenge in institution building.

In some emerging countries, there is a significant and influential group that has a vested interest in maintaining the status quo, even though the majority of market participants agree that it is imperative to adopt new and revised approaches to improve the efficiency and the development of the capital market. The degree to which these vested interest groups affect capital market development varies between countries. The variations can

depend on the public policy commitment given to strengthening the capital markets institutions and placing the general public interest over the private interests of influential individuals and groups.

There are many stakeholders who are interested in the establishment of a capital market regulatory body and whose interests are affected by the process of institution building in the securities market. To achieve efficiency in the process of institution building and insure that the goals are reached, the regulatory body must create successful links with those stakeholders and recognise their interests.

Government (Executive, Legislative, Judicial)

The Executive body, through the Treasury Department or Ministry of Finance, is often a very close ally to the securities regulatory body. The Executive has great interest in the development of the securities market to support its own purposes and to facilitate economic growth generally. An effective program of internal public debt transacted through the local Stock Exchange can be an important step in developing a capital market. Its involvement in the market influences the number of investors in government debt instruments and increases the activity level as well as the breadth of the product range available in the market. This provides an important option for the government to access the local market as an alternative to the international markets.

In most situations, the Ministry of Finance would support the development of sound regulation of the securities market and harmonization of this with other countries in the region. Their goal in working with or leading regional integration of capital markets may be to develop a facility whereby significant local and regional projects can be financed within the region. In addition, the Ministry of Finance often supports the development of a strong and capable capital markets regulatory body, with enough resources to carry out its duties so that market intermediaries are controlled in the best interest of the system. In this case the Government is concerned about building a sound prudential system in which systemic risks are well managed.

The legislative body is affected by the work of institution building in the securities market through the adoption of laws and regulations that should be consistent with the international standards for accounting, auditing and corporate governance. By ensuring that the laws and regulations follow internationally accepted practices, the legislators can minimize complaints and dissatisfaction from their constituents.

Sound legislation and regulations can contribute to the level of confidence that the public has in the institutions that participate in and make up the capital market. In some

emerging markets, in which the public has a low level of use and understanding of the market, problems can arise through unauthorized or non-licensed persons that disguise themselves as legitimate intermediaries, deceive investors; and thereby create mistrust in institutions and the capital market, in general.

The judicial body is interested in there being a well managed securities market and a knowledgeable, competent and professional securities regulatory body. The Judiciary will be required to adjudicate complex cases that require a sound understanding of the operation, legislation and regulations that affect the market. These cases must be resolved as quickly as possible so that the sanctions imposed by the regulatory body are seen to be effective deterrents. In many emerging market countries, the judicial system is backlogged and this produces delays in obtaining judicial decisions. Delays in making enforcement decisions can weaken the effectiveness of the regulatory body.

Personnel of the capital markets regulatory body and other financial sector regulatory bodies

The staff of the securities regulatory body must have a clear vision and mission. This mission and vision must be focused on the protection of investors and on fostering public confidence in the capital market. It is common for regulators in emerging markets to have a mandate to encourage the development of, and participation in, the market. This requires the regulatory body to balance these objectives.

The securities regulatory authority must be seen as having comparable power and authority to the banking and insurance regulatory and supervisory authorities. It is critical that the securities regulator have a good working relationship with the banking regulatory body, since, in emerging markets, the banking sector and its regulatory body would have been in existence longer, and therefore in a position to influence the pace at which the capital markets are developed.

The securities regulatory body must ensure that it has the necessary financial resources to perform its duties and to maintain fair and competitive compensation for its personnel.

Sufficient financial resources should also be available to provide ongoing training for its staff. These two elements are necessary so that the regulatory body can compete with the private sector for good quality staff and to keep up-to-date on the development of new and emerging financial instruments. Without these, the regulatory body could become an obstacle to market development and innovation.

Obtaining sufficient resources is very important in institution building. Without adequate resources, recruitment of competent, motivated staff could be impeded and, even if short

term goals can be achieved, the long term process of institution building will be a significant challenge.

Issurers

Issuers have a direct interest in the institutional strengthening of the securities market and its regulatory body. It is important that they find the securities market an attractive option for raising capital. For this to be effective, the regulatory body has to be seen as being fair and providing an environment that makes the market a cost-effective means of attracting investments. The balance of the regulatory requirements, including transparency, must be seen as reasonable in relation to the benefits that issuers receive. These benefits might include obtaining the financial resources that the company needs at a lower cost as compared to what might be available from the banks or other financial institutions.

Issuers will also be aware that an active secondary market, overseen by an effective regulatory authority, can provide a depth to the market that facilitates raising capital to meet business needs.

Intermediaries

In emerging economies, market intermediaries can often be bankers or professionals related to the banking sector. The emergence of a new securities market intermediary, with no ties to the banking system is seldom seen. Intermediaries that are associated with the banks are often interested in the institutional strengthening of the regulatory body since this can provide an alternative source of service fees to supplement the income from the more traditional banking business. For independent intermediaries within the banking sector, a strong and effective securities market represents a new source of business that can only be developed with a strong regulatory authority.

Investors

Investors are the natural allies of the securities market regulatory body. According to the core principles promoted by IOSCO, one of the roles of the regulation and legislation of capital markets is to protect the interests of investors. However, due to the influence of market intermediaries, it is not unusual in emerging markets, to see the focus in the early stages of institutional development directed at the activities of the intermediaries. The purpose of the market is to bring issuers and investors together. As a result, the interests of these two groups should dominate the work of institution building of both the securities market and the regulatory body.

Public opinion (the media)

The media can be an effective and efficient way of educating the investor. This tool should be used to promote the use of the market in countries with emerging securities markets, where there may be a general lack of knowledge about the functioning of the securities market, which in turn translates into low participation levels and low investor confidence. The media may be effective in developing the public's understanding of the operation of the market, the benefits from participation, and a general understanding of the role of the regulatory authority. In the long term, the development of a strong capital market requires a strong business press to support the need for issuers to be transparent and to disclose significant events. Likewise, this can benefit the development of a knowledgeable business press, which then becomes an integral part of the financial system of the country.

However, an irresponsible press that focuses on the sensationalist handling of financial problems can be disruptive to markets and can create mistrust among the investing public.

This is particularly true if the press tend to generalize and avoid providing adequate explanation and analysis of individual situations.

It is important, therefore, that the regulatory authority maintain a good relationship with the media to advance the goal of building a strong capital market, overseen by an effective capital markets regulatory authority.

The process of institution building can be achieved without major problems if the goal of developing a solid securities market, with its corresponding regulatory body, is accepted as an important objective by the influential members of the public and private sectors.

However, it is critical that the people who are responsible for the task of institution building attract sufficient confidence from all stakeholders and that they are able to work in an independent way. This is true for both the organization of the market itself, and for the regulatory authority

Once the initial steps are completed, the regulatory authority must review the processes in place for its own governance and control. An important part of this is to define the term of appointment of the senior people in the regulatory authority and the process for identifying and selecting successors. In doing this, it should be recognised that as the institution grows and develops, the skills required of the leadership group may change.

The securities market regulatory body in an emerging market can, and must, be the driving force for change. The principles that guide the securities market, such as free market competition, investor protection, the free and proper setting of prices, adoption of high standards of accounting and auditing, and the good governance of the issuing companies, together with constant improvements in the processes for trading in securities,

have an impact on the securities market and its participants. Each of these can influence the practices and values of the rest of the society (and thereby improve standards generally) and have a direct impact on the quality of life.

The securities regulatory body in an emerging market must find the necessary balance between promoting and strengthening the market and its regulation, so that the market thrives, provides adequate protection of investors, and makes it attractive for issuers to participate. Institution building must produce an attractive result for both investors and issuers, while contributing to the combined policy goals of financial stability and economic development.

Note: Presented at the Securities Program of the Toronto International Leadership Centre for Financial Sector Supervision, Toronto, Canada, July 2004.

EL USO DEL FIDEICOMISO EN EL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

Oliver Muñoz Esquivel*
Ex - Asesor Legal de la CNV

Aspectos generales del fideicomiso

El fideicomiso es un "acto jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente transfiere bienes a una persona llamada fiduciario para que los administre o disponga de ellos en favor de un fideicomisario o beneficiario, que puede ser el propio fideicomitente". (Artículo 1 de la Ley 1 de 1984)

En el fideicomiso pueden intervenir tres partes, a saber: el fideicomitente, el fiduciario y el fideicomisario o beneficiario. Esto no implica que estemos frente a un acto o negocio jurídico de naturaleza plurilateral, sino más bien bilateral, toda vez que su perfeccionamiento requiere únicamente el concurso de voluntades del fideicomitente y fiduciario.

Nuestro ordenamiento jurídico permite la designación de beneficiarios futuros o clases de beneficiarios, en cuyo caso deben expresarse circunstancias suficientes para su identificación. Por tal razón, en la práctica, suele ocurrir que al momento de la creación del instrumento constitutivo del fideicomiso no se conozca o no estén determinados el o los beneficiarios, no siendo esta circunstancia, como se ha visto, una condición esencial para su perfeccionamiento.

El contrato de fideicomiso puede ser constituido sobre bienes de cualquier naturaleza, presentes o futuros, pudiéndosele añadir bienes por el fideicomitente o por un tercero, después de su creación, con la aceptación del fiduciario. (*Ibidem*, artículo 2).

El fideicomiso sobre bienes inmuebles situados en la República de Panamá debe constituirse por instrumento público y sólo afectará a terceros, en cuanto dichos bienes, desde la fecha de inscripción de la escritura de fideicomiso en el Registro Público. En los demás casos, el fideicomiso sólo producirá efectos respecto de terceros desde que las firmas del fideicomitente y fiduciario o del apoderado de los mismos hayan sido autenticadas por un Notario Público panameño. (*Ibidem*, artículos 11 y 13).

Una de las características más relevantes del fideicomiso es la separación jurídica existente entre los bienes aportados al fideicomiso y aquellos que conforman el patrimonio del fiduciario. Por mandato expreso de la ley, aquellos no son susceptibles de ser secuestrados ni embargados, salvo por obligaciones incurridas o por daños causados con ocasión de la

ejecución del fideicomiso, o por terceros cuando se hubieren traspasado o retenido los bienes con fraude y en perjuicio de sus derechos. (*Ibidem,* artículo 15).

El fideicomiso en las emisiones de valores objeto de oferta pública

El fideicomiso de garantía

El objetivo fundamental del fideicomiso de garantía dentro del contexto de una emisión de valores objeto de oferta pública, particularmente de valores de deuda o renta fija, es el establecimiento de un patrimonio autónomo con un tercero (fiduciario) para asegurar a los tenedores de dichos valores (beneficiarios) el pago de las sumas que en concepto de capital, intereses u otros conceptos, les adeude, o les pueda en un futuro adeudar el emisor según los términos y condiciones de la emisión.

En el fideicomiso de garantía −sostiene Barsallo−, "el fideicomitente le transfiere sus bienes a un determinado fiduciario, con instrucciones específicas para que, si el emisor no paga determinada obligación, dicho fiduciario pueda proceder a vender los bienes a un justo precio en el mercado, cancelar el importe de la obligación pendiente y devolverle el saldo al fideicomitente". (Barsallo, Carlos, *Los fideicomisos como garantía alterna en lugar de la hipoteca,* Panamá, 1998).

Por regla general, en esta modalidad de fideicomiso, el emisor es quien hace las veces de fideicomitente, y traspasa al fiduciario los bienes o créditos, presentes o futuros, que servirán de respaldo y garantía de la emisión; sin embargo, nada impide que los bienes fiduciarios puedan ser de propiedad de un tercero. Esta información debe ser revelada por el emisor en el Formulario F-1, al momento de presentar la solicitud de registro de los valores en la Comisión Nacional de Valores.

Un aspecto sumamente relevante del fideicomiso de garantía es que en el evento de incumplimiento de las obligaciones de pago derivadas de la emisión de valores, el fiduciario queda facultado para disponer de los bienes fiduciarios, a fin de satisfacer la obligación que el emisor mantiene con los beneficiarios, sin tener que someterse necesariamente a los rigurosos procedimientos judiciales establecidos para su venta o ejecución.

Por este aspecto −como bien señala Rodríguez Azuero−, el fideicomiso de garantía "presenta ventajas indudables en relación con las modalidades tradicionales de garantía, como la prenda y la hipoteca, por cuanto el acreedor no tiene que someterse a los procedimientos judiciales enderezados a rematar los bienes…". (Rodríguez Azuero, Sergio, *Negocios Fiduciarios, su significación en América Latina,* Legis Editores, S.A., 2005).

Es posible establecer, además, en el fideicomiso de garantía, cláusulas que faculten al fiduciario a exigirle al emisor la rendición de informes periódicos sobre el cumplimiento de los términos y condiciones de la emisión.

Como ha quedado expuesto, el fideicomiso de garantía constituye un instrumento ideal para la protección de los intereses de los inversionistas (tenedores de los valores emitidos), ya que a través del mismo es posible asignarle al fiduciario deberes y responsabilidades que, si son desempeñadas con la diligencia y cuidado propios de un buen padre de familia, como lo exige la Ley 1 de 1984, hacen que el mismo se convierta en una suerte de Defensor de los Inversionistas. Cabe destacar que las legislaciones del mercado de valores de algunos países del área, tal es el caso de la colombiana, hacen obligatorio tener un representante legal de los tenedores de bonos, siendo ésta una labor que llevan a cabo, comúnmente, quienes fungen como fiduciarios de los fideicomisos de garantía.

Modelo del Esquema Operativo de un Fideicomiso de Garantía

Emisión de Bonos Corporativos de TACA INTERNATIONAL AIRLINES S.A., hasta por la suma de 35 millones de dólares, autorizada por la Comisión Nacional de Valores mediante Resolución CNV-48-2004 DE 26 de marzo de 2004.

Fideicomitente: TACA INTERNATIONAL AIRLINES, S.A. (Emisor)
Fiduciario: BANISTMO CAPITAL MARKETS GROUP INC.
Beneficiarios: Tenedores registrados de los Bonos

- **Objeto del Fideicomiso:** garantizar con los bienes del Fideicomiso las obligaciones de pago a cargo de TACA INTERNATIONAL AIRLINES, S.A. derivadas de la emisión de bonos.

- **Bienes fiduciarios principales:**

  a. Derechos económicos: el producto total de las ventas y derechos económicos presentes y futuros que se deriven de la venta de boletos aéreos para el transporte de pasajeros y otros servicios misceláneos, realizadas en Panamá, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica y Guatemala, pagadas por medio de las tarjetas de crédito VISA y MASTERCARD.
  b. Fondo de reserva: constituido por una suma aproximada al pago de capital e intereses correspondiente a un trimestre, con el producto de la venta inicial de los Bonos. El monto del Fondo de Reserva será de un millón novecientos mil dólares (USD 1,900,000.00)

- **Obligaciones fundamentales del Fideicomitente:**

  a. Notificar a los bancos procesadores (aquellos con los que el fideicomitente ha celebrado contratos con el propósito de procesar y hacer efectivo los pagos por venta de boletos y otros servicios realizados mediante tarjetas de crédito VISA y MASTERCARD), sobre la constitución del fideicomiso, a fin de que remitan directamente al fiduciario los Derechos Económicos que servirán de respaldo a la emisión.
  b. Notificar a los agentes de ventas de boletos de transporte aéreo (BSPs) sobre la constitución del fideicomiso y sobre cuáles son los bancos procesadores aprobados por el fideicomitente, e instruir a los BSPs que durante la vigencia del fideicomiso, cualquier cambio relacionado con los bancos procesadores debe ser debidamente autorizado por el fiduciario.
  c. Entregar al fiduciario dentro de los sesenta (60) días siguientes al cierre de cada trimestre: (i) sus estados financieros interinos; (ii) una certificación del cumplimiento de los términos y condiciones de los Bonos, firmada por personas debidamente autorizadas por el fideicomitente así como un reporte de la ventea de boletos de transporte aéreos y demás servicios realizados por medio de las tarjetas de crédito VISA y MASTERCARD.
  d. Entregar al fiduciario dentro de los noventa (90) días siguientes al cierre del correspondiente ejercicio fiscal, sus estados financieros anuales auditados.

- **Obligaciones fundamentales del Fiduciario:**

  a. Distribuir los bienes fiduciarios en la forma prevista en el instrumento de fideicomiso.
  b. Notificar a los bancos procesadores y BSPs sobre la terminación del fideicomiso.
  c. Rendir cuenta al fideicomitente (emisor), a través de informes trimestrales y a la terminación del fideicomiso, sobre lo siguiente: (i) sumas recibidas por la fiduciaria de parte del fideicomitente (emisor) y los bancos procesados; (ii) sumas entregadas por la fiduciaria a los beneficiarios a través del agente de pago y registro; (iii) sumas entregadas por la fiduciaria a el fideicomitente (emisor)
  d. Verificar el cumplimiento de las obligaciones a cargo del fideicomitente (emisor).
  e. Solicitar la aprobación de los tenedores de Bonos en todos los casos en que dicha aprobación se requiera para el cumplimiento de los objetivos del fideicomiso de garantía.
  f. Declarar el vencimiento anticipado de los Bonos, en caso de ocurrir algún evento de incumplimiento que no sea subsanado por el fideicomitente (emisor) dentro del período correspondiente, y remitir dicha declaración al fideicomiente (emisor), con copia al agente de pago y registro de los Bonos.
  g. Ejercer la representación de los tenedores de los Bonos una vez hecha la declaración de vencimiento anticipado y exigir al fideicomitente (emisor) el pago inmediato de las sumas adeudadas a los Tenedores.

Fuente: *Prospecto Informativo y documentación complementaria que reposa en las oficinas de la Comisión Nacional de Valores y es de acceso público.*

El fideicomiso como vehículo para la titularización de créditos hipotecarios

Según el Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua, "titulizar" es "convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado".

La titularización, como suele denominársele en nuestro país, (conocida como "titulización" en España y Perú; "securitización", en Chile y "bursatilización", en México) es un proceso típicamente fiduciario, que supone la cesión o transferencia de activos ilíquidos o de lenta rotación, tal es el caso de los créditos hipotecarios, flujos de pago de tarjetas de créditos, contratos de arrendamiento financiero o leasing y, en general, activos susceptibles de generar flujos de efectivo, a un fiduciario, para que con el respaldo del patrimonio autónomo formado por ellos, emita valores en los mercados, convirtiéndolos así en activos líquidos.

Desde el punto de vista jurídico, la titularización es un proceso en virtud del cual una persona (el acreedor originario), que ostenta una posición jurídica acreedora respecto de otra u otras personas (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros; cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa a otro, que puede contar con personalidad jurídica o sin ella (tal es el caso del fideicomiso), pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de créditos cedidos, valores que serán adquiridos por inversionistas, preferentemente institucionales. (Para mayor referencia véase Tapia Hermida, Alberto Javier, *La Titulización de Activos en el Área Iberoamericana*, artículo publicado en la Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores, Noviembre, 2000).

La titularización no cuenta actualmente con una regulación específica en Panamá; sin embargo, desde hace ya algunos años se han venido llevando a cabo procesos de esta índole, particularmente a través de la cesión de créditos hipotecarios. Tal es el caso de las seis emisiones de bonos de préstamos hipotecarios, realizadas por La Hipotecaria, S.A., a título fiduciario, debido a que por tratarse de un arreglo contractual, el fideicomiso carece de personería jurídica.

Recientemente se ha utilizado el fideicomiso como vehículo para titularización de los flujos de efectivo derivados del cobro de los peajes del Corredor Sur, que son parte de los derechos otorgados a la empresa ICA PANAMA, S.A., en el contrato de concesión administrativo suscrito con el Estado panameño, para el manejo y administración del Corredor Sur. Este proceso fue llevado a cabo mediante la transferencia de estos y otros derechos, a un fideicomiso constituido con B.G. Trust, Co., entidad que llevó a cabo, a título fiduciario, la emisión de bonos por la suma de 150 millones de dólares. Dicha

emisión de bonos fue colocada en los mercados de valores local e internacional, luego de haber sido registrada en la Comisión Nacional de Valores mediante Resolución CNV-113-2005 de 18 de mayo de 2005.

Es indudable que los procesos de titularización cumplen una función económica importante porque contribuyen a mejorar las posibilidades de financiación de las empresas que cuentan con créditos con vencimiento a mediano y largo plazo; ofreciendo también ventajas sustanciales para las entidades financieras que intermedian en el proceso, y que actúan, por ejemplo, como agentes de colocación y venta de los valores, y para los inversionistas, especialmente los institucionales, que tengan interés en adquirir papeles que cuenten con un buen respaldo y calificación de riesgo, de ser el caso.

Procedimiento para la titularización de créditos hipotecarios de La Hipotecaria, S.A.:

La Hipotecaria Holding, Inc., propietaria del 100% de las acciones de La Hipotecaria, S.A., constituye el fideicomiso que sirve de vehículo para la realización de la emisión de bonos de préstamos hipotecarios en el mercado de valores.

A través de dicho fideicomiso, La Hipotecaria, S.A. se obliga a realizar los siguientes actos:

- Emitir, a título fiduciario, los bonos de préstamos hipotecarios y solicitar ante la Comisión el registro de dichos valores para su oferta pública en el mercado.
- Cancelar a La Hipotecaria, S.A., a título personal, con el producto de la emisión, el precio pactado por la cesión de los créditos hipotecarios al Fideicomiso de Garantía.
- Constituya el Fideicomiso de Garantía (cuyo fiduciario es, por regla general, una entidad bancaria, tal es el caso del Banco Continental y Citibank), a cuyo favor se deberán ceder los créditos hipotecarios, para asegurar a los tenedores de los bonos el pago de las sumas que en concepto de capital e intereses les adeude, o les pueda en un futuro adeudar, el emisor.
- Celebre un Contrato de Cesión, a título personal, en su condición de acreedora originaria de los créditos hipotecarios, con el fiduciario del fideicomiso de garantía (por regla general, una entidad bancaria), para en su calidad de fiduciario del fideicomiso de garantía, cierto grupo de créditos hipotecarios, y también con el propósito que dicho fiduciario cobre los créditos hipotecarios y ejerza todos los derechos que le correspondan como acreedor hipotecario y para que utilice los pagos de dichos créditos para cumplir las obligaciones de pago derivadas de la emisión de bonos de préstamos hipotecarios, así como todos los gastos asociados a la administración de los créditos hipotecarios.
- Celebrar un Contrato de Administración, para que un tercero (que puede ser el propio fiduciario del fideicomiso de garantía), lleve a cabo la administración de los créditos hipotecarios.
- Celebre todos aquellos contratos que sean necesarios para llevar a cabo la emisión de los valores en el mercado, como por ejemplo: (i) contrato de agencia de pago, registro y transferencia; (ii) contrato de colocación y venta; (iii) contrato de suscripción de los valores, etc.

Fuente: *Prospecto Informativo y documentación complementaria que reposa en las oficinas de la Comisión Nacional de Valores y es de acceso público.*

** Las opiniones del autor son personales y no reflejan necesariamente la posición de la CNV, ni del personal que en ella labora.*

BOLSA DE VALORES LATINOAMERICANA DESDE PANAMÁ. ¿ES POSIBLE?

Carlos A. Barsallo P.
Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores de Panamá.

Dos diarios locales hacen referencia, en artículo de opinión y en una noticia, a una meta deseada por algunos desde hace tiempo de crear una bolsa de valores latinoamericana. Las propuestas son concretas y se refieren a Panamá como centro ideal para dicha bolsa. Coincidimos plenamente.

Desconocen, quizás, los proponentes que desde hace muchos años, y sobre todo en los últimos seis años, se ha trabajado arduamente desde el sector privado y público en sentar las bases sólidas y permanentes para lograr esa meta.

Mucho se ha avanzado, pero falta por hacer. En un balance rápido podemos mencionar algunas fortalezas y algunas debilidades. Uno de los artículos hace referencia reiterada a necesidad de legislación de primer mundo para que esta idea prospere. Panamá está muy cerca de tener dicha legislación. No obstante, es importante tener en cuenta que no todo no lo resuelve la legislación. Hay factores como el sistema judicial, las leyes concursales y las normas contables, entre otros, que juegan un papel fundamental.

El aspecto real es que un proyecto así de ambicioso cuesta y se debe estar dispuesto a pagar por él. Actualmente no se invierte lo suficiente en esto. El presupuesto del regulador de valores panameño, llamado sin duda a regular y supervisar con leyes de primer mundo una iniciativa como la propuesta, es el menor del área centroamericana, a pesar de tener el mercado de valores privado más importante. Se necesita personal técnico- no político- bien remunerado que sepa su materia (el conocimiento cuesta tiempo y dinero) y compita con el del sector privado.

Las normas de contabilidad y auditoria internacionales se han adoptado, pero han sido cuestionadas y falta por resolverse en el más alto tribunal si su aplicación es legal o no.

Se ha introducido más transparencia y hay una nueva legislación de delitos financieros. No obstante, los procedimientos de investigaciones administrativos en casos de posibles violaciones se detienen por los afectados con suma facilidad tornándolos inoperantes y algunos casos emblemáticos se han fallado adversamente.

Se necesita poder cooperar ampliamente con reguladores internacionales en casos en que se requiere por investigaciones de fraudes internacionales. La legislación actual debe ser mejorada en este aspecto, necesario en los tiempos modernos de un mercado global.

Se requiere que se perfeccione el concepto de la autorregulación, que permite a las bolsas dictar sus propias reglas, pero más importante aún velar para que éstas efectivamente se cumplan.

No es concebible tener una bolsa latinoamericana sin un sistema completo de solicitud de poderes de voto. Los inversionistas internacionales tendrán que votar por este medio ya que no se puede aspirar a su presencia física. Hoy en Panamá no tenemos normas dado que las existentes fueron declaradas inconstitucionales y no se han dictado las que deben regir.

Se han efectuado avances en el tema de jurisdicción reconocida y de esta manera es que se inicia la integración de mercados. El embrión de este tema de una bolsa latinoamericana es el reconocimiento mutuo de jurisdicciones. La ley de valores panameña es de avanzada en este sentido. Igualmente es de las más transparentes. Ha ayudado la colaboración sector privado y público y la buena regulación que ha permitido que otros países (por ejemplo: El Salvador y pronto Costa Rica) acepten los registros de valores panameños en la CNV por estar bien regulados y supervisados.

Se requiere la adopción inequívoca por el sector privado de los principios de gobierno corporativo. En esto se ha avanzado formalmente, pero se requiere que estos principios sean realmente parte integral de la cultura de la empresa con el mensaje claro de los verdaderos dueños del capital de que adoptan el sistema porque creen en él.

Comparados con otros países tenemos todo lo necesario para lograr la meta. Se tiene un sector privado abierto y competitivo. Se tiene tecnología de punta. Se tiene la moneda apropiada. Se tiene la posición geográfica. Si se ajustan temas como los mencionados arriba, que no deben ser para nada insalvables, se puede lograr el objetivo en un lapso bastante corto. Realmente todo lo que se requiere es voluntad política, recursos y apoyo decidido a un proyecto nacional.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa Enero 2005.

¿VENDER O ASESORAR?

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Presidente
Comisión Nacional de Valores

Si bien no existe una fórmula simple para definir las cualidades necesarias que deba tener un "broker" o intermediario bursátil, una de las que debe estar presente es sin duda su capacidad de comprender y entender las necesidades básicas de su cliente, en lo referente a su liquidez y patrimonio.

Últimamente hemos recibido comentarios sobre la labor de venta que muchos de nuestros "intermediarios" realizan y las tácticas de convencimiento que utilizan, las cuales consideramos que el hecho de haber aplicado y obtenido su correspondiente licencia en la Comisión Nacional de Valores, los autoriza plenamente para ese propósito. Quizás lo que más preocupa es el énfasis que ponen muchos de estos sujetos licenciados en lograr primordialmente objetivos cuantificados, muchas veces calculados en forma científica o no, en lugar de escuchar y palpar los objetivos del cliente. Nuestro mercado, tanto local como internacional, está repleto de historias tristes donde los principales protagonistas han sido inversiones esfumadas que fueron hechas sin importar el nivel de riesgo del inversionista en un momento específico y el hecho de haber recibido una mala asesoría.

Aunque las casas de valores están sujetas a unos estándares y a un código de conducta, los cuales son requisitos de nuestra normativa reguladora (en nuestro caso, bajo el Acuerdo 5 del año 2003), éstas deben garantizar que sus fuerzas de venta apliquen los procedimientos y las normas que le aseguren al cliente que se le ha ofrecido las alternativas y los productos que realmente necesita. El hecho que una persona posea recursos ociosos en algún momento de su vida no lo califica automáticamente como potencial inversionista del mercado de valores si no se analizan profundamente sus condiciones financieras básicas a corto, mediano y largo plazo.

Estos códigos de conducta deben recoger los más altos estándares de la industria a través de la promoción y práctica de aspectos como "la objetividad, transparencia, integridad, honestidad, competencia, confiabilidad, imparcialidad, conveniencia, profesionalismo y cumplimiento de las leyes que regulan el mercado" (tomado del Código de Ética de la National Association of Personal Financial Advisors - NAPFA).

Una de las estrategias que más me ha llamado la atención es la llevada a cabo por una reconocida firma extranjera de intermediación bursátil, donde sus "brokers" no reciben comisiones por transacciones, enfatizando el negocio en construir una relación duradera

con el cliente. Estos intermediarios reciben una bonificación anual la cual es directamente proporcional a las utilidades recibidas en conjunto por la empresa, partiendo del hecho de que no existen objetivos cuantitativos ni metas "obligatorias". Este tipo de presión al desempeño laboral se puede convertir de la noche a la mañana en una verdadera arma de doble filo, el cual podría ser objeto de desagradables reclamos y costos elevadísimos en quejas y demandas por parte de los inversionistas.

Es importante que cada una de las empresas que se han esmerado en brindar lo mejor de sí para mantener a sus clientes dentro del atractivo y prometedor mundo de las inversiones en títulos valores mantengan muy en alto las responsabilidades que el negocio demanda y en donde claramente es más reconfortante saber que el cliente recibe lo que necesita y no lo que creemos que necesita.

Haciendo referencia a un artículo escrito por Todd Black, un consejero financiero registrado en la NAPFA, "los productos financieros son vendidos, no comprados. Si las firmas saben que sus productos serán vendidos por personas calificadas, es más probable que el inversionista mantenga su inversión a largo plazo y no se molesta en pagar las comisiones necesarias".

Las opiniones descritas en este artículo son de responsabilidad de su autor y no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores o de sus funcionarios

EL RIESGO PAÍS Y SUS CONSECUENCIAS

Neibys Quintero de Holguín
Jefa de la Unidad Técnica de Pensiones

En estos últimos meses hemos estado escuchando mucho sobre el llamado Riesgo País, especialmente en las discusiones sobre las reformas fiscales, reformas a la CSS y otros cambios, nos dicen que todas estas medidas ayudarán a mejorar nuestro riesgo país; pero ¿sabemos exactamente de que se trata el tema en cuestión? La intención de este artículo es realizar una aproximación al tema partiendo de conceptos sencillos.

Si a usted le plantearan las siguientes opciones cual elegiría:

Opción 1: Tener B/.1.00 el día de hoy

Opción 2: obtener B/.1 en un año

(Ambas opciones son de 100% seguras de su cumplimiento)

Prácticamente cualquier persona elegiría la primera opción, esto se debe a que un ser humano racional elegirá disponer de su dinero lo antes posible, lo que nos lleva a la conclusión que un balboa hoy vale más que un balboa dentro de un año.

Pero planteemos otras dos opciones:

Opción 1: Tener B/.1.00 hoy

Opción 2: obtener B/.1.50 en un año

(Ambas opciones son de 100% seguras de su cumplimiento)

Entre estas dos opciones la elección es más difícil, la mayoría de la gente elegiría la segunda, esto se debe a que hemos introducido en las opciones un "premio por esperar" para disponer de nuestro dinero, este premio en el mercado se llama tasa de interés, en nuestras opciones la tasa de interés es del 50% anual. En el mercado esta tasa de interés se establece por el libre juego entre oferta y demanda de dinero.

Ahora planteemos otras 2 opciones:

Opción 1: Obtener B/.1,50 en un año (cumplimiento 100% seguro)

Opción 2: Obtener B/.1,90 en un año (no se tiene certeza efectiva de su cumplimiento)

Algunas personas elegirán la primera mientras que otras elegirán la segunda, esto se debe a que hemos introducido en nuestras opciones un "premio por arriesgarse". En la opción 1 la tasa de interés es del 50% anual (el premio por esperar), mientras que en la opción 2 la tasa de interés es del 90% anual (premio por esperar 50% + premio por arriesgarse 40%). Esta tasa de riesgo esta determinada por las condiciones del mercado y el nivel de riesgo de la inversión, este nivel de riesgo esta íntimamente ligado a la certeza del pago de la inversión.

Ahora analicemos el rendimiento de dos bonos soberanos:

Bono del tesoro de Estados Unidos: Rinde 3.85% anual (inversión libre de riesgo por definición)

Bono del gobierno panameño: Rinde 6.3% anual (inversión riesgosa)

Ahora descompongamos el rendimiento de estos bonos en sus premios:

Inversión	**Rendimiento**	**Premio por esperar**	**Premio por arriesgarse**
Bono de EEUU	3.85%	3.85%	0.00%
Bono Rep. de Pmá. *	6.30%	3.85%	2.45%

Vemos que hay una diferencia de tasas, esto se debe a que el gobierno de EEUU es considerado el pagador más solvente del mundo (tienen la maquinita que fabrica dólares), por lo tanto prestarle dinero en forma de un bono a EEUU está prácticamente libre de riesgo, la tasa que pagan los bonos de EEUU, es la tasa libre de riesgo que se usa como referencia. El gobierno panameño es considerado un pagador menos solvente, por lo tanto prestarle dinero en forma de un bono es considerado arriesgado, en nuestro ejemplo la magnitud de ese riesgo se mide por la sobretasa que paga Panamá con respecto a EEUU que es del 2.45%, esta tasa es el famoso RIESGO PAIS. En la jerga financiera esta tasa se expresa en puntos básicos (bp), la conversión es muy simple, 100 puntos básicos = 1% de tasa de interés o sea que el nivel de riesgo país panameño del ejemplo es igual a 245 puntos básicos.

Volviendo a los acontecimientos nacionales, al hacer el país ciertas reformas Panamá será percibido como "menos riesgoso" desde el punto de vista de riesgo de crédito, por lo tanto la sobretasa "en teoría" debe bajar. Si hoy en día tenemos que pagar una prima de riesgo de 250 bp, esto pudiera bajar a 150 ó 100 bp, que al final del día son balboas menos en

servicios a la deuda y más inversiones públicas, con lo cual veremos resultados positivos en el mediano plazo.

* Bono: Panama 12, con vencimiento el 23/07/2012, tasa de 9.375%, Avg life 7.4, cotización del 10/Feb/2005, fuente Citigroup Emerging Market Key issue package.

MERCADOS DE CAPITALES: ¿DÓNDE ESTAMOS Y A DÓNDE VAMOS?

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores CNV

El gran desafío de Panamá es lograr un proceso sostenido de crecimiento económico que alcance a la mayor cantidad posible de panameños. Los mercados de capitales contribuyen al crecimiento de la producción y a mejorar la eficiencia de la economía.

La experiencia demuestra y diversos trabajos empíricos lo confirman que el **desarrollo financiero mejora la productividad del capital** al apoyar los proyectos con mayores tasas de rendimiento, permitir alcanzar escalas de producción, tecnologías y estructuras de financiamiento óptimas, facilitar la creación de nuevas empresas por medio del "capital de riesgo"; mejorar la integridad financiera de las empresas listadas en los mercados internos y externos al tener que cumplir con elevados estándares en cuanto a prácticas contables, controles internos, transparencia y difusión de la información financiera, al ayudar a la creación de nuevas modalidad para la administración y distribución del riesgo y la promoción de la diseminación de la participación de una proporción creciente de los miembros de la sociedad de la propiedad del capital.

En el caso panameño se hace muy necesario mejorar la productividad del capital. Se hace necesario facilitar la creación de nuevas empresas que generen el necesitado empleo. Igualmente se hace necesario mejorar la administración del riesgo y promover la diseminación de la participación en la propiedad del capital. Esto último en palabras llanas: Pasar de la sociedad familiar a la empresa pública. Esto implica un cambio de cultura y por ende conlleva generaciones y definitivamente requiere "incentivos" que hagan que "valga la pena" el cambio.

Interesante es observar, aun cuando con dificultad y contra corriente, a nivel local se ha podido ir avanzando en la mejora de la integridad financiera de las empresas registradas en la CNV (prácticas contables, transparencia y difusión de información). Duros y costos "golpes" han tenido como efecto positivo ayudar a crear conciencia sobre esta necesidad impostergable. La complacencia no puede ser la guía, pero es difícil no reconocer los avances significativos y palpables en el camino correcto.

El objetivo de la política económica en cuanto a los mercados de capitales debería basarse en la maximización del bienestar de los agentes finales que participan en los mercados de capitales (emisores e inversionistas) y no necesariamente en el de los intermediarios financieros "per se".

Las acciones de política deben dirigirse a facilitar las transacciones financieras de emisores e inversionistas en los términos más ventajosos para ambos. Esta conclusión es de sumo interés ya que ubica claramente a los agentes finales para los cuales "trabaja" el mercado que no son otros que los emisores, es decir la empresas productoras de los indispensables bienes y servicios que todos consumimos o utilizamos y los inversionistas que somos potencialmente todos los panameños, lo queramos o, sepamos.

El mercados de capitales en Panamá: ¿Dónde Estamos?

"1. El mercado financiero está aún conformado principalmente por el sistema bancario. No hay todavía, a diferencia de otros puntos en América Latina, un importante desarrollo de inversores institucionales, como los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y los fondos de inversión. Estos son necesarios ya que donde se han fortalecido han contribuido a generar una creciente demanda doméstica por activos con estructuras de vencimientos de largo plazo, lo que ha creado fuentes de financiamiento antes inexistentes."

"2. Se ha dado el desarrollo de un marco institucional legal, normativo y regulatorio, indispensable para el fortalecimiento y desarrollo de la oferta de instrumentos negociables en los mercados de capitales domésticos, tales como las acciones y los bonos empresariales. El Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 por el cual se crea la Comisión nacional de Valores y se regula el mercado de valores es el ejemplo concreto. No es ni era una opción realmente. Casi todos los países caminan desde hace cerca de 10 años en esta dirección. Alcanzará el éxito el que consolide sus instituciones de la mejor manera y de forma más rápida."

3. El desarrollo de los mercados accionarios y de bonos ha sido muy dispar. El número de empresas que cotizan sus acciones en la bolsa local ha permanecido estancado y el mercado de bonos corporativos no tiene una presencia significativa. La información tanto de la CNV como de la Bolsa de Valores lo refleja con números.

4. Un creciente número de las grandes empresas ha encontrado más atractivo el financiamiento a través de los mercados internacionales de capitales. Esto lo podemos observar producto de la adquisición de importantes empresas panameñas por grupos extranjeros con fácil acceso a mercados internacionales: su necesidad de financiamiento local en el mercado se reduce o desaparece.

5. Creciente financiamiento de los gobiernos mediante la colocación de bonos. Los números nuevamente reflejan la tendencia. Ha sido la deuda pública interna la que ha mantenido activo el mercado de valores en los últimos años.

6. Los fondos de pensiones mantienen un porcentaje muy alto de pasivos gubernamentales dentro de sus portafolios. Si tomamos el caso de SIACAP un fondo especial vemos.

Otros temas regulatorios y sugerencias de análisis futuro.

Calidad de la regulación y supervisión de los mercados de capitales de la región.

Se recomienda que las atribuciones de los supervisores deben modernizarse y adecuarse a los nuevos desarrollos del mercado de capitales para permitir una eficaz aplicación de una normativa que, siendo formalmente adecuada, en muchas ocasiones no ha contribuido a prevenir ni a solucionar problemas, y también ha fallado al intentar minimizar la ocurrencia de fraudes en el sector financiero. Se recomienda reducir la vulnerabilidad jurídica a la que están expuestas las autoridades regulatorias de ciertas jurisdicciones. En Panamá observamos la creación de un ente como el Consejo de Coordinación Financiera CCF.

Se comenta sobre la insuficiente calidad de normas relativas al "gobierno corporativo". Ello ha significado por insuficiencias relativas a la transparencia, homogeneidad y frecuencia de la información de las empresas se desincentive el ahorro de las personas mediante la compra de acciones y bonos. Adicionalmente, la insuficiente protección de los derechos de los accionistas minoritarios apunta en la misma dirección. Se han dado pasos. A nivel bancario con el Acuerdo 4-2001. La CNV debe dictar su normativa en los próximos meses.

"Parte de importante de la debilidad en el desarrollo de los mercados de capitales en América Latina se debe a la inadecuada y lenta administración de justicia en materia económica en general, y financiera en particular. Reformas y modernización en este ámbito contribuirían a facilitar la utilización de nuevos productos, así como al desarrollo de nuevas instituciones y las innovaciones que caracterizan a los mercados financieros."**Declaración No. 8. Los mercados de Capitales en América Latina: Tendencias, Perspectivas y Recomendaciones de Políticas** preparado por el Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (CLAAF) en su reunión celebrada en Santiago de Chile el 14 de abril de 2003.

Es un serio problema que tiene una raíz muy profunda de todo un sistema jurídico y no se limita al tema de las personas. La capacitación y especialización y toma de conciencia tomara años por lo que se hace necesario empezar ya. Ayer es tarde.

Es fácil de apreciar que se han dado importantes avances, pero hay mucho trabajo por hacer.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero Julio 2003.

LA TITULARIZACIÓN - ¿EN QUE CONSISTE?

Marelissa Quintero de Stanziola
Ex Asesora Legal de la CNV

Tuve el agrado de participar hace unas semanas en la *"V Jornadas de Regulación y Supervisión de Mercados Centroamericanos de Valores"* organizado por la Agencia Española de Cooperación Internacional, celebrado en la ciudad de Antigua, Guatemala. Al leer cuidadosamente el programa del seminario, me causó gran interés un tema que sería ampliamente expuesto *"la titularización"*. Lo primero que vino a mi mente fue: esta figura no esta regulada en la Ley de valores panameña, ¿en qué consiste?, ¿Cuál será su procedimiento?

La titularización es una herramienta moderna de financiamiento, la cual ha sido y es utilizada en países desarrollados de primer mundo, principalmente en los Estados Unidos. El apogeo de la titularización en estos países se debe a que en gran medida ha sido una alternativa de desarrollo para las micros, pequeñas y medianas empresas (PYMES). Sus costos son sustancialmente inferiores en comparación con los márgenes de intermediación de entidades de crédito.

Consiste básicamente en que un acreedor cede sus derechos de créditos a un fondo; comúnmente se utiliza la figura del "fideicomiso", el cual se crea sobre la base de los créditos cedidos, este fideicomiso adquiere dichos créditos dentro de su patrimonio y emite valores negociables con la garantía de los derechos de créditos cedidos, bajo el término de titularización. En otras palabras y en términos más amplios la titularización es un mecanismo de transformación de los activos de una empresa en valores susceptibles de ser negociados en mercados secundarios. A cambio, los activos cedidos al fondo se mantienen ajenos a los procedimientos concursales debido a la naturaleza aislada del fondo mismo.

Es entonces indispensable la creación de una figura fiduciaria y de la transferencia de activos.
Los activos o bienes titularizables pueden ser entre otros, títulos de deuda pública, títulos inscritos en el registro público, cartera de créditos, documentos de crédito, activos inmobiliarios, productos agropecuarios, productos agroindustriales, renta y flujos de caja etc.

Tradicionalmente es utilizada para titularizar créditos hipotecarios. En la actualidad es éste el tipo de titularización el que cuenta con mayor desarrollo en la práctica a nivel mundial. Este mecanismo explica en buena parte que en algunos países desarrollados exista bajo costo del financiamiento hipotecario. La *securitization* (término en inglés para

titularización) une el mercado de capitales con el de vivienda mediante la emisión de títulos respaldados por una pluralidad de créditos hipotecarios. Los créditos hipotecarios cuentan con la especial garantía de la hipoteca inmobiliaria, que se caracteriza por ser muy segura, al responder por el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el prestatario.

El esquema básico de la titularización hipotecaria es el siguiente:

Un conjunto de personas pretenden adquirir casas habitacionales, estas personas solicitan préstamos bancarios en una o varias entidades de crédito, garantizando sus obligaciones de pago mediante sus hipotecas. Las entidades prestatarias o de crédito serán los acreedores cuyos créditos gozan de garantía hipotecaria.

Las entidades de crédito entonces, desean hacer efectivas o líquidas sus posiciones acreedoras. Ceden a través de un contrato su cartera de crédito a un fondo que puede ser como hemos señalado un fideicomiso, creado con fines especiales de producir la emisión de valores negociables a cargo del fondo; los tenedores de dichos valores adquieren participaciones de determinados porcentajes de los créditos hipotecarios iniciales. El fideicomiso creado tendrá en su activo, las participaciones hipotecarias agrupadas y en su pasivo, los bonos de titularización hipotecarios emitidos.

Los riesgos de los valores deben ser evaluados por una agencia calificadora de riesgo reconocida por la autoridad reguladora. Los titulares asumen el riesgo de no pago.
Los inversionistas, generalmente institucionales, compran los valores, el dinero recaudado pasa al fideicomiso cuyo único beneficiario son las entidades de crédito cedentes.

Al hacer efectivos anticipadamente sus créditos hipotecarios mediante la titularización, las empresas se ven posibilitadas de utilizar dichos recursos para seguir financiando construcciones de viviendas o para el desarrollo de sus productos.

Finalmente se amortizan los valores emitidos para poder liquidar el fondo.

Los sujetos que intervienen en el proceso serán: 1- **El originador o generador**: que es la sociedad o entidad financiera que cede los créditos y constituye el fondo, puede ser cualquier personas natural o jurídica, comúnmente es una entidad financiera. **2- Agente de Manejo o el vehículo:** Puede ser el fideicomiso, o cualquier otra figura constituida para tal fin, con personalidad jurídica o sin ella pero lo importante es que tenga autonomía patrimonial. **3- Administrador de los activos:** puede ser una sociedad ajena al originador o sencillamente la responsabilidad de la administración la puede tener el propio originador. **4- Administrador de los valores:** sería en este caso, la central de custodia y liquidación. **5- Garantes:** pueden o no existir garantías externas. **6-Calificadora de**

riesgos: no es obligación en Panamá la aportación de una calificación de riesgo. **7-Colocador:** Bolsa de valores y desde luego **8-los inversionistas.** Todos los anteriores sujetos a la supervisión de la autoridad reguladora.

En Colombia, país tan cercano a Panamá, la titularización ha tenido gran éxito, siendo uno de los países latinoamericanos que mayormente ha desarrollado el tema, se emplea desde hace más de una década pero no es hasta la promulgación de la Ley 546 de 1999 que queda formalmente reglamentada y en España se ha implementado desde su primera regulación en 1981.

Aun cuando en Panamá no existe regulación al respecto y nuestra ley de valores no contempla la figura de titularización, sí es utilizada como mecanismo de financiamiento. Hoy día en la Comisión Nacional de Valores se han dado 5 emisiones de valores titularizados y los mismos son registrados como cualquier otro valor siguiendo con lo estipulado en el Acuerdo 6-00 que regula el *"procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro"*.

Concluimos en que deben crearse normas que regulen la materia. La implantación de una normativa sobre titularización debe desarrollarse siempre con miras a incentivar las pequeñas y medianas empresas a fin de que busquen en ella otras alternativas de financiamiento.

Las posiciones reflejadas en este artículo, son personales y no representan la posición oficial de la CNV, ni del personal que en ella labora.

LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN: UNA EXCELENTE ALTERNATIVA

Lcda. Marelissa Quintero de Stanziola
Abogada
Ex - Asesora Legal - Comisión Nacional de Valores

Este artículo tiene por objeto exponer tanto al público inversionista panameño, como el público en general, aspectos esenciales para el conocimiento y comprensión de la figura de Sociedades de Inversión (SI), desconocida para muchos, quizás muy técnica para otros, pero definitivamente una excelente alternativa.

Hay quienes afirman que los orígenes de esta figura se remontan a prácticas de colocación de capitales en los años 1860, en donde se hablaba del *trust* de inversión, la opinión más generalizada sostiene el origen británico de la institución, aunque en otros países, principalmente europeos, se hayan desarrollado organizaciones semejantes.

La historia nos cuenta que el primero fue iniciado en Escocia, cuando un joven empleado de una fábrica de hilos se preparaba para un viaje a los Estados Unidos. Varios amigos le pidieron invertir en algún negocio la suma de mil libras, suma de dinero que cada uno tenia disponible en ese momento. Tan numerosas fueron las solicitudes que el joven empleado les propuso combinar todos los recursos adquiridos para colocarlos; distribuyendo los riesgos, al realizar otras inversiones. Los distintos participantes tendrían así el derecho a una parte proporcional de las ganancias de los dineros invertidos en el fondo original de inversión común.

Fantasía o realidad de la historia lo cierto es que ese esquema se asemeja a lo que posteriormente, en Norteamérica, se les conocería como *Investment Companies*. En Panamá es una institución cuya estructura jurídica trató de fijarse por primera vez en el antiguo Decreto de Gabinete 247 de 1970 que reguló el mercado de valores por 29 años, conociéndosele bajo la denominación de fondos mutuos o fondos de inversión. Algunos autores han objetado el empleo de la expresión *investment trusts* o *Trust* de inversión, aduciendo que en su mayor parte estas organizaciones han sido constituidas como sociedades manejadas por un consejo de administración, no como *trusts* dirigidos por *trustees*, y sugieren como designación correcta la de "sociedades de inversión en valores", o simplemente "sociedades de inversión" (*investment companies*). Hoy día a raíz de la entrada en vigor del Decreto Ley No. 1 de 1999 se les denomina en Panamá como "Sociedades de Inversión".

La SI es una organización en la cual múltiples participantes mediante pagos de cuotas periódicas, invierten sus recursos en la sociedad para que ésta los invierta, bajo la

supervisión del administrador de inversiones, en una diversidad de valores o cualesquiera otros bienes muebles o inmuebles, a fin de obtener seguridad del capital a través de la distribución de riesgos. No se les asegura a sus participantes contra pérdidas en las inversiones, sino en la medida en que la diversificación de los valores adquiridos, agregada a una administración cuidadosa, tiende a obtener un máximo de rendimiento con un mínimo de riesgo. De esta manera los servicios fundamentales que ofrecen las SI son: Seleccionar, Diversificar y Administrar valores.

El negocio de las sociedades de inversión se caracteriza por los siguientes aspectos: a) se constituyen por medio de aportaciones de cuotas de los inversionistas. b) Destina los fondos a la adquisición de valores o acciones de diversas empresas; c) mantiene una variedad considerable de valores en su cartera, a fin de cumplir con el principio de diversificación; d) en la mayoría de los casos recurren a un administrador de inversiones especializado quien debe vigilar continuamente la cartera, debe establecer los parámetros de inversión, siguiendo con las políticas de inversión de la sociedad. Además los administradores deben monitorear las inversiones de la SI a fin de determinar si cumple con los objetivos de inversión del fondo y si toma decisiones relacionadas a la compra y venta de los valores de la cartera del fondo.

Actualmente existen registradas en la Comisión Nacional de Valores un total de 19 SI; de las cuales 8 pertenecen a la familia de fondos del grupo Banistmo; 7 más corresponden al grupo Premier del BAC International Bank, S.A. y las demás son: Fondo General de Inversiones, S.A.; Fondo General de Capital, S.A.; Fondo Visión Chase, S.A. e Interamericas Fund Limited.

La mayoría de las SI arriba mencionadas están organizadas legalmente como Sociedades Anónimas, sin embargo pudieran estar establecidas como fideicomisos o arreglos contractuales. Una vez registradas y autorizadas para operar como SI dentro de la República de Panamá tienen el propósito de ofrecer sus valores a personas domiciliadas en nuestro país a través de Casas de Valores y sus Corredores de Valores.

Las SI según su opción de redención se dividen en "abiertas" o "cerradas"; "abiertas" cuando los inversionistas pueden solicitar periódicamente la redención de sus cuotas de participación en forma parcial o total y "cerradas" en la que solamente pueden solicitar la redención durante la liquidación de la SI o en circunstancias extraordinarias.
En este punto, seguramente les pudiera surgir la siguiente pregunta: ¿Cuál de estos dos tipos de sociedades de inversión (abierta o cerrada) sería la más conveniente para el desarrollo del mercado de valores panameño? A mi modo de ver en la situación actual del mercado de valores, considero que el procedimiento de las SI cerradas sería más útil; tomando en cuenta que vivimos en un país de bajos recursos, que las SI abiertas necesitan

vender más acciones de las que redimen y que en Panamá no existe, en estos momentos, un gran volumen de transacciones.

Otras categorías de SI son de acuerdo al riesgo y se pueden dividir en diversificadas o no diversificadas, pueden existir SI inmobiliarias, las cuales invierten en títulos representativos de inmuebles, SI en el mercado monetario, SI de futuros y derivados.
La Legislación Panameña en materia de SI es insuficiente, empero en estos momentos se encuentra en etapa de Consulta Pública el Proyecto de Acuerdo por el cual se regulará el Título IX del Decreto Ley No. 1 de 1999 sobre Sociedades de Inversión, tan esperado.
Ahora bien, ¿Se dan en Panamá las condiciones propicias? La respuesta es evidente y categórica: Aún no, ya que ni el país ha alcanzado madurez económica, ni existe el número suficiente de personas con ahorros disponibles; aspectos indispensables para la existencia de las sociedades de inversión.

Pero lo más importante es el desconocimiento de la materia, en un potencial inversionista. No obstante, la vigencia de una nueva normativa y su desarrollo a través de los acuerdos propuestos por la CNV en Consulta Pública, abren un nuevo horizonte sobre este tema en nuestro país, eso sí, siempre que las circunstancias que han afectado nuestra economía se tornen más positivas.

Panamá, mayo 2003.

SECURITIZATION: THE PANAMANIAN EXPERIENCE IN A NUTSHELL

By: Francisco Pérez Ferreira[1]

Introduction

Despite its mature role as a financing technique in the US and European capital markets, and its fast-growing nature in emerging markets (v.g., Latin America), securitization has not been the main choice for finance in the Panamanian capital market. A quick view of the listings with the Panama Securities Exchange ("Bolsa de Valores de Panamá", www.panabolsa.com) reveals that most debt public offerings constitute straight debt instruments (either corporate bonds or debentures), demonstrating that highly sophisticated structured financings is not the rule for the local market yet. Some may argue that this phenomenon might be the result of different combined factors including:

- the lack of significant growth of the underlying Panamanian economy;
- corporate access to cheap banking credit facilities;
- still maturing capital markets;
- market size; and
- lack of special regulations fostering this type of financing.

Nevertheless, securitization deals have been structured in the local market, and Panamanian vehicles have been used or involved in cross-border or international structured financings of this kind. Examples of the latter have involved internally operating Panamanian corporations that have attempted to securitize receivables and lease portfolios. In addition, the securitization of maritime loan portfolios secured by mortgages over Panamanian vessels is becoming common. In the mid ´90s the former Banco del Istmo, S.A. (currently Primer Banco del Istmo, S.A.), one of the largest domestic banks in terms of assets, securitized a pool of credit card receivables.2

---

1 Partner with **Watson & Associates**. Areas of Practice: Commercial, Corporate and Securities Law, Corporate and Structured Finance; Aviation Law and Aircraft Finance; Mergers and Acquisitions; Commercial, Maritime, Constitutional and Administrative Litigation. Contact at fperez@watsonpanama.com

2 Although not a plain vanilla or standard securitization structure, it is worth mentioning that in 1997 Pycsa Panama, S.A., a Panamanian corporation controlled by Mexican developer Grupo Pycsa, financed the Corredor Norte toll highway construction with a US$131 million bond issue backed by future receivables from the operation and exploitation of the toll road. The rights to receive tolls under the relevant concession were segregated from the originator (Pycsa) through a trust in order to secure repayment of the notes.

Previous Securities Law:

The Chase Manhattan Bank Deal

The Offering

With the aim of increasing the credit offer for home building (and developing the local capital market), the Chase Manhattan Bank NA Panama Branch structured a programme for the issuance of debt instruments, transferring to the investors of such notes the risks of financing homes in the Republic of Panama. On January 21 1994 Chase Investment Bank (Panama), S.A. (CIBP) issued and offered -in its capacity as trustee- US$15 million in floating rate home mortgage bonds in the local market by listing the same with the Bolsa de Valores de Panamá. Maturity was established in September 2012.

The Bonds

The offering had a face value of US$15 million instrumented through zero coupon bonds, issued in registered form and in series of US$10,000 and multiples thereof. Floating interest rates were determinable at each payment period as defined in the transaction documentation. The notes were offered at 100% of their face value in the initial public offering. Interests were established to be payable quarterly and the principal payment at maturity on September 25, 2012 (unless prepayment occurs). The issuer assumed a prepayment risk rate of 8%.

The Structure

In its capacity as settlor, Chase Manhattan Bank set up the Home Mortgage Trust (November 1993) and appointed CIBP as trustee. Pursuant to the terms of the deed of trust CIBP issued and sold the exchange-listed bonds. The proceeds were used to buy a selected group of residential mortgage loans from Chase Manhattan Bank (as the originator and pursuant to the Assignment of Credits Agreement). The cash flow originating from the loans was to be used to pay the principal and interests of the bonds. Chase Manhattan Bank became the exclusive beneficiary of the trust, receiving a residual interest and, upon termination of the trust, the remaining trust assets. CIBP, as indenture trustee, appointed Chase as the manager and servicer for the loans, and its register, payment and transfer agent. Pursuant to a standby firm commitment underwriting agreement, CIBP (acting in its own and personal capacity) agreed to underwrite 100% of the face value of all issued and offered bonds that have not been bought in the local market.

According to the documentation for the transaction, the deal is governed by Panamanian law and the parties are subject to the Panamanian courts' jurisdiction.

Later in 1994 and in 1995 Chase continued its home mortgage portfolio securitization programme with additional offerings using similar structures.

New Securities Law:

La Hipotecaria Deal

In 2001 La Hipotecaria, S.A. structured the public offering of residential mortgage bonds for up to US$10 million, to be issued by the Segundo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios (the Mortgage Loans Bonds Second Trust) and listed in the Panamanian Securities Exchange. The bonds are zero coupons, registered and denominated in US$1,000 or multiples thereof. They were issued in two series: Series A for US$7.5 million and Series B for US$2.5 million, both with maturity on March 27 2031. The Series A notes were rated paBBB+ by DCR Centroamericana, S.A. The Series B notes were not rated, being subordinate in principal and interests to the Series A bonds. La Hipotecaria (as originator-settlor) services the assigned mortgage loans, acting as manager for the trust assets, and has underwritten the offering of the Series A notes. ASSA Compañía de Seguros, S.A. underwrote the Series B bonds. Wall Street Securities, S.A. was appointed as the non-exclusive broker, and transfer and payment agent.

In this case Citibank NA (Panama Branch) acted as the security trustee for the bondholders' benefit.

In contrast to the Chase Manhattan Bank (Panama Branch) deal already described, here the bonds were issued in one or more nominative, registered, zero coupon global or 'jumbo' certificates in the name of Central Latinoamericana de Valores, S.A. (“LatinClear”), the local clearing house which keeps the records of ownership of the notes under the Securities Law indirect holding system for securities or financial assets.

Other Deals

Global Bank Corporation (a local bank) launched a US$40 million offering in bonds backed by a pool of retirees' promissory notes, which was listed in the Panama Securities Exchange on April 17 2001. The bonds were rated by FITCH Centroamericana.

Recent Deals

The ICA Offering

Early in 2005, ICA Panama, S.A., a Panamanian corporation indirectly controlled by the Mexican developer Empresas ICA, raised funds to repay indebtedness held with the

International Finance Corporation (IFC) and working capital for general corporate purposes by securitizing the Corredor Sur toll highway future receivables.

ICA packaged the future receivables generated from the exploitation of the toll road into a trust (the "Corredor Sur Trust"), which trustee, BG Trust Inc. (acting solely as trustee and not in individual capacity), issued US$150 million of 6.95% p.a. notes due 2025.

The Corredor Sur Trust notes were offered for purchase in minimum authorized denominations of US$1,000 and integral multiples of US$1,000 in excess thereof.

Ratings of at least "BBB-" by S&P, "Baa2" by Moody's and "BBB" by Fitch were conditions to the issuance of the notes.

These notes were approved for public offering in the Republic of Panama by the National Securities Commission ("Comisión Nacional de Valores") and further listed for trading with the Bolsa de Valores de Panamá.

La Hipotecaria Again !

In mid December 2005 La Hipotecaria, S.A., acting as trustee (and not in individual capacity) of the "Séptimo Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios", went to the market again with a public offering of notes issued by it for up to US$10 million.

The public offering was authorized by the Comisión Nacional de Valores and the notes were listed for negotiation with the Bolsa de Valores de Panamá.

These residential mortgage bonds are zero coupons, registered and denominated in US$1,000 or multiples thereof. Issuance was initially effected via one or more global notes in the name of LatinClear.

The notes were issued in two series: Series A for up to US$8 million and Series B for US$2 million, both with maturity on 2021. The Series A bondholders are entitled to indexed interests and the Series B notes have a variable interest rate to be fixed by the manager, La Hipotecaria, S.A., according to the terms of the prospectus. The Series B notes are subordinated both in principal and interests to the Series A bonds.

Mundial Valores, S.A. agreed to underwrite US$3 million worth of the bonds, and Wall Street Securities, S.A. was appointed broker. Banco Continental de Panamá, S.A. acted both as payment agent and as security trustee under a security trust settled by La Hipotecaria, S.A. (acting as trustee), which assets are comprised of a pool of residential or

home mortgage loans which guarantee repayment of the notes, for the benefit of the bondholders.

Final Comment

The Panamanian banking system provides ample opportunities for securitization. Despite the fact that few securitization deals have been structured in the local market, Panama has great potential for developing capital markets with a strong presence of structured financing.

CAPÍTULO TERCERO

PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS MERCADOS DE VALORES

GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMA: SITUACIÓN ACTUAL.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

La Prensa reportaba en el 2003:"Pese a que el concepto "gobierno corporativo" cobró mayor notoriedad después de los escándalos financieros en Estados Unidos, el término aquí no resulta muy familiar. Un 56.9% de los lectores que participaron en el sondeo admitieron no estar familiarizados con el concepto." El gobierno corporativo (G.C.) es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del G.C. señala la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OCDE).
La CNV participó en octubre de 2003 en Washington en reunión sobre G.C. organizada conjuntamente con la OECD, la Corporación Financiera Internacional (CFI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En noviembre de 2003 la CNV adoptó el Acuerdo 12-2003 por el cual se dictan guías y recomendaciones sobre G.C. En agosto de 2004 se dictó la Opinión 11- 2004 respecto a la forma en que los emisores deben cumplir con la obligación de revelar información sobre G.C.

Se ha participado en la décima conferencia anual del International Corporate Governance Network que se celebró en Río de Janeiro, Brasil en julio de 2004. El evento es considerado el más importante en el mundo en materia de G.C.

Se ha participado en la Quinta y en la Sexta Mesa redonda latinoamericana sobre gobierno corporativo organizadas por la OECD, la CFI y el Banco Mundial y que se celebraron en Río de Janeiro, Brasil en octubre de 2004 y en Lima, Perú en Septiembre de 2005, respectivamente.

Los emisores han informado sobre el seguimiento o no de las recomendaciones sobre G.C. y la información es pública. No se ha dado disminución en el monto de los valores registrados en la CNV. La tendencia en el 2004 es positiva.

El tema de G.C. ha cobrado importancia para la integración de los mercados y así para el ingreso de la Bolsa de Valores de Panamá a la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) se ha hecho necesario que la BVP requiera a las empresas que informen sobre el tema de G.C..

El Banco Mundial (BM) ha puesto a disposición del público en: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html, el resultado de la evaluación sobre G.C. en Panamá conducida a petición de la CNV. Los resultados se encuentran disponibles en www.conaval.gob.pa.

La CNV ha recomendado formalmente, y la recomendación ha sido acogida en la ley que regula el tema de la Caja del Seguro Social (CSS), que los administradores de fondos de la CSS tengan en cuenta de manera expresa que los valores que adquieran sean emitidos por empresas que cumplen con normas de buen G.C.

Análisis de Gobierno Corporativo en Empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores de Panamá (2005)

Por: César E. Sanjur A.
Estudiante graduando de la Facultad de Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá

SUMARIO

A. Introducción
B. Metodología del cuestionario.
C. Cuestionario de la CNV: quién y cómo se cumple el Acuerdo 12-2003
C.1. ¿Sigue usted las prácticas de buen gobierno corporativo?
C.2. La Junta Directiva: deberes y responsabilidades
C.3. Composición de la Junta Directiva
C.4. Los Accionistas, el acceso a la información y otros derechos
C.5. Comités de Apoyo
C.6. Conformación de los Comités de Apoyo
D. Conclusiones
E. Apéndice: La Bolsa de Valores de Panamá y el Gobierno Corporativo

A. Introducción

Luego de que se dieran ciertos escándalos financieros nacionales e internacionales que crearon un profundo impacto a nivel económico, financiero y legal, se dio un movimiento a nivel internacional para revalorizar, modificar o crear normas que permitieran a las entidades regulatorias bursátiles y bancarias poder monitorear los niveles de responsabilidad y transparencia corporativos; y por otro lado para crear un conjunto de normas que hiciesen posible a la sociedad o corporación actual el tener un ámbito autorregulatorio que le permita que ésta pueda manejar sus negocios, tomar sus decisiones con total transparencia y seriedad de manera tal que no sólo pueda gozar de la confianza de sus accionistas sino también de los presentes y posibles inversores, nacionales o extranjeros. Estas normas son llamadas prácticas de buen gobierno o gobierno corporativo.

La CNV adoptó las normas de gobierno corporativo para sus emisores registrados mediante el Acuerdo No.12-2003 de 11 de noviembre de 2003. Pero estas reglas de buen gobierno, de acuerdo con la norma citada, sólo son de voluntaria adopción y práctica por parte de los entes supervisados. No es de obligatorio acatamiento, a diferencia de la norma correlativa bancaria, que es el Acuerdo No.4-2001 de 5 de septiembre de 2001 de la Superintendencia de Bancos (SB).
Según el artículo 5 del Acuerdo 12-2003, la única obligación para las empresas registradas

consiste en revelar "la información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de procedimientos corporativos cónsonos con los principios internacionales promovidos mediante el presente Acuerdo". Esta información debe estar incluida expresamente en las solicitudes de registro y en el Informe de Actualización Anual que deben presentar los emisores o personas registradas a la Comisión, de conformidad con el Decreto Ley 1 de 1999, el Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000 (por el cual se adopta el reporte denominado Informe de Actualización y los demás Acuerdos que fueran aplicables).

El Acuerdo 12-2003 entró a regir a partir de su publicación en la Gaceta Oficial en 2003, pero la CNV, en atención a la lógica necesidad de adecuación de la normativa interna de las empresas a las nuevas exigencias legales, estableció un calendario para la presentación de la información requerida, basado en los períodos fiscales de las empresas, configurado de la siguiente manera:

Para el período fiscal enero – diciembre 2004	IN-A a presentarse a más tardar 31 de marzo de 2005.
Para el período fiscal abril 2004 – marzo 2005	IN-A a presentarse a más tardar el 30 de junio de 2005.
Para el período fiscal junio 2004 - mayo 2005	IN-A a presentarse a más tardar el 31 de agosto de 2005.
Para el período fiscal julio 2004 – junio 2005	IN-A a presentarse a más tardar el 30 de septiembre de 2005.
Para el período fiscal octubre 2004 - septiembre 2005.	IN-A a presentarse a más tardar el 31 de diciembre de 2005.

Es por ello que la información a ser analizada corresponde a los emisores que han presentado sus formularios IN-A al 31 de marzo de 2005.

B. Metodología del cuestionario.

Las preguntas que contestaron las empresas emisoras están basadas en el cuestionario de la sección IV que fue añadido al formulario IN-A del Acuerdo 18-2000 mediante el Acuerdo 12-2003.

De acuerdo con el organigrama de cumplimiento del formulario IN-A arriba mencionado, de 95 empresas o sociedades emisoras registradas, 47 han contestado el referido cuestionario.

De estos cuarenta y siete emisores cinco son bancos y cuatro sociedades están relacionadas con la banca; dos son casas de valores. Las demás empresas cubren toda una

gama de rubros y servicios: alimentación, hidrocarburos, hotelería, venta de autos, agroindustria, generación de energía eléctrica, construcción, aseguradoras, etc.

La composición accionaria de estos emisores es variada. Cinco de ellas tienen entre cincuenta y cien accionistas; cuatro tienen entre cien y quinientos accionistas y tres tienen entre mil y cinco mil accionistas. Las hay con más de nueve mil y veinticuatro mil accionistas y las hay con un sola persona dueña de todas las acciones. Pero la mayoría son sociedades cuyos accionistas no pasan de doscientos.

En cuanto al nivel de adopción, aplicación u observancia de las normas de gobierno corporativo, la CNV estableció cinco parámetros para contestar las preguntas:

- Si seguían las normas
- Si no las seguían
- Si las seguían en forma parcial
- Si cumplían o poseían normas que no estuviesen basadas en las emitidas por la CNV o la Superintendencia de Bancos
- Finalmente, una casilla de "No Aplica" por razones de fuerza mayor o legales.

Para analizar los movimientos bursátiles de algunas empresas se utilizaron informes de la Bolsa de Valores de Panamá (BVP) correspondientes al año 2004 y al primer trimestre del año 2005.

C. <u>Cuestionario de la CNV: quién y cómo se cumple el Acuerdo 12-2003</u>

C.1. ¿Sigue usted las prácticas de buen gobierno corporativo?

Al contestar los entes y personas reguladas por la Comisión Nacional de Valores que si seguían las normas, las respuestas reflejaron diversos mecanismos de adopción o práctica tales como: a) adopción voluntaria del Acuerdo 12-2003; b) por cumplir con el Acuerdo 12-2203 o el 4-2001 o por cumplir ambos a la vez (como ya se dijo antes hay bancos y financieras registrados ante la CNV); c) por poseer Códigos de Gobierno Corporativo internos basados en los Acuerdos de la CNV o basados en normas extranjeras.

Entre las normas extranjeras que fueron mencionadas como adoptadas están los ***21st Century Governance Principles for U.S. Public Companies*** emitidos en marzo de 2002 por el Corporate Governance Center de la Kennesaw State University en Georgia (USA) (http://ksumail.kennesaw.edu/~dhermans/principl.htm) y los ***Principles of Corporate Governance*** creados por The Business Roundtable en mayo de 2002 (http://www.businessroundtable.org/pdf/704.pdf).

Al responder que seguían las normas de gobierno corporativo en forma parcial, los encuestados explicaron que esto se verificaba en algunos casos tomando ciertas normas del Acuerdo 12-2003, en otros casos tenían normas internas o códigos de gobierno o ética.

En cuanto al cumplimiento de normas que no estuviesen basadas en las emitidas por la CNV o la Superintendencia de Bancos, las empresas se refirieron a normas de gobierno corporativo que no están basadas en el Acuerdo 12-2003; entre ellas, los principios de Gobierno Corporativo de la OECD; el Acuerdo 4-2001 de la SB y normas internas de adopción voluntaria.

Resultados del año 2004 y del 2005.

Habiendo hecho estos señalamientos, a continuación se detallan los resultados de los cuestionarios aplicados en el año 2004:

Si seguían las normas: De las empresas encuestadas, 26 respondieron que sí seguían las normas.

Si no las seguían: Diez empresas respondieron que no habían adoptado normas de gobierno corporativo. De estas solamente una (Banco Continental) explicó el porqué.

Si las seguían en forma parcial: Trece contestaron que observaban los principios o reglas de buen gobierno en forma parcial; algunos no explicaron exactamente de qué manera o mediante cuáles mecanismos cumplían parcialmente.

Si cumplían o poseían normas que no estuviesen basadas en las emitidas por la CNV o la Superintendencia de Bancos: Cuatro empresas dijeron seguir normas de gobierno corporativo que no están basadas en el Acuerdo 12-2003.

Si no aplicaban: Dos no aplican por encontrarse en administración judicial.

Y finalmente dos emisores no proporcionaron información alguna en sentido positivo o negativo sobre la observancia de las reglas.

Al revisar los resultados de las encuestas en lo que va del año 2005 encontramos algunas variaciones de carácter positivo:

- Al contestar a la pregunta de "si seguían las normas", el número de emisores o personas reguladas que respondieron afirmativamente aumentó a 34.

- El número de empresas que contestaron que observaban los principios o reglas de buen gobierno en forma parcial bajó de trece a ocho.

-En el 2005 solamente un emisor no contestó en forma alguna a esta pregunta.

Sin embargo, las diez empresas que respondieron negativamente en el 2004 lo hicieron nuevamente en el 2005; y fueron cuatro las empresas que no proporcionaron información alguna en sentido positivo o negativo sobre la observancia de las reglas.

Los parámetros del gobierno corporativo

El artículo 4 del Acuerdo 12-2003 establece que un sistema de buen gobierno corporativo debe tener ciertos parámetros o postulados reflejados en sus normas. En razón de ello, se les preguntó a las empresas que adoptaron u observan normas de gobierno corporativo si dichas normas, reglas o procedimientos contemplaban estos parámetros. La respuesta a estas interrogantes la detallamos así:

- Cuarenta y tres entes regulados dijeron que sus normas contemplaban la supervisión de las actividades de la organización o empresa por la Junta Directiva.
- Veintinueve dijeron incorporar criterios de independencia aplicables a la designación de Directores frente al control accionario; once dijeron que no.
- En cuanto a la existencia de criterios de independencia aplicables a la designación de Directores frente a la administración, treinta y un empresas contestaron que sí los contemplan y ocho que no.
- La formulación de reglas que eviten dentro de la organización el control de poder en un grupo reducido de empleados o directivos: veintiún entes contestaron que sí y dieciocho que no.
- Treinta y siete emisores poseen normas estableciendo la constitución de Comisiones de Apoyo tales como de Cumplimiento y Administración de Riesgos y de Auditoría; cinco contestaron que no han adoptado tales normas y 1 emisor dijo seguir parcialmente esta recomendación.
- De acuerdo con el cuestionario, 42 empresas dijeron que sus normas contemplaban la celebración de reuniones de trabajo de la Junta Directiva y el levantamiento de actas que reflejen la toma de decisiones.
- El derecho de todo director y dignatario a recabar y obtener información está plasmado en la normativa corporativa de cuarenta y tres emisores.

¿Tenemos un Código de Ética?

Las normas de ética son definidas por el Acuerdo No.12-2003 como el conjunto de normas por medio de las cuales se definen como correctas o incorrectas las acciones, omisiones y

relaciones profesionales e interpersonales dentro de una organización, y que son adoptadas en aras de evitar conductas nefastas dentro de una organización tales como encubrimiento, abuso de confianza, incompetencia, lealtad excesiva, soborno, entre otras.

Considerando lo antes expuesto y basándose en lo dispuesto por el artículo 18 del Acuerdo 12-2003 se le preguntó a los emisores si a) habían adoptado un Código de Ética y b) en caso de respuesta afirmativa, debían señalar el método de divulgación utilizado y a quienes va dirigido.

En los resultados del cuestionario encontramos que 37 emisores respondieron con un "sí" a esta pregunta. De estas treinta y siete empresas, treinta divulgaron su Código de Ética a todos los empleados, y seis no especificaron cómo lo hicieron ni a quiénes fue dirigido. Solo un emisor divulgó su código exclusivamente a nivel de directores y dignatarios; curiosamente, este mismo emisor fue el único que divulgó el código a sus accionistas.

En cuanto a los métodos de divulgación, dos entes registrados dijeron tener su código de ética publicado en su página *web*: la Bolsa de Valores de Panamá y LatinClear, mientras que ocho emisores lo han publicado solamente en su red interna. Los demás lo han enviado por escrito a sus empleados.

C.2. La Junta Directiva: deberes y responsabilidades

Como se dijo más arriba, uno de los parámetros del buen gobierno corporativo es la supervisión de las actividades de la organización o empresa por la Junta Directiva. Esta supervisión se puede verificar mediante la asignación directa y expresa del deber de supervisión de todas las actividades de la empresa a la Junta Directiva; este deber conlleva las responsabilidades inherentes y mediante la revisión y adecuación de la estructura e integración de sus miembros. Estos deberes son delineados en el artículo 6 del Acuerdo 12-2003, y la Comisión sugiere a los emisores tenerlos establecidos en sus normas de gobierno corporativo.

Según el cuestionario, las recomendaciones sugeridas por la Comisión a los emisores o personas registradas han sido adoptadas, seguidas o practicadas de la siguiente manera:

- Treinta y siete emisores dijeron seguir políticas de información y comunicación de la empresa para con sus accionistas y terceros; catorce dijeron que no contemplaban tales principios.

- Los conflictos de intereses entre Directores, Dignatarios y Ejecutivos clave, así como la toma de decisiones son tomados en cuenta como parámetros dentro de la normativa de treinta y nueve emisores; seis no los toman en cuenta y cuatro lo hacen de manera parcial.

- Políticas y procedimientos para la selección, nombramiento, retribución y destitución de los principales ejecutivos de la empresa: éstas son adoptadas por treinta emisores, mientras que doce no lo hacen.

- Cuarenta personas o emisores registrados poseen sistemas de evaluación de desempeño de los ejecutivos clave.

- Sobre el control de riesgos, cuarenta y dos emisores dijeron aplicar parámetros sobre el tema y un emisor lo hace parcialmente.

- Todos los encuestados afirmaron llevar registros de contabilidad apropiados que puedan reflejar razonablemente la posición financiera de la empresa.

- Cuarenta y seis contestaron que poseen normas destinadas a la protección de los activos, prevención y detección de fraudes y otras irregularidades por parte de la Junta Directiva.

- La adecuada representación de todos los grupos accionarios, incluyendo los minoritarios está incluida en la normativa sobre la Junta Directiva de 28 emisores.
(Esta información debe suministrarse en todo caso de ofertas públicas de acciones. Para ofertas públicas de otros valores, se suministrará sólo cuando sea de importancia para el público inversionista a juicio del emisor)

- La adopción de mecanismos de control interno del manejo de la sociedad y su supervisión periódica fue hecha por cuarenta y tres emisores.

Incompatibilidades de los miembros de la Junta Directiva.

El artículo 7 del Acuerdo 12-2003 establece que los emisores pueden voluntariamente incorporar en sus normas de gobierno corporativo lineamientos o estándares que consideren que el exigir o aceptar pagos u otras ventajas extraordinarias para perseguir la consecución de intereses personales constituya una causal de incompatibilidad con el cargo de miembro de la Junta Directiva.

Sobre este tema veinticuatro emisores respondieron que dichas incompatibilidades están consignadas en sus normas de gobierno, mientras que quince dijeron no contemplar este problema.

C.3. Composición de la Junta Directiva

El Acuerdo 12-2003 recomendó en su artículo 8 que de cada cinco Directores miembros de la Junta Directiva de un emisor o persona registrada, uno de éstos sea independiente.

La existencia y número de directores independientes en la Junta Directiva de los emisores o personas registradas en la Comisión fue el interés principal de las preguntas hechas por la CNV sobre este tema. Por ello, se le requirió a los encuestados no solamente el número de directores sino cuántos directores independientes de la administración de las sociedades y cuántos directores independientes de los accionistas poseía cada una.

Directores Independientes: ¿Los hay en Panamá?

Se puede decir que la mayoría de los emisores poseen Juntas Directivas con más de cinco miembros (con un máximo de 15 miembros); sólo quince poseen juntas directivas con un mínimo de tres directores y un máximo de cinco.

En cuanto a los directores independientes de la administración, catorce empresas dijeron tener entre uno y cinco directores independientes en sus juntas directivas; veinticuatro tenían mas de cinco directores; dos dijeron que todos sus directores eran independientes; un emisor dijo que todos sus directores eran accionistas indirectos minoritarios y seis dijeron no tener directores independientes de la administración.

Por otro lado, 23 empresas dijeron tener entre uno y cinco directores independientes de los accionistas en sus juntas directivas; 4 tenían más de cinco directores; 2 dijeron que todos sus directores eran independientes; 3 dijeron que sus directores eran accionistas indirectos minoritarios y 12 dijeron no tener directores independientes de los accionistas.

C.4. Los Accionistas, el acceso a la información y otros derechos

Los derechos de los accionistas son una parte importante del gobierno corporativo - algunos dirían que es su razón principal - y es por ello que son tutelados por la normativa de la Comisión. En efecto, en el artículo 9 del Acuerdo 12-2003 se recomienda que los emisores o personas registradas establezcan en sus normas de gobierno corporativo el deber de la Junta Directiva de establecer a su vez los mecanismos para asegurar el libre y equitativo goce de los derechos inherentes a la calidad de accionistas.
Estos derechos se vieron reflejados en las preguntas hechas a los emisores, al requerírseles que revelaran si las reglas de gobierno corporativo por ellos adoptadas o practicadas poseen dichos mecanismos para asegurar los derechos de los accionistas. Se hizo el *caveat* de que este tipo de información debe suministrarse en todo caso de ofertas públicas de

acciones; en el caso de ofertas públicas de otros valores, sólo cuando sea de importancia para el público inversionista a juicio del emisor.

Utilizando pues, estos principios o guías como preguntas, las respuestas de los emisores fueron las siguientes:

- Veinticinco emisores respondieron que sus reglas de gobierno corporativo contemplan el acceso a información referente a criterios de gobierno corporativo y su observancia.

- Sobre los criterios de selección de auditores externos, veintiún emisores dijeron que sus normas permiten el acceso a esta información.

- En treinta y un empresas emisoras las normas de gobierno corporativo garantizan el ejercicio del derecho a voto en reuniones de accionistas, de conformidad con el Pacto Social y/o estatutos de la sociedad.

- La información referente a remuneración de los miembros de la Junta Directiva está plasmada en los códigos de gobierno de treinta emisores, y el acceso a información referente a remuneración de los Ejecutivos Clave en las normas de 20 emisores.

- Finalmente, sólo catorce emisores tienen normas que contemplan mecanismos mediante los cuales los accionistas puedan tener conocimiento de los esquemas de remuneración accionaria y otros beneficios ofrecidos a los empleados de la sociedad; once dijeron que no y veinte que no aplicaban.

C.5. Comités de Apoyo

Para el correcto ejercicio de las normas de gobierno corporativo, el Acuerdo 12-2003 recomienda a los emisores que adopten normas de gobierno corporativo para la creación de los llamados Comités de Apoyo. Estos Comités, dice el artículo 10 de la citada norma, se dedicarán al examen y seguimiento continuo en áreas de relevancia para el buen gobierno de la empresa. Se recomienda además que por lo menos haya dos comités permanentes: el de Auditoría y el de Cumplimiento y Administración de Riesgos.

El Comité de Auditoría tiene como objetivo evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad. El Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos tiene como fines el cumplimiento de las reglas que componen el sistema de gobierno de la empresa, revisar periódicamente los resultados e identificar los riesgos corporativos y establecer las políticas y procedimientos para la administración de los mismos.

Por otro lado, en el caso de emisores o personas registradas cuyas Juntas Directivas estén

conformadas por más de cinco miembros, se recomienda la conformación de un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave (el Comité de Evaluación y Postulación de Ejecutivos Claves es el encargado de formular y revisar los parámetros a observar en el proceso de selección de directores independientes y ejecutivos clave de la sociedad y los criterios de evaluación periódica de dichos directivos).

Así pues, se le preguntó a los emisores que han adoptado principios o guías de gobierno corporativo si éstas prevén la conformación de dichos comités, o comités con su denominación equivalente.

Los Comités de Auditoría están presentes en las normas de treinta y seis emisores, mientras que veintisiete poseen en sus principios o guías un Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos; conforme a lo sugerido por el Acuerdo con respecto a los directores independientes, trece emisores tienen en sus códigos o normas un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave. En algunos casos se dijo que las funciones de estos comités eran realizadas por la Junta Directiva de la sociedad.

Dentro de las preguntas de la Comisión se quiso saber si al momento de presentar el reporte IN-A estos comités estaban constituidos, ya que el Acuerdo solo habla de que las prácticas o normas adoptadas deben contemplar la creación de estas organizaciones.

En este sentido, el Comité de Auditoría había sido constituido en treinta y tres de los treinta y seis emisores que respondieron afirmativamente a la pregunta, mientras que veintisiete que contestaron afirmativamente habían creado ya su Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos**;** y el Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave estaba constituido en diez de los trece emisores 10 que sí.

C.6. Conformación de los Comités de Apoyo

El Acuerdo 12-2003 en sus artículo 11, 14 y 16 recomienda a los entes supervisados que voluntariamente siguen las prácticas de buen gobierno observar ciertos criterios de selección para organizar los comités anteriormente descritos.

Comité de Auditoría

Sobre los Comités de Auditoría, la Comisión ha expresado que en este Comité podrán participar los miembros de la Junta Directiva que no participen en la gestión diaria de la empresa, sugiriendo que el 30% de sus miembros sean directivos independientes y que además sea presidido por el Tesorero de la Junta Directiva.

Al revisar los datos suministrados por los emisores en los cuestionarios, podemos decir que el mínimo de miembros en los Comités es de tres y el máximo cinco; en algunos casos hubo más miembros hasta la cantidad de 14.

Los requisitos mínimos sugeridos por la Comisión en cuanto a la conformación de los Comités de Auditoría se refiere tuvieron una aceptación mínima: sólo nueve emisores tenían el 30% de directores considerados independientes a los que se refiere el artículo 11 del Acuerdo 12-2003; y el Tesorero de la sociedad figuraba como miembro del comité solo en tres ocasiones.

Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos

Para los Comités de Cumplimiento y Administración de Riesgos, la Comisión recomienda criterios idénticos a los utilizados para los Comités de Auditoría; pero se hace la salvedad de que en el caso de que la Junta Directiva del emisor o persona registrada conste de solamente 3 miembros se recomienda que las funciones del Comité sean cumplidas por la Junta Directiva de forma independiente de las demás funciones que realizan.

El cuestionario aplicado a los emisores reveló que veintiocho emisores revelaron que éstos incluían a más de tres directores independientes de la administración. Empero, solamente un emisor ha seguido la recomendación dada por la Comisión en el caso de que la Junta Directiva del emisor o persona registrada conste de solamente 3 miembros.

Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave

El Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave es el resultado de los casos en que los emisores o personas registradas tengan Juntas Directivas conformadas por más de 5 miembros; la Comisión recomienda que dicho comité esté conformado por el Gerente General, el Gerente Financiero o su posición equivalente en la organización y tres miembros de la Junta Directiva de la sociedad, uno de los cuales al menos debería ser independiente.

Según las respuestas de los emisores sobre cómo está conformado - al haber sido adoptado - el Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y

Ejecutivos Clave, hemos encontrado que ninguno ha adoptado en su totalidad las recomendaciones mínimas hechas por la CNV.

En cuanto a estas recomendaciones hechas en el artículo 16 del Acuerdo 12-2003, sólo tres emisores tienen comités en los cuales figuran tres directores independientes y otros tres en los cuales se han incluido a los Gerentes Generales como miembros.

E. Conclusiones

Al examinar los datos aportados por las sociedades o personas registradas ante la Comisión Nacional de Valores sobre la adopción, observancia o práctica de las guías o principios de gobierno corporativo, debemos tener en cuenta algunos aspectos antes de llegar a cualquier conclusión.

En primer lugar, hay emisores que son Bancos o se dedican a actividades relacionadas con la Banca y en razón de ello ya habían adoptado normas de gobierno corporativo desde el año 2002, pues el Acuerdo 4-2001 había dado un plazo de casi medio año (hasta el primero de marzo del 2002) para que los entes supervisados por la Superintendencia de Bancos pudiesen adecuar su normativa interna para cumplir con lo dispuesto en dicho Acuerdo. Y, como se dijo anteriormente, esta norma es de carácter obligatorio para todos los bancos. Es por ello que ningún banco dio una respuesta negativa en el informe IN-A sobre la adopción de guías o principios de gobierno corporativo.

En cambio, en el mercado de valores el tema del gobierno corporativo fue discutido un año después de que ya fuese obligatorio en el sector bancario. Y cuando decimos discutido es porque el tema en cuestión creó un agitado debate entre la Comisión Nacional de Valores y los entes registrados ante ésta. Al someter la CNV a amplia consulta previa el borrador del Acuerdo, las empresas - capitaneadas por la Bolsa de Valores - pidieron que se hiciesen numerosos cambios y, sobre todo, que la adopción de las normas no fuese obligatoria. Como ya es sabido, luego de dos Audiencias públicas en la Comisión en las cuales se esgrimieron argumentos en pro y en contra de las normas propuestas la Comisión llegó a un compromiso con los emisores y así nació el Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003.

Al contrario del sector bancario, los emisores tuvieron poco más de un año no tanto para adecuar o modificar sus normas internas para acomodar en ellas los principios de buen gobierno sino para incluir en sus reportes anuales modificados por el Acuerdo 12-2003 la única información obligatoria - y por ende la única norma obligatoria del Acuerdo: el revelar en estos informes si el emisor había o no adoptado las guías o principios de gobierno corporativo (esto realmente es una variante del principio "*Comply or explain*", en

el cual la sociedad debe informar al ente regulador en su reporte anual que a) la sociedad cumple con cada uno de los principios o parámetros establecidos por la norma o b) identificar aquellos principios que no siguen o cumplen y explicar el porqué de la negativa). El artículo 5 del Acuerdo 12-2003 no exige que el emisor explique las razones por las cuales hubiera decidido no seguir un determinado principio.

Hechas estas consideraciones, pasamos a detallar nuestras conclusiones:

1. La Comisión había hecho sondeos previos sobre la adopción de los principios y el resultado hasta el momento (primer trimestre del 2005) es positivo y alentador: de 26 empresas que dijeron seguir los principios en el 2004 ahora hay 34 que revelaron en sus IN-A que seguían o habían adoptado estos parámetros de buen gobierno. Empero, las diez empresas que respondieron negativamente en el 2004 lo hicieron nuevamente en el 2005; cuatro empresas no proporcionaron información alguna en sentido positivo o negativo sobre la observancia de las reglas. Mas si unimos las cifras de los entes regulados que adoptan las normas y los que lo hacen parcialmente, tenemos que hasta la fecha 42 emisores o personas sujetas a supervisión de la CNV que siguen o practican en forma alguna las normas de gobierno corporativo.

Sin embargo, pensamos que se debe esperar a que todos los emisores revelen sus prácticas de gobierno corporativo (de acuerdo con el calendario establecido por la Comisión) para poder conocer el número exacto de entes regulados que siguen o practican las normas de gobierno.

2. Los 34 emisores que dijeron seguir guías o principios de gobierno corporativo reflejaron flexibilidad a la hora de adoptar mecanismos de cumplimiento o adopción de los principios; han utilizado desde códigos de manufactura interna hasta códigos de principios de buen gobierno provenientes del exterior (los ya mencionados *21st Century Governance Principles for U.S. Public Companies*, los *Principles of Corporate Governance* y los principios de la OECD). Por supuesto, los bancos ya contaban con el Acuerdo 4-2001 de la Superintendencia de Bancos, lo que hizo que algunos contestaran que aplicaban los principios de ambos Acuerdos. En cuanto al seguimiento parcial de los principios, solo una minoría declaró hacerlo.

Creemos que la Comisión debe dar a conocer a los emisores (actuales y futuros) los diversos códigos o principios de buen gobierno, ya sean nacionales o internacionales, con el fin de que los códigos posean una mayor seguridad y solidez a la hora de ser adoptados y puestos en práctica.

3. En cuanto a los siete parámetros o postulados mínimos recomendados por la CNV que pudieran estar reflejados en las normas internas de los emisores, la mayoría dijeron

contemplar la supervisión de las actividades de la organización o empresa por la Junta Directiva, la celebración de reuniones de trabajo de la Junta Directiva y el levantamiento de actas que reflejen la toma de decisiones, y el derecho de todo director y dignatario a recabar y obtener información.

Con respecto a los criterios de independencia aplicables a la designación de Directores frente al control accionario y a la designación de Directores frente a la administración, debemos mencionar que acaba de publicarse en los Estados Unidos el **Business Roundtable Corporate Governance Survey 2005**. Esta encuesta, hecha desde hace tres años por The Business Roundtable (una asociación que agrupa a los CEOs de 160 de las empresas líderes de la economía estadounidense) dio como resultado que un 93% de las empresas encuestadas habían adoptado estándares de independencia para sus juntas directivas que cumplían con las normas del mercado o excedían a éstas. En cuanto a Panamá se refiere, los resultados provenientes de los IN-A arrojan un 70%, porcentaje que consideramos significativo si lo comparamos con los datos anteriormente mencionados.

4. Un 86% de los emisores reveló que habían adoptado un Código de Ética. Pero si bien la mayoría de este porcentaje había divulgado dichos principios a todos los empleados, solamente un emisor lo divulgó a sus accionistas. Por otro lado, los actuales avances tecnológicos en materia de comunicación e Internet no se vieron reflejados en las respuestas de este cuestionario: solamente dos entes registrados dijeron tener su código de ética publicado en su página *web*: la Bolsa de Valores de Panamá y LatinClear, mientras que ocho emisores lo han publicado solamente en su red interna.

Sobre lo anterior podemos comentar que en España, por medio de la Ley No.26 de 2003, llamada la Ley de Transparencia o Ley Aldama (llamada así por el Informe Aldama, que contenía una serie de medidas encaminadas a la transparencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros), todas las empresas cotizadas están obligadas desde el verano del 2004 a disponer de una página web en la que incorporen toda la información relevante sobre la estructura de la propiedad de la compañía y de su administración y para publicar, entre otras cosas, el informe anual de gobierno corporativo. Creemos que la Comisión debe dar pasos en este sentido, incluyendo normativas como ésta entre las recomendaciones del Acuerdo 12-2003.

Como dato de interés, un emisor que ha adoptado un código de ética reveló que se discute el mismo con los candidatos a puestos de trabajo en la empresa durante el proceso de selección y reclutamiento. Creemos que este debe ser un ejemplo no solamente a seguir sino también debe ser considerado como futura norma.

5. Las recomendaciones sugeridas por la Comisión a los emisores o personas registradas en materia de Juntas Directivas arrojaron interesantes resultados. Un 86% dijo seguir políticas de información y comunicación de la empresa para con sus accionistas y terceros. Si lo comparamos con el 90% que aparece en el estudio del 2005 de The Business Roundtable antes comentado, podemos decir que es un signo propicio para el gobierno corporativo en Panamá. En adición a esto, aspectos tales como los conflictos de intereses entre directores, dignatarios y ejecutivos clave, la adopción de sistemas de evaluación de desempeño de los ejecutivos clave y de normas sobre control de riesgos, y de mecanismos de control interno del manejo de la sociedad y su supervisión periódica son contemplados por la mayoría de los emisores en sus normas o estatutos.

Las políticas y procedimientos para la selección, nombramiento, retribución y destitución de los principales ejecutivos de la empresa han sido adoptadas por un 70% de los emisores. Si tomamos en cuenta que 81% es el porcentaje dado sobre el mismo tema por la encuesta de The Business Roundtable, volvemos a ver un signo promisorio. Empero, es nuestro parecer que en el cuestionario se debe incluir preguntas sobre si estos criterios contemplan que las Juntas Directivas consideran las recomendaciones de los accionistas sobre el nombramiento y retribución de los directores.

Finalmente, el hecho de que veinticuatro emisores respondieran que lineamientos sobre incompatibilidades en la Junta Directiva están consignadas en sus normas de gobierno, mientras que quince dijeron no contemplar este problema es un llamado de atención, y un recordatorio que se debe modificar el artículo 5 del Acuerdo 12-2003 para incluir en él *in toto* el principio de "*comply or explain*".

6. La independencia de los directores y los directores independientes es un tema fundamental en el gobierno corporativo. Es por ellos que, a pesar de no ser incluida en el formulario IN-A (y que debería estar), contestamos la pregunta sobre la recomendación que formula el último párrafo del artículo 8 del Acuerdo: treinta y tres de las cuarenta y siete empresas objeto de este estudio cumplen con el parámetro sugerido sobre la cantidad de directores independientes, es decir, un director independiente por cada cinco miembros de la Junta Directiva.

Con respecto a la cantidad de los directores independientes de la administración y de los directores independientes de los accionistas en sus juntas directivas, las respuestas de los emisores se pueden ver desde cierta perspectiva. En cuanto a los directores independientes de la administración, el hecho de que veinticuatro emisores revelaron tener en sus juntas directivas más de cinco directores de esta clase se debe ver en sentido positivo, toda vez que esto cumple con los estándares internacionales del gobierno corporativo. Pero en cuanto a los directores independientes de los accionistas, este requisito o recomendación no está contemplado en el artículo 8 del Acuerdo 12-2003 y debería estarlo, dado que 23

empresas dijeron tener entre uno y cinco directores independientes de los accionistas en sus juntas directivas y sólo 2 dijeron que todos sus directores eran independientes en este sentido.

Al examinar la encuesta de The Busniness Roundtable, advertimos que hicieron una pregunta importante no contemplada en el formulario IN-A: si el Presidente, Gerente General o Director General de la empresa tiene calidad de director independiente. Esta es no debe ser solamente una pregunta sino también una propuesta a ser incorporada en el IN-A.

7. Como lo expresamos anteriormente, los derechos de los accionistas dentro de una empresa y dentro de los principios de gobierno corporativo pueden ser considerados como la *raison d' être* de estos principios. Baste recordar toda la serie de escándalos financieros y quiénes fueron las víctimas más indefensas de ellos.

Habiendo hecho esta reflexión, vemos que un 70% de los encuestados dijeron que sus códigos o normas de gobierno garantizan el ejercicio del derecho a voto en reuniones de accionistas, de conformidad con el Pacto Social de la empresa o sociedad, y además contemplan en sus normas internas de gobierno el acceso a información referente a la remuneración de los miembros de la Junta Directiva. Pero el porcentaje es menor en aquéllos que respondieron afirmativamente sobre el acceso a información referente a criterios de gobierno corporativo y su observancia, sobre los criterios de selección de auditores externos, el acceso a información referente a remuneración de los ejecutivos clave; y es mucho menor con respecto a tener normas que contemplen mecanismos mediante los cuales los accionistas puedan tener conocimiento de los esquemas de remuneración accionaria y otros beneficios ofrecidos a los empleados de la sociedad.

Pero al examinar estos porcentajes y números debemos recordar que casi el 100% de las empresas en Panamá son constituidas como sociedades anónimas, y en ese caso el Pacto Social y su contenido es la ley; y por tanto, las normas internas que regirán la empresa se basarán casi todas en lo previsto en el Pacto. Lo que se sugiere es que la Comisión siga con su política de educación de inversionistas e inclusive tal vez expandirla a accionistas, con el fin de que sean más conscientes de sus derechos.

8. Los principios de buen gobierno contemplados en el Acuerdo 12-2003 establecen que para apoyar a la Junta Directiva deben crearse Comités de Apoyo, y que por lo menos dos de éstos deben tener carácter de permanentes: el de Auditoría y el de Cumplimiento y Administración de Riesgos.

Las respuestas a las preguntas del IN-A nos dicen que más de la mitad de los emisores encuestados tiene en sus principios adoptados normas sobre Comités de Auditoría y Comités de Cumplimiento y Administración de Riesgos; mientras que menos de la mitad (trece emisores) tienen en sus códigos o normas un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave. En algunos casos se dijo que las funciones de estos comités eran realizadas por la Junta Directiva de la sociedad. Es nuestra opinión de que este comité, dentro de los parámetros previamente fijados por el Acuerdo, sea considerado también de carácter permanente.

Algunos emisores tiene nombres diferentes para estos comités, dependiendo del área de las actividades a que se dediquen: Comité de Compensación Ejecutiva, Comité de Gobernabilidad y Estrategia, Comité de Finanzas y Auditoría, Comité de Higiene y Seguridad Industrial, Comité de Gerencia y Comité de Mercadeo. Otros tipos de comités fueron reportados por veintiún emisores; entre estos últimos tenemos el Comité de Estrategia, Comité Ejecutivo, Comité Operativo, Comité de Inversiones y de Gestión de Activos y Pasivos; Comité de Compensación, Comité de Inversiones, Comité de Crédito Empresarial, Comité Técnico y el Comité de Negociación y Regulaciones Internas, entre otros.

Dado que los emisores, para efectos del gobierno corporativo, deben presentar sus IN-A dentro de un determinado período, la Comisión quiso saber si al momento de presentar el reporte estos comités estaban constituidos. En este sentido los porcentajes fueron casi idénticos a las respuestas de la pregunta sobre si el emisor tenía en sus principios adoptados normas sobre la creación de los Comités arriba descritos.

9. Los Comités de Apoyo, según el Acuerdo 12-2003, deben seguir ciertos criterios de selección para su organización. Los resultados de las preguntas acerca del número de miembros que cada comité posee en cada empresa y su conformación de acuerdo con las recomendaciones hechas por la Comisión fueron muy variados.

El hecho de que los requisitos mínimos sugeridos por la Comisión en cuanto a la conformación de los Comités de Auditoría se refiere (la inclusión del Tesorero de la sociedad y el 30% de directores considerados independientes a los que se refiere el artículo 11 del Acuerdo 12-2003) hayan sido seguidos por un mínimo de emisores es algo que pudiera considerarse como preocupante, toda vez que en el marco de los escándalos financieros este es tal vez el Comité más importante de todos.

El cuestionario mejora un poco al tratar el tema de los Comités de Cumplimiento y Administración de Riesgos aplicado a los emisores: más de la mitad incluyó a más de tres directores independientes de la administración; pero, como ya se había dicho antes, solamente un emisor ha adoptado la recomendación para el caso de que la Junta Directiva

del emisor o persona registrada conste de solamente 3 miembros.

Dentro de los datos suministrados por los emisores o personas registradas ante la Comisión encontramos que treinta y uno poseen Juntas Directivas compuestas por más de cinco miembros. Aun así, como se mencionara anteriormente ninguno ha adoptado en su totalidad las recomendaciones mínimas hechas por la CNV.

Pensando en otros aspectos que hemos visto anteriormente es nuestro sentir que la razón de algunos bajos números o porcentajes de cumplimiento se debe sobre todo a que la norma sobre gobierno corporativo es reciente, y que antes de que ella fuese aprobada existía una cultura corporativa en Panamá que se inclina fuertemente hacia la empresa familiar (*family-owned*) y hacia empresas con pocos accionistas, las cuales fueron en un comienzo (algunas de ellas) acérrimas opositoras a la adopción del Acuerdo 12-2003.

Es nuestro parecer, compartido fuera de este país, que para que la cultura corporativa absorba los principios de gobierno corporativo incorporándolos al día a día de la vida empresarial todavía deben pasar años y ser objeto de un cuidadoso monitoreo, que incluya no solo el aspecto del mero *compliance* sino también los efectos económicos a corto y largo plazo que conlleve la adopción de estos principios

La Bolsa de Valores de Panamá y el Gobierno Corporativo

La Bolsa de Valores de Panamá (BVP) es una organización autorregulada del mercado de valores autorizada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores. La BVP cuenta con una membresía de ochenta y un emisores inscritos al año 2004. La Bolsa adoptó en el año 2002 un Código de Buen Gobierno Corporativo, aunque esta organización no obliga a sus emisores registrados a adoptar o practicar normas de buen gobierno.

Con el fin de ampliar un poco los resultados del cuestionario del IN-A, hemos incluido aquí datos sobre algunos emisores registrados en la BVP que están registrados en la CNV. De los ochenta y un emisores, escogimos catorce al azar.

De estos catorce, siete develaron a la BVP en sus Informes de Actualización Anual que seguían prácticas de buen gobierno; dos empresas develaron que no tenían que develar prácticas, ninguna develó que no tenían prácticas y cinco empresas no dieron información alguna.

Las siete empresas que develaron prácticas son emisores registrados en la CNV, al tenor de lo dispuesto por los requisitos de inscripción exigidos por la BVP.

Indicadores de Movimiento Bursátil

Un aspecto interesante de este estudio es el movimiento de Bolsa que tuvieron varias de las empresas emisoras en la Bolsa de Valores de Panamá.

El informe versa sobre las negociaciones en mercados primario y secundario de 14 empresas registradas en la BVP en el año 2004 y los primeros meses del 2005.

De estas catorce empresas, seis adoptaron normas de gobierno corporativo, de acuerdo con la información suministrada a la CNV: Taca International Airlines, Corporación Micro-Financiera Internacional, S.A., Banco Cuscatlán, Econo-Finanzas, Helefactor Corporation y Global Bank.

Tres empresas dijeron en sus reportes que seguían o aplicaban parcialmente las normas de gobierno corporativo: Grupo Financiero Delta, Finanzas y Créditos del Hogar, Sarasqueta y Compañía, S.A.

Los dos bancos que aparecen en la lista son los que reportaron seguir normas de gobierno corporativo no basadas en el Acuerdo 12-2003: Banco Cuscatlán y Banco General.

Hubo dos empresas que no aplican ni han adoptado normas de gobierno corporativo: Petróleos Delta y Sociedad Urbanizadora del Caribe.

Y finalmente una empresa no dio dato alguno por no tener que hacerlo: el Quinto Fideicomiso de Bonos de Préstamos Hipotecarios.

¿Ayuda el gobierno corporativo al mejoramiento del rendimiento económico de una empresa?

De acuerdo con los académicos George Dallas y Sundeep Patel, el análisis del gobierno corporativo (es decir, el cómo afecta éste no sólo a las acciones y decisiones de las empresas sino también cómo refleja éste el desempeño económico y financiero de las mismas) es una ciencia nueva en los mercados financieros y bursátiles que todavía no ha sido institucionalizada; por lo tanto, todavía debe verse como una guía de investigación empresarial y financiera que pueda ser usada un día como herramienta de predicción1. Los autores señalan además que en su opinión todavía no hay una herramienta

1 **DALLAS, George y PATEL, Sundeep: Corporate Governance as a Risk Factor. Governance at Risk, McGraw-Hill, New York, 2002, pág. 12**

omnisciente a escala global que establezca una conexión empírica entre la práctica de las normas de buen gobierno y la evaluación del rendimiento económico de las empresas.1

Habiendo considerado lo anterior, al examinar los movimientos de ofertas públicas realizados en la Bolsa de Valores de Panamá por emisores registrados en el año 2004, no nos atrevemos a sugerir que los datos suministrados por la BVP sean o puedan ser el reflejo de los efectos de la adopción o no de prácticas de gobierno corporativo por parte de las empresas registradas. Pero podemos indicar ciertos hallazgos.

De los catorce emisores que figuran en el informe, cuatro registraron el mayor movimiento bursátil: dos bancos y dos empresas. Fueron el Banco Cuscatlán, el Primer Banco del Istmo, Taca International Airlines y Sarasqueta y Cía. Las otras empresas emisoras registraron un bajo movimiento en ambos años.

Es interesante observar que los emisores que más movimientos tuvieron han adoptado de una forma u otra las normas de gobierno corporativo, de acuerdo con los cuestionarios de la CNV. En orden descendente fueron: Primer Banco del Istmo, Sarasqueta y Cía., el Banco Cuscatlán y de último Taca. ¿En qué forma siguen estas empresas las prácticas de buen gobierno?

- **Primer Banco del Istmo** adoptó (por regulación) las normas emanadas del Acuerdo 4-2001
- **Sarasqueta & Cía** adoptó voluntaria y parcialmente las normas de gobierno corporativo (sin especificar si se trata de las propuestas por la CNV u otras).
- El **Banco Cuscatlán** también acata las normas del Acuerdo 4-2001.
- **Taca Airlines** adoptó voluntariamente los ***21st Century Governance Principles for U.S. Public Companies*** como normas de buen gobierno de la empresa.

Como podemos observar, la compañía que más movimientos bursátiles tuvo acata obligatoriamente las normas de gobierno corporativo... pero la que le sigue lo hace sólo en forma parcial y voluntaria. La que le sigue también se somete al Acuerdo 4-2001, pero la que va de último, en forma voluntaria, pone en práctica normas provenientes de los USA.

¿Qué quiere decir esto? Esto quiere decir que, al decir de Dallas y Patel, el gobierno corporativo no es un concepto de "*one size fits all*".2 Es una guía, un conjunto de principios que, diseñados para cubrir las necesidades específicas de un momento y lugar específicos

1 **DALLAS, George y PATEL, Sundeep: Corporate Governance as a Risk Factor. Governance at Risk, McGraw-Hill, New York, 2002, pág. 15**
2 **DALLAS, George y PATEL, Sundeep: Corporate Governance as a Risk Factor. Governance at Risk, McGraw-Hill, New York, 2002, pág. 13**

en el ámbito financiero, legal y económico, pueden ser utilizadas para mejorar el rendimiento de las empresas y aumentar el valor de éstas a través de enfatizar y aumentar las responsabilidades de los que están al cargo, creando un clima de transparencia corporativa que redunde en beneficio de los accionistas y demás entes interesados (inversionistas, el Estado).

Pero, como dijimos en el cuerpo del trabajo, todavía falta tiempo para verificar que el gobierno corporativo puede ser una herramienta útil no solo para mejorar el rendimiento y desempeño de las empresas cotizantes sino para usarlo como un indicador económico financiero y bursátil.

EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA PREVENCIÓN DEL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES

Por Oliver Oriel Muñoz Esquivel (*)
Ex Asesor Legal de la CNV

"El reto del gobierno corporativo es encontrar una vía que permita maximizar las ganancias en el tiempo, de una forma que no imponga costos inapropiados a terceras personas o a la sociedad como un todo... Dentro de estos costos se incluyen aquellos que afectan a la sociedad en general, tales como la contaminación y la realización de actividades criminales".

Robert A.G. Monks

El presente artículo pretende ilustrar brevemente la directa relación existente entre dos temas que han sido tradicionalmente abordados de forma separada en el ámbito bancario, a saber: el gobierno corporativo y la prevención del delito de blanqueo de capitales (comúnmente denominado lavado de dinero).

Uno de las principales conclusiones que a nuestro juicio podemos extraer del VII Congreso Hemisférico para la Prevención de Lavado de Dinero, celebrado recientemente en nuestro país bajo los auspicios de la Asociación Bancaria de Panamá, es que la prevención del delito de blanqueo de capitales es mucho más efectiva en aquellas entidades que mantienen un buen sistema de gobierno corporativo.

En términos generales, un buen gobierno corporativo es aquél que permite establecer a lo interno de la empresa un sistema de pesos y contrapesos, por medio de la adopción y efectiva implementación de medidas concretas que permitan garantizar un manejo ético y con responsabilidad social.

Las reglas generales aplicables a las entidades bancarias en materia de gobierno corporativo han sido reglamentadas por la Superintendencia de Bancos a través del Acuerdo 4-2001 de 5 de septiembre de 2001. Dicho Acuerdo dispone expresamente que la junta directiva de la entidad bancaria tiene entre sus responsabilidades "conocer y comprender los principales riesgos a los cuales se expone el Banco, estableciendo límites y procedimientos razonables para dichos riesgos y asegurarse que la Gerencia Superior adopte las medidas necesarias para la identificación, medición, vigilancia y control de los mismos".

En el contexto del mercado de valores, se encuentra actualmente en fase de consulta pública el Acuerdo por el cual se adoptan normas de gobierno corporativo aplicables a

sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores, cuya vigencia entrará a regir a partir del 1 de enero de 2004. Según lo establecido en dicho Acuerdo, sus normas serán aplicables a las entidades bancarias que se encuentren registradas en la Comisión, en la medida en que éstas no sean incompatibles con aquéllas que hayan estado obligadas a observar previamente. Por consiguiente, corresponderá a los bancos registrados en la Comisión realizar un análisis comparativo de las normas reglamentarias adoptadas tanto por la Superintendencia de Bancos, como por la Comisión Nacional de Valores, a efectos de que su estructura de gobierno corporativo cumpla con las disposiciones legales sobre esta materia.

En otro orden de ideas, es innegable que uno de los principales riesgos que enfrenta en la actualidad el negocio bancario consiste en su potencial exposición al lavado de dinero procedente de alguna actividad ilícita. Es por esto precisamente que la no adopción de medidas concretas tendientes a confrontar tan importante riesgo suele conllevar graves consecuencias de orden económico (multas administrativas impuestas por la autoridad reguladora, tal es el caso de la Superintendencia de Bancos) y reputacional (al verse afectados tanto el nombre como el prestigio de la entidad).
El mantenimiento de un buen esquema de gobierno corporativo contribuye a minimizar en gran medida los riesgos asociados al lavado de dinero debido por las siguientes razones, entre otras:

Permite un mayor nivel de participación a accionistas independientes en la junta directiva de la empresa, las acciones y medidas de orientación estratégica de la entidad.

Dispone la adopción de códigos de conducta y normas de contenido ético aplicables en todos y cada uno de los niveles de la organización de la entidad;

Contempla la necesidad de aprobar manuales de políticas y procedimientos tendientes a hacer frente a los problemas relacionados con la administración del negocio (no sólo para prevenir el lavado de dinero, sino para evitar el surgimiento de conflictos de interés, la fijación de excesivos de márgenes de remuneración a los miembros de la junta directiva, etc.);

Avala la creación de comités de apoyo a la junta directiva (por ejemplo, el comité de auditoría y el comité de cumplimiento), los cuales deberán contar con autonomía y autoridad suficiente para llevar a cabo el monitoreo y supervisión de determinadas áreas de relevancia para el negocio, entre ellas aquellas directamente encargadas de velar por el debido cumplimiento de las normas legales vigentes en materia de prevención del delito de blanqueo de capitales;

Garantiza la creación de fluidos canales de comunicación interna, y hacia todas aquellas personas interesadas en la gestión y desempeño de la entidad (inversionistas y público en general). Esto coadyuva a preservar la transparencia informativa y credibilidad necesarios para enfrentar los riesgos del negocio (entre ellos, como se ha dicho, su potencial utilización para el blanqueo de activos), y;

Permiten comprobar la integridad, y los niveles de eficiencia y de los manuales y políticas adoptados por la entidad para prevenir su utilización para la comisión del delito de blanqueo de activos.

Por todo lo anterior, resulta más que evidente la directa vinculación existente entre un buen sistema de gobierno corporativo y la adecuada prevención del delito de blanqueo de capitales dentro del marco de la actividad bancaria.

Las opiniones expresadas en el presente artículo son personales del autor y no reflejan necesariamente la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores ni de las personas que en ella laboran.

GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMÁ

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

I. ¿QUÉ ES?

A. Definición

El Gobierno corporativo es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. El Gobierno corporativo también provee la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la empresa, los medios para alcanzar estos objetivos, así como la forma de hacer un seguimiento a su desempeño. (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OCDE)

El proyecto de acuerdo de la Comisión Nacional de Valores de Panamá por cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de sociedades registradas define gobierno corporativo en su articulo 2, y siguiendo muy de cerca la definición de la OCDE, como**:** **"**La distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes de una organización corporativa, tales como la Junta Directiva, Accionistas, entre otros. Conjunto de normas que define las reglas y procedimientos a observar para la toma de decisiones de asuntos corporativos, y que provee la estructura a través de la cual los objetivos de la sociedad son establecidos, así como los mecanismos para la obtención de los objetivos establecidos y la correcta supervisión del cumplimiento de los mismos."

B. ¿Por qué es importante el gobierno corporativo?

El gobierno corporativo es importante tanto para las empresas individualmente consideradas como para la economía del país.

La existencia y, más importante aun, la práctica de reglas de gobierno corporativo aumentan significativamente las posibilidades de un emisor para ser considerado como sujeto de inversión por parte de inversionistas en general y en particular de inversionistas internacionales.

La existencia de gobierno corporativo es un elemento que ***puede*** ayudar a minimizar los riesgos por malos manejos corporativos e inclusive fraudes.

El buen gobierno de las sociedades o gobierno corporativo:

Reduce el riesgo.
Estimula la ejecución.
Mejora el acceso a mercados de capitales.
Mejora el mercadeo de productos y servicios.
Mejora el liderazgo.
Demuestra transparencia y accountability social. *(Fuente: Corporate Governance CIMA www.cima.org.uk)*

C. ¿Cómo y en dónde se reflejan las reglas de gobierno corporativo?

No hay formula única. Las reglas de gobierno corporativo pueden encontrarse en distintas leyes como por ejemplo, las leyes de sociedades. Igualmente pueden encontrarse en los pactos sociales, estatutos y reglamentos de las empresas.

Se recomienda para un tratamiento unitario del tema la elaboración por las empresas de códigos de un buen gobierno o gobierno corporativo.

La mayoría de los códigos de gobierno corporativo contemplan los siguientes aspectos, sin que la lista sea exhaustiva:

Presencia de miembros independientes en la junta directiva
Definición de responsabilidades de los distintos órganos y miembros de la sociedad.
Evaluación de miembros
Comités especializados
Comité de auditoria
Comité de nominación
Comité de remuneración
Derechos de los accionistas
Forma de elección de miembros de la directiva
Regulaciones relativas de la asamblea anual de accionistas
Protección de inversionistas minoritarios
Mecanismos de votos
Derecho a la Información y revelación
Estándares de contabilidad
Administración de control interno y riesgos.

Auditorias internas y externas
Comunicación entre los auditores externos y el comité de auditoria.

II. GOBIERNO CORPORATIVO Y LOS PROBLEMAS DEL INFORMACION ASIMÉTRICA Y EL *MORAL HAZARD*.

Nuevas teorías en economía y finanzas que se han desarrollado en los últimos 30 años destacan las ineficiencias que pueden resultar cuando no todas las partes en una transacción están igualmente informadas. Esto se conoce como asimetría en la información.

Los problemas de información asimétrica pueden hacer que los inversionistas se muestren renuentes a poner su dinero en compañías debido a problemas de selección. No tienen suficiente información, por lo que prefieren no invertir.

Si buenas compañías no pueden ser distinguidas de malas compañías, los inversionistas sólo pueden asumir de manera segura que todas las compañías son malas. En este caso, las buenas compañías no recibirán un precio lo suficientemente alto por sus acciones y no van a listar sus acciones en el mercado, confirmando las creencias negativas de los inversionistas.

Los inversionistas pueden estar preocupados además por lo que se conoce en inglés como el "*moral hazard*" y que no es otra cosa que la preocupación legítima de que el dinero invertido en una buena compañía puede ser mal utilizado por la administración o apropiado indebidamente cuando los estándares de contabilidad y los organismos internos de supervisión y control no existen o no funcionan debidamente para restringir a los llamados ***insiders***. El fenómeno antes descrito ha sido comprobado en trabajos por autores como Jensen en 1986 y Schleifer y Vishny en 1997.

Los llamados ***insiders*** pueden ser los accionistas controladores, como por ejemplo la familia fundadora de la empresa o los principales administradores de la empresa o ambos grupos.

A. Gobierno corporativo y protección de los inversionistas: Elementos importantes para el movimiento de capitales.

Estudios recientes han demostrado la importancia de los factores legales e institucionales al explicar la razón por la cual los capitales fluyen de países ricos a pobres. Estos factores citados son mucho más importantes de lo que se había supuesto o se podría esperar.

Las regulaciones legales y la fortaleza de las instituciones son tan importantes como los aspectos meramente económicos, financieros o comerciales. Si esto no se tiene en cuenta no se puede comprender la importancia del gobierno corporativo.

El grado en que un país protege los derechos legales de los accionistas minoritarios de una compañía y de los que le suministran crédito a la misma ejerce una influencia significativa en el tamaño y la fuerza de su mercado de capitales.

Si los inversionistas obtienen poca protección se mantendrán alejados y mercados financieros pequeños llevan a más lento crecimiento económico en general.

Es fácilmente comprobable que los países en desarrollo califican mas bajo que los países desarrollados en cada medida de protección al inversionista como por ejemplo, sin que la lista sea exhaustiva:

Derechos de los accionistas.
Derechos de los acreedores.
Eficiencia del sistema judicial.
Estado de derecho.
Calificación del sistema contable.

Shleifer y Wolfenson en un trabajo del año 2002 demostraron que una débil protección al inversionista puede bajar el producto marginal de capital y eliminar el incentivo para que el capital fluya de países ricos a pobres.

De acuerdo a su argumento, la cantidad de capital que fluye a las economías emergentes es sólo una fracción de lo que veríamos en un mundo donde los derechos de los accionistas minoritarios en esos países fueran del mismo nivel que la protección legal del que disponen sus contrapartes en los Estados Unidos.

Existe también evidencia empírica que la protección del inversionista cuando es no efectiva crea una distorsión. Esta distorsión se explica claramente si consideramos que los inversionistas (sean extranjeros o locales) saben menos de las perspectivas de la empresa y del comportamiento de su administración, es decir aquéllos a los que hemos definido y explicado como ***insiders***. Por ello, para participar exigirán mayores retornos o se quedan fuera totalmente. Esas son las dos posibilidades y ambas tienen consecuencias negativas y generan la distorsión comentada.

Para mitigar los efectos de la llamada ***información asimétrica*** se requiere mayor protección de los inversionistas lo que puede ayudar a los países en general a atraer más capital internacional.

Ahora bien, no todo el argumento debe concentrarse en la atracción de capital internacional. Otro aspecto fundamental es que más protección al inversionista en general debe ayudar a mantener el capital domestico y evitar que éste se vaya del país o que simplemente se quede fuera los sistemas o mercados financieros y ahorrado como efectivo o en activos no financieros como tierra o joyas. Esto es igual de importante.

Finalmente superada la etapa anterior debe considerarse que mejor o mayor revelación de información por parte de las empresas aumentará la eficiencia del sistema ya que la protección aumenta el total del capital en acciones en un país, ayudando a los países a hacer mejor uso del capital que ya tienen.

Para enfrentar el otro elemento presentado además del ya explicado de información asimétrica tenemos que existen métodos concretos que ayudan a mitigar el llamado ***moral hazard***. Estos métodos incluyen en la práctica todos aquellos que mejoran la habilidad de los inversionistas para vigilar cómo su dinero está siendo utilizado y que hacen más fácil para los inversionistas intervenir efectivamente cuando los ***insiders*** comienzan a usar indebidamente su poder.

Si algunos accionistas tienen influencia desproporcionada sobre la política de la compañía o si los accionistas minoritarios enfrentan barreras a la participación efectiva en el proceso de toma de decisiones (por ejemplo inexistencia del sistema de proxies) se puede tener por seguro que los inversionistas externos dudarán en arriesgar su dinero en esas empresas, elevando así el costo de capital.

Ejemplo concreto de figuras o métodos que mitigan los llamados ***riesgos de selección adversa*** son aquéllos que requieren a las compañías listar los nuevos valores en bolsas o mercados organizados para proporcionar mayor información y hacer a las empresas legalmente responsables por la calidad de ésta información.

Dado que los accionistas minoritarios son probablemente poco propensos a prestar atención o involucrarse en gobierno de una sola compañía cuando es más fácil y práctico para el accionista minoritario vender sus acciones, se considera que resulta necesario y de beneficio un regulador público fuerte con los incentivos y capacidades para actuar en su lugar.

Esto explica por ejemplo la legitimación de comisiones de valores para iniciar procesos colectivos de clase o class action como es el caso de la legislación de valores panameña. (Véase articulo 210 Decreto Ley 1 de 1999).

B. ¿Quién es el inversionista al que hay que proteger? ¿Todos los sistemas son iguales?

Un importante punto es: ¿Quién es el que necesita de esta llamada protección? Investigaciones americanas en gobierno corporativo se preocuparon inicialmente con el problema de administradores de firmas que numerosos accionistas y pocos accionistas controladores. El famoso dilema en la gran sociedad anónima y estudiado por los académicos de la propiedad y control en que se hace referencia a que en la gran sociedad anónima llega un momento en que los accionistas tienen la propiedad, pero no el control, el cual reside o reposa en pocos que puede ser inclusive la administración. En sentido inverso pocos, o la administración, detentan el control de la sociedad aun cuando efectivamente estos no son los propietarios, por lo menos no mayoritarios.

Dado que ningún accionista individual es propietario de suficientes acciones de una empresa para hacer que el esfuerzo de monitoreo valga la pena, la preocupación general es que los administradores no tendrán a quién responder. En este caso los administradores tienen el control sin propiedad y no responden efectivamente ante nadie.

Este problema fuera de los Estados Unidos es bastante más raro. La empresa o compañía de accionistas muy dispersos es muy rara. En un trabajo muy importante en materia de gobierno corporativo y protección de inversionistas La Porta y otros autores han encontrado que la mayoría de las compañías fuera del sistema conocido en Estados Unidos tienen un solo accionista dominante o grupo de accionistas (comúnmente una familia fundadora) que monitorea cuidadosamente el negocio y que puede incluir a la persona clave de la administración.

En virtud de lo expuesto anteriormente entonces debe tenerse en cuenta que el control pueden tenerlo accionistas controladores (familia fundadora) o administradores dependiendo del tipo de sistema. Por ello el concepto de ***insider*** que se usa en este trabajo es general, sin especificar si es de administradores o accionistas controladores en caso específico.

Es necesario explicar en más detalle este último punto por la importancia que tiene a la hora de dictar recomendaciones en materia de gobierno corporativo. Hay dos formas generales de propiedad corporativa: La concentrada y la dispersa.

En los sistemas de propiedad corporativa concentrada la propiedad y/o control está concentrada en las manos de un pequeño grupo de individuos, familias, administradores, directores, compañías holdings, bancos y o empresas no financieras. Dado que estos individuos o grupos comúnmente administran, controlan o fuertemente influencian la forma en que la empresa se maneja se les llama, como hemos indicado anteriormente, ***insiders***. Estos se conocen también como sistemas de ***insiders***. La mayoría de los países, especialmente los gobernados por derecho civil, tienen este tipo de estructuras.

Los ***insiders*** ejercen control sobre las compañías en diferentes maneras. Un escenario común es cuando los insiders tienen la mayoría de las acciones y los votos. Esta es la estructura de la propiedad corporativa en Panamá.

El otro tipo de propiedad corporativa es el de la propiedad dispersa. En este escenario un gran número de propietarios tienen pequeñas cantidades de acciones. Estos inversionistas tienen poco tiempo e incentivos para vigilar la actividad de la empresa y no se inmiscuirán. Estos son los llamados ***outsiders***. Los sistemas de ***common law*** como Reino Unido y Estados Unidos países tienen este tipo de estructura.

Cada sistema tiene retos distintos en materia de gobierno corporativo.

Los sistemas de ***insiders*** en general presentan como ventajas las siguientes, sin que la lista sea exhaustiva:

Los ***insiders*** tienen el poder e incentivo para controlar la administración y para evitar o minimizar el riesgo de fraude y mala administración.
Los insiders mantienen normalmente su inversión por largos periodos.
Los insiders apoyan decisiones que mejoran el desempeño de la firma a largo plazo en lugar de decisiones de corto plazo. Esta actitud comentada es característica de los outsiders.

No obstante los insiders o el sistema dominado por insiders presenta las siguientes desventajas, sin que la lista sea exhaustiva:

Predisponen a la empresa a ciertas fallas de gobierno corporativo. Una es que el propietario dominante puede acordar con la administración y expropiar o apropiarse indebidamente de los activos de la firma a expensas de los accionistas minoritarios. Esto aumenta cuanto los accionistas minoritarios no disfrutan de derechos legales.
Cuando los administradores tienen muchas acciones o votos pueden usar su poder para influenciar las decisiones de la directiva que pueden beneficiarlos directamente a expensas de la compañía, ejemplos comunes son salarios exorbitantes para la administración y

beneficios similares o aprobar la compra de artículos a sobre precio de firmas en las cuales la administración tiene grandes acciones.
Los controladores puede en ocasiones inducir a la directiva aprobar la compra de firmas rivales con el solo propósito de extender el mercado de la empresa y silenciar a la competencia.
La administración puede lograr convencer a la junta directiva para rechazar ofertas de adquisición (OPAS o su equivalente) por miedo a perder el control de la firma aun cuando por medio de la OPA se mejore el desempeño de la empresa. Este peligro aumenta si la sociedad es de propiedad familiar o controlada por insiders que están protegidos de las presiones de mercado por no estar listadas en bolsa.
Cuando los bancos tienen acciones o voto en la compañía a la que prestan pueden enfrentar conflictos de intereses que pueden poner en peligro el futuro del banco y de la empresa. En este escenario los bancos tienen interés en que la sociedad continúe y por lo tanto continuarán dando crédito aun cuando la compañía no es merecedora de crédito. Esto también puede suceder si los insiders usan sus conexiones políticas para obtener fondos para rescates o para eludir los procedimientos de quiebra o liquidación.

En conclusión insiders que utilizan sus poderes de forma irresponsable gastan recursos y afectan la productividad de la empresa, también influyen en la reticencia o resistencia de los inversionistas a invertir en las compañías y crean mercados de capitales ilíquidos. Este tipo de mercados priva a compañías del capital necesario al menor costo posible y previene o precluye que los inversionistas diversifiquen sus riesgos.

C. ¿Qué pueden ganar las empresas con buen gobierno o gobierno corporativo?

Klapper y Love (2002) encontraron que firmas con mejor gobierno corporativo tienen mejores resultados y más alta valoración, especialmente en países en los cuales el sistema legal general es débil.

Newell y Wilson (2002) encontraron que empresas con pobre gobierno corporativo tienen más bajas valoraciones medidas por la razón del valor de mercado versus valor en libro.

La interpretación más obvia de estos trabajos es que si las empresas mejoran su gobierno corporativo, ellas tendrían acceso a capital mas barato.

La presentación de la anterior evidencia o resultados de estos trabajos de alto valor científico y seriedad debe merecer dos apuntes. Primero no existe información a nivel particular de Panamá de trabajos similares. Sería conveniente que se hiciesen. Segundo y en aras de un trabajo balanceado y objetivo el problema de estos resultados es que no se explica por que las compañías no han adoptado de inmediato los cambios necesarios y

han adoptado sin duda alguna el gobierno corporativo, con todas las ventajas evidentes del mismo.

¿Podemos ingenuamente suponer que la falta de adopción se ha debido simplemente en el desconocimiento de que los accionistas minoritarios e inversionistas requieren mayores retornos para invertir en compañías con prácticas de gobierno corporativo opacas o que excluyen?

En virtud de que nos movemos en un terreno donde se está partiendo de la base que las empresas seleccionan voluntariamente la adopción o no a reglas de buen gobierno, entonces es necesario entender las razones por la cuales el no permitir mayor observación de afuera e influencia en las decisiones corporativas por terceros nunca ha valido la pena o sacrificio desde la óptica de los insiders de la empresa, quienes son los que finalmente tienen el poder para tomar la decisión.

Los autores Peter Blair Henry y Peter Lombard Lorentzen, Profesor de economía de la Universidad de Stanford y candidato a doctor de esa misma universidad, respectivamente, en un magnifica monografía titulada: "***Making Markets Work: How Domestic Capital Market Reform can improve Access to global finance*** y del cual tomamos numerosas referencias a lo largo del presente escrito señalan que hay tres posibles explicaciones:

Primero: Los insiders consideran que al involucrar a los accionistas se precluye o evita que la empresa haga o tome las decisiones estratégicas. 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. Estos costos reducen el valor de la empresa a todos los accionistas y por ende puede ser una buena razón para no adoptar las mejores prácticas de gobierno corporativo.

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 más 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 es más bien un problema de coordinación. Si todas 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 perdidas es evidente que dicha sinceridad no la beneficiará, en comparación con las otras empresas.

Ahora bien, si todas las firmas son compelidas a cambiar juntas, las mejores se destacarán. Algunos consideran que este puede ser el problema que confrontan las empresas que se someten voluntariamente a las calificadoras de riesgo en Panamá hoy día, teniendo en cuanto que el sistema de calificación de riesgos en Panamá no es de carácter obligatorio.

D. Relación entre la protección del inversionista y la economía.

En años recientes un creciente cuerpo de trabajo econométrico ha demostrado que economías con menores protecciones a accionistas minoritarios, con sistemas legales más débiles o con reputación de corrupción tienen sistemas financieros más pequeños y débiles y crecen más lentamente.

Estos problemas no hacen difícil solamente a las empresas acceder a capital internacional, hacen difícil a las firmas convencer a los inversionistas domésticos que confíen en las firmas con su dinero, reduciendo el crecimiento en la economía ya de por si cerrada.

Ambos factores es decir: El resultado esperado que es el desarrollo del mercado de capitales y las influencias que sobre este ejercen el sistema legal efectivo y la transparencia, entre otros, pueden ser medidos en diferentes maneras.

El problema es que estas influencias son difíciles de medir de forma rigurosa. Frente a los problemas de estas mediciones una nueva ola de investigación económica ha intentado remediar esta deficiencia por medio de la medición sistemática de legislaciones y regulaciones financieras especificas y probar o medir estadísticamente sus efectos.

El primer gran esfuerzo en esta dirección es de los autores La Porta, López-deSilanes, Shleifer and Vishny quienes examinaron las leyes financieras y regulaciones de 49 países para determinar el nivel de protección que le dan a los acreedores y los accionistas. Este trabajo se enfoca en aspectos de la ley de sociedades que pueden ayudar a mitigar los problemas antes indicados.

El resultado central del estudio reveló, como se podía sospechar, que países que tienen menores protecciones tienen mercados de capitales más pequeños y débiles.

Para evaluar la fuerza de los mercados de valores se utilizaron 3 medidas. Primero se estimó el valor de las acciones listadas mantenidas por accionistas minoritarios y se compararon con el producto interno bruto del país. Se observó igualmente en número total de empresas listadas y el número anual de ofertas publicas iniciales en relación con la población. Ver más firmas en el mercado sugiere que el mercado de capitales accionarios es una fuente atractiva y posible de capital y ver más ofertas públicas iniciales confirma que esto permanece así.

Otro punto importante del estudio fue la relación de los resultados con el origen de la ley de sociedades del país. Países que tienen leyes basadas en el modelo de common law ya sea por herencia colonial u otra conexión, tenían mercados de capitales más grandes. Países que siguen el modelo europeo continental basado en el derecho civil tal como el alemán o francés, tenían mercados de capitales significativamente menores. Esto, a juicio de los autores, prueba que la ley importa enormemente en los mercados de valores.

Otra conclusión del trabajo citado fue que la pobre protección de los inversionistas está probablemente relacionada con instituciones sociales débiles en general. En otras palabras la tasa de retorno de capital en economías emergentes puede ser baja porque a estos países les falta el desarrollo institucional necesario.

Las conclusiones no dan respuestas fáciles en cuanto a que hacer. Se puede tener la apariencia de que al poner en su lugar las reglas y leyes el capital va a fluir de forma automática. En realidad sabemos que no es así. Lo que si se puede decir con certeza es que las leyes, reglas e instituciones gubernamentales pueden jugar un papel importante en minimizar los problemas de información asimétrica y el llamado moral hazard para los inversionistas y que esto ayuda a que los mercados de capitales crezcan.

La teoría y práctica apuntan en una misma dirección: Más protección a los accionistas está fuertemente asociada con el tamaño, eficiencia y estabilidad de los mercados de valores.

Los mercados de valores de países en desarrollo son pequeños y muchas veces insignificantes precisamente porque están pobremente regulados. Si los pequeños inversionistas no pueden confiar que tendrán un trato justo de su inversión, ellos van a depositar su dinero en un banco.

Por todo lo anterior no debe extrañar que el buen gobierno corporativo sea hoy un criterio establecido de inversión.

A nivel internacional existen numerosas encuestas, el proyecto de código de gobierno corporativo que propone la CNV cita una de ellas. En efecto *The Economist Intelligence Unit*, bajo el auspicio de **KPMG INTERNATIONAL**, durante los meses de Junio y Julio de 2002

llevó a cabo una encuesta en la cual participaron ciento quince (115) ejecutivos representantes de distintas áreas del mundo *(Norteamérica, América Latina, Europa Occidental, Europa Oriental, Medio Oriente - Norte de África, Sudáfrica, Asia -Pacífico)* y distintas industrias, en la cual quedó sentado que para el 14% de los encuestados el tema de gobierno corporativo es la primera prioridad dentro de su organización, 32% opinó que el tema de gobierno corporativo es una de las tres prioridades dentro de su organización, mientras que 29% y 22% estimaron que está dentro de las diez prioridades de su organización y que es importante, más no un tema de prioridad, respectivamente.

El trabajo antes citado ha sido repetido y actualizado en el año 2003.

En este sentido tenemos como otro ejemplo concreto el resultado del trabajo de la consultora internacional McKinsey la cual en su ***Global Investor opinion survey on corporate governance*** en el año 2002 llega a conclusiones tan evidentes y claras como las siguientes:

Ante la pregunta: ¿Cómo el gobierno corporativo afecta su decisión de inversión? el porcentaje de inversionistas que selecciona esta opción de múltiples respuestas posibles fue:

63% Evita ciertas compañías como inversión
57% Aumenta /disminuye tenencias en valores de ciertas compañías
31% Evita ciertos países como inversión
28% Aumenta/ disminuye tenencias en valores de ciertos países.

Igual de elocuentes son los testimonios de profesionales que administran importante fondos de dinero y que deben tomar a diario decisiones millonarias de inversión.

"Nuestro grupo de inversión nunca aprobaría una inversión en una compañía con mal gobierno." Inversionista con 20 billones de dólares en fondos.

"Buen gobierno es a un criterio importante." Analista europeo con 62 billones de dólares para invertir o en fondos.

"Yo simplemente no compraría una compañía con pobre gobierno corporativo." CFO 3 billones de dólares banco privado europeo.

Según la misma encuesta una mayoría significativa de inversionistas dicen estar dispuestos a pagar una prima por una compañía bien gobernada.

Inversionistas de
Europa 78%
Asia 78%
Norteamérica 76%
Latino America 76%

Fuentes: *Mckinsey Global Investor Opinion survey on corporate governance 2002 y Roberto Felton. Capital Markets Governance of Corporates. How can Capital markets excert a better governance on corporates.*

III. LA SITUACION PANAMEÑA EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO

A. Emisores panameños: Muchas empresas familiares

Las sociedades anónimas panameñas son en su gran mayoría empresas familiares.

En un reporte 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 presentó un interesante estudio sobre las empresas panameñas.

El estudio reviste, a nuestro juicio, importancia hasta el día de hoy por hacer un análisis directo sobre como están estructuradas las empresas panameñas, como estas obtienen su financiamiento y cual es o era su actitud hacia el concepto de revelar información al público sobre sus operaciones. Consideramos que este es el punto de partida para determinar la actitud y aptitud de las empresas con relación al mercado de valores.

El trabajo es resultado de entrevistas directas con estas empresas y tiene un interesante valor de referencia ya que es necesario entender como han sido estructuradas las sociedades panameñas y cual era su actitud original frente a la revelación de información al público. Luego comparemos la información histórica con los datos actuales.

Primer ejemplo. Compañía A. Empresa manufacturera. 95% de sus acciones están en manos privadas y el resto en manos de pequeños accionistas. Obtiene financiamiento de bancos de Estados Unidos, sus suplidores y préstamos de sus dignatarios y directores. Estaba dispuesta a revelar información incluyendo estados financieros, pero se mostraba temerosa de expropiaciones y de presiones laborales si sus estados financieros son hechos públicos.

Usaría financiamiento mediante acciones ya que considera que puede obtener mejor tasa de retorno que por medio de deuda, aun cuando puede obtener deuda a mediano plazo de

bancos de Estados Unidos consideraba que no podía obtener deuda de mediano o largo plazo de bancos panameños.

Segundo ejemplo. Compañía B. Compañía de seguros pública con 50 a 100 accionistas. 80% compraron las acciones cuando la sociedad se formó. La empresa se registró con la CNV para crear confianza pública en la empresa. Hay ventas ocasionales de acciones. Por la naturaleza de su negocio la compañía no tiene preocupación por la obtención de capital.

Tercer ejemplo. Compañía C. Es una compañía procesadora de alimentos con aproximadamente 100 accionistas. Obtiene su financiamiento por medio de bancos panameños. Sus auditores preparan completos estados financieros, pero la información solo esta disponible para las personas controladores ***y no para sus accionistas***. No haría la información pública porque no necesita tomar ventajas de incentivos que podrían estar disponibles a las compañías que hicieran la información pública. En adición consideran que los inversionistas no pagarían lo que las acciones de la empresa valen.

Cuarto ejemplo. Compañía D. Negocio de transporte. Requiere grandes cantidades de capital todo el cual lo obtiene sin dificultad de bancos panameños. La administración apoya la idea de hacer alguna información financiera pública si hay incentivos adecuados. Pero la empresa no estaría dispuesta por miedo a expropiación o por presiones para reducir sus precios debido a su alto margen de ganancia. Cree que la oferta de dinero en Panamá es sólo temporal y que el mercado de acciones sería una alternativa al financiamiento bancario.

Quinto ejemplo. Compañía E. Industria pesada. Tiene 10 accionistas. Obtiene capital mediante bancos ya que es rentable y no tiene dificultad en hacerlo. Prepara estados financieros los cuales son dados a sus directores, los bancos que le prestan y al gobierno. No estaría dispuesta a hacer los estados financieros públicos por temor al cargo de que sus ganancias son muy altas y teme demandas de los sindicatos por mejores salarios y beneficios.

Sexto ejemplo. Compañía F. Industria pesada. Las familias que la controlan no poseen la mayoría de sus acciones. Se considera una compañía pública ya que tiene un gran número de accionistas. Tiene muchos empleados que son accionistas. Estaría dispuesta a hacer sus estados financieros públicos si hay adecuados incentivos.

El trabajo que comentamos llegó a las siguientes conclusiones con relación a los problemas que enfrentaba el desarrollo del mercado de valores, principalmente accionario, en Panamá en 1973. Los citamos 30 años después debido a que, no obstante los avances, muchos de estos problemas persisten.

Primero: La mayoría de los panameños invierten sus ahorros en bancos y no están muy conscientes de las acciones como alternativa.

Segundo: Los panameños están más preocupados con los rendimientos de las inversiones que con el potencial para ganancias de capital.

Tercero: La existencia de la estructura fiscal crea un considerable desincentivo para invertir en valores accionarios. Este tema fue solucionado en su momento con reformas fiscales (Hoy artículos 269 y 270 del Decreto ley 1 de 1999).

Cuarto: Los inversionistas están renuentes a invertir en compañías sobre las cuales no tienen posibilidad de obtener información. Este tema ha cambiado sustancialmente, por el lado de suministro de información en los últimos 4 años. Se debe continuar mejorando la calidad de la información que se suministra.

Quinto: Al mercado existente le falta liquidez en el cual los inversionistas sepan que pueden comprar o vender sus acciones rápidamente. Este es un problema que persiste.

Sexto. Finalmente es difícil, costoso y consume mucho tiempo para los accionistas individuales exigir u obligar a las empresas, por ellos, solos al respeto y cumplimiento de sus derechos. Este problema en la práctica persiste.

Los autores del reporte efectuaron varias recomendaciones y observaciones que estimamos pertinentes recordar hoy, 30 años después:

La expansión del mercado existente requiere un periodo sustancial de tiempo.

El mercado debe estar basado en las necesidades de la comunidad panameña en lugar de cualquier modelo preconcebido. Las medidas que se recomiendan no son crear un mercado similar al del los Estados Unidos ya que el modelo de dicho país no sería apropiado a la luz de las condiciones de negocios, financieros, económicos y de gobierno que existen en Panamá.

Las recomendaciones en su momento se limitaban al desarrollo del mercado de valores con valores accionarios panameños. Las sugerencias que se deben tomar pasos inmediato para hacer Panamá un centro para valores internacionales fueron rechazadas por lo autores del reporte. Opinaron que tal mercado si se desarrolla debe ocurrir sólo después que el mercado de valores local haya sido sustancialmente fortalecido.

La meta de las recomendaciones fue la creación de un mercado en el cual los inversionistas tengan confianza, en el cual crean que serán tratados justamente y en el cual haya adecuada información.

Para alcanzar la meta, los pasos que se recomiendan son: Educar al inversionista, dar mayor revelación de las informaciones de la empresa, desarrollar mecanismos de mercado y mejorar el proceso regulatorio.

B. Situación en Panamá.

En Panamá hay formalmente registrados en la CNV 113 emisores de valores ya sea deuda o de acciones. Se trata de un grupo heterogéneo, pero predomina la empresa familiar. Esta característica no es ajena o extraña a las empresas del área o entorno geográfico cercano según señala el trabajo de BOLCEN preparado por Donald Cott Presidente de BOLCEN y titulado ***Globalization and consolidation in Emerging markets. Central america and caribbean region case.*** (Presentado en Mayo, 2002)

Del número total de 111 emisores, las empresas que emiten acciones, es decir aquéllas a las que podríamos catalogar estrictamente como empresas públicas, se reducen a 44. De éstas, 30 listan sus valores en una bolsa de valores.

Como vemos la gran mayoría son empresas que emiten deuda, sea bonos o valores comerciales negociables y su composición accionaria es cerrada.

Si tomamos las empresas registradas en la CNV que reportan el mayor número de accionistas tenemos el siguiente patrón:

1025- BANCO DEL ISTMO

GRUPO DE ACCIONES	Número de acciones	% del Número de ACCIONES	Número de Accionistas
1-1000	392,849	1,21	2,157
1001-5000	1,034,339	3,2	435
5001-10000	875,621	2,71	126
10001-15000	530,615	1,64	44
15001-20000	482,975	1,49	28
+ de 20000	29,053,942	**89.75**	**161**
TOTALES	32,370,341	100	***2,951***

1034- BANCO UNIVERSAL, S.A.

GRUPO DE ACCIONES	Número de acciones	% del Número de ACCIONES	Número de Accionistas
1-500	599,292	5,99	22,202
501-1000	209,038	2,09	299
1001-2000	243,306	2,43	173
2001-5000	325,657	3,26	104
5001-7500	206,578	2,07	32
7501-10000	143,028	1,43	17
10001-50000	874,705	8,75	39
50001-10000	835,865	8,36	12
TOTALES	10,000,00	100	***22,903***

1084- CORPORACION MICRO-FINANCIERA NACIONAL, S.A.

GRUPO DE ACCIONES	Número de acciones	% del Número de ACCIONES	Número de Accionistas
1-500	778,134	0.11518	7,388
501-1000	344,986	0.05016	375
1001-2000	199,147	.029478	116
2001-5000	1,561,018	0.23106	343
5001-7500	37,8758	0.005606	6
7501-10000	290,000	.004292	28
10001-mas	3,544,496	.052467	17
TOTALES	6,755,656		***8,273***

1082 CORPORACION LA PRENSA.

GRUPO DE ACCIONES	Número de acciones	% del Número de ACCIONES	Número de Accionistas
1-500	97,4254	6%	1,059
501-1000	89,1156	6%	117
1001-2000	179,867	11%	140
2001-5000	274,032	17%	88
5001-7500	336,543	21%	60
7501-10000	122,737	8%	14
10001-50000	501,476	**31%**	**35**
TOTALES	1,601,195	100%	***1,513***

1103-EMPRESA GENERAL DE INVERSIONES, S.A.

Grupo de acciones	Número de accionistas	Distribución de accionistas	Número de acciones	Distribución de acciones
1-500	538	36%	71,020	.017%
501-1,000	195	13%	130,055	.31%
1,001-2000	147	10%	189,425	.45%
2,001-5000	188	12.9%	590,490	1.42%
5,001-10,000	94	8.45%	647,407	1.56%
10,001-20,000	85	5.8%	1,192,44	2.86%
20,001-50,000	79	5.4%	2,619,920	6.334%
50,001 a	131	**8.9%**	**35,925.998**	**86.84%**
TOTAL	***1,457***	100%	41,366,759	100%

La principal razón de registrarse en la CNV es fiscal. Los artículos 269, 270 y 271 del Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 contienen normas de carácter fiscal que explican la razón fundamental para el registro de valores en la CNV.

Artículo 269 Impuesto sobre la renta con respecto a ganancias de capital.

"**Para los efectos del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre dividendos y del impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de valores** emitidos o garantizados por el Estado.

Igual tratamiento tendrán las ganancias y las pérdidas provenientes de la enajenación de valores **registrados en la Comisión, siempre que dicha enajenación se dé:**
(1) A través de una bolsa de valores u otro mercado organizado; o
(2) Como resultado de la aceptación de una oferta pública de compra de valores; o
(3) Como resultado de una fusión, una consolidación o una reorganización corporativa, siempre que en reemplazo de sus acciones, el accionista reciba únicamente otras acciones en la entidad subsistente o en una afiliada de ésta. No obstante, la entidad subsistente podrá pagar a sus accionistas hasta uno por ciento (1%) del valor de las acciones recibidas por dichos accionistas en dinero y otros bienes con la finalidad de evitar fraccionamiento de acciones.
En el caso de que una persona disponga de valores que hubiese recibido como resultado de las enajenaciones descritas en los numerales 2 y 3 anteriores, se tomará el promedio ponderado del precio pagado por dicha persona para adquirir los valores dados en canje, como el costo de dichos valores, para los efectos de calcular el impuesto sobre la renta, de causarse éste."

Artículo 270: Impuesto sobre la renta con respecto a intereses.

"Los intereses que se paguen o acrediten sobre valores registrados en la Comisión causarán impuesto sobre la renta a base de una tasa única del cinco por ciento, que deberá ser retenido por la persona que pague o acredite tales intereses. Estas rentas no se considerarán parte de las rentas brutas de los contribuyentes, quienes no quedan obligados a incluirlas en su declaración de rentas.
Las sumas retenidas deberán ingresar al Tesoro Nacional dentro de los treinta días siguientes a la fecha de pago o acreditamiento, junto con una declaración jurada en formularios que suministrará el Ministerio Economía y Finanzas. El incumplimiento de estas obligaciones se sancionará conforme lo ordena el Código Fiscal.

No obstante lo establecido en los párrafos anteriores, **estarán exentos del impuesto sobre la renta los intereses u otros beneficios que se paguen o acrediten sobre valores registrados en la Comisión y que, además, sean colocados a través de una bolsa de valores o de otro mercado organizado.**

La compra de valores registrados en la Comisión por suscriptores no concluye el proceso de colocación de dichos valores y, por lo tanto, la exención fiscal contemplada en el párrafo anterior no se verá afectada por dicha compra, y las personas que posteriormente les compren dichos valores a dichos suscriptores a través de una bolsa de valores u otro mercado organizado gozarán de los mencionados beneficios fiscales."

Artículo 271: Exoneración del impuesto de timbre

"A partir del primero de enero del año dos mil, **no causarán impuesto de timbre los valores registrados en la Comisión, así como tampoco ningún contrato, convenio ni otros documentos relacionados en cualquier forma con dichos valores o su emisión, su suscripción, su venta, su pago, su traspaso, su canje o su redención. "**

En Panamá las ventajas fiscales se otorgan basadas en dos criterios: el registro en la CNV y la negociación en bolsa u otro mercado organizado.

En otros países como Chile, por ejemplo, el incentivo introducido recientemente de eliminar el impuesto de ganancias de capital va unido a que sean ***acciones líquidas***, lo cual supone premiar a los valores que se negocian constantemente y no así a valores que no con negociados. (Dieter Linneberg Superintendencia de Valores y Seguros SVS Chile)

Otro tanto sucede en Colombia, las utilidades provenientes de la compra y venta de **acciones, clasificadas como de alta y media bursatilidad**, no constituyen ni renta ni ganancia ocasional para quienes la reciben.

1. Números en el mercado de valores.

2. Panamá, Centroamérica y el Caribe

El volumen negociado en la región centroamericana y el Caribe en millones de dólares en el año 2001 fue:

País	Volumen	% región
Costa Rica	29,000	54%
Salvador	9,092	17%
Guatemala Bolsa de valores	9,102	17%
Co. Bursátil Guatemala	1,178	2%
Honduras Bolsa Centroamericana	1,198	2%
Bolsa Hondureña	115	.02%
Panamá	**1,043**	**2%**
Nicaragua	1,250	2%
Rep. Dominicana	1,374	3%
Trinidad & Tobago	168	.03%
Jamaica	15	0%
Barbados	10	0%
Total de volumen negociado	53,545.000.000.00	

Podemos observar que formalmente en este cuadro Panamá representa meramente el 2% del volumen transado en la región. No obstante, Panamá destaca favorablemente en el área centroamericana y del Caribe por el número de empresas que listan sus valores en bolsa. En este sentido si observamos el siguiente cuadro podemos ver la característica de Panamá frente a los otros mercados.

Estructura del mercado de capitales de la región

BOLSA	PÚBLICO	PRIVADO	DEUDA	ACCIONES
Costa Rica	95%	5%	97.8%	2.20%
El Salvador	23%	77%	98.5%	1.50%
Guatemala	5%	95%	99.50%	.50%
Bolsa Centro Americana Honduras	60%	40%	99.99%	10%
Panamá	25%	75%	91.00%	9.00%
Corp. Bursátil Guatemala	5%	95%	99.50%	.50%

Nicaragua	80%	20%	100%	0%
Rep. Dominicana	0%	100%	100%	.0%
Bolsa Hondureña	30%	70%	99.99%	.10%
Trinidad y Tobago	1%	99%	0%	10%
Jamaica	2%	98%	0%	100%
Barbados	1%	99%	0%	100%

Las empresas en Centroamérica, incluso las que podemos considerar como grandes son de propiedad de familias y hay una fuerte resistencia a abrir la propiedad a un público mayor.

Frecuentemente las empresas de propiedad de familias sienten que tienen suficientes préstamos disponibles de los bancos locales e internacionales y que por lo tanto no necesitan emitir capital adicional para financiar sus operaciones.

Hay más de 600 emisores registrados en las bolsas centroamericanas. Hay razones económicas que están motivando a las empresas locales a emitir capital. La más importante es la competencia que resulta de la apertura de la económica y la negociación, ahora a nivel global. Para ser competitivas, las empresas deben invertir grandes sumas de capital para bajar los costos, adquirir más tecnología eficiente y crecer en tamaño para alcanzar economías de escala. Si bien es cierto que algunas de estas inversiones pueden ser tomadas mediante préstamos, hay un límite a la cantidad de recursos que pueden ser adquiridos mediante el apalancamiento financiero, particularmente si es de corto plazo. ***Fuente: Donald Cott Presidente de Bolcen Globalization and consolidation in Emerging markets. Central america and caribbean region case. May 2, 2002.***

Poco movimiento en la bolsa

Un estudio de los datos reportados por la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. a septiembre de 2003 nos permite señalar lo siguiente:

En Panamá hay formalmente registrados en la CNV 113 (excluyendo sociedades de inversión) (**Fuente CNV**) emisores de valores ya sea deuda o de acciones. Se trata de un grupo heterogéneo, pero predomina la empresa familiar. Esta característica no es ajena o extraña a las empresas del área o entorno geográfico cercano.

Del número total de 113 emisores, 34 empresas negociaron sus valores en bolsa en los últimos 9 meses, las otras 79 empresas no han negociado valores en lo que va del año 2003.

De esas 34 empresas 13 han sido negociaciones de acciones y 21 de valores de deuda.

23 de las empresas vieron sus valores negociados en mercado secundario. 11 han sido negociados solamente en mercado primario. (Fuente datos recopilados por el Departamento de archivos de la CNV compuesto por Ibeth Zapata y Gisela González con la asistencia de Heidi Vásquez y Linnette Muñoz).

En Panamá en el año 2002, año record de la bolsa de valores, se transaron 1,413.7 millones lo que representó un aumento del 35.1% o 367 millones más que en el año 2001.

El monto negociado en la bolsa según mercado en millones de dólares en el año 2002 fue:

Mercado primario 900.9
Secundario 278.2
Recompras 234.5
Total 1,413.7

La composición del volumen negociado muestra lo siguiente:

Los valores del Estado han alcanzado un 42% (y esta cifra ha aumentado como veremos).
Bonos corporativos 23%
Repos 17%
VCN 6%
Acciones preferidas 6%
Acciones comunes 4%
Acciones de fondos 2%.

En el primer semestre del 2003
Los valores del Estado han alcanzado un 55%
Los bonos corporativos han bajado a un 17%
Los repos representan un 15%
Las acciones de fondo han aumentado a un 5%
Los VCN 4%
Acciones comunes 3%
Acciones preferidas 1%

El siguiente cuadro muestra las nuevas emisiones listada en la BVP en el periodo 1998-2002

	1998	1999	2000	2001	2002
Monto	646.2	806.4	99.5	237.5	661.3
Número	47	48	15	10	14

Fuente de los datos: Resultados operativos Bolsa de valores de Panamá por Felipe Chapman vicepresidente ejecutivo y Gerente general 15 de enero de 2003.

Las empresas panameñas que al año 2002 listaban sus valores en la bolsa y su respectiva capitalización de mercado en millones de dólares (es decir el total de acciones emitidas y en circulación por el valor de mercado de dichas acciones) eran:

Aseguradora Mundial S.A.	59,083,318	
Primer Banco del Istmo S.A.	453,831,137	
Bolsa de valores de Panamá S.A.	3,600.000	
Capitales Nacionales, S.A.	18,404,768	(Cancelada)
Cervecerías Baru-Panamá S.A.	46,284,984	(Cancelada)
Cervecería Nacional, S.A.	215,029.668	
Coca Cola de Panamá S.A.	74,750,655	(Cancelada)
Corporación Incem	105,338.688	(Cancelada)
Corp. Micro financiera Nacional S.A.	6,838.871	
Econo-grupo, S.A.	55,081,940	
Empresa General de Inversiones, S.A.	717,324,563	
Empresa Tagaropulos S.A.	14,862,172	
Financiera Automotriz, S.A.	25,503,170	
GB Group Corp.	60,705,953	
Golden Forest S.A.	5,342,900	
Grupo Assa, S.A.	182,921,146	
Grupo Financiero Continental S.A.	300,991,260	
Grupo Melo, S.A.	45,402,123	
Grupo Wall Street Securities	57,579,919	
Geoinfo Internacional S.A.	3,371,33	
Multi holding Corporation	288,141,607	
Panaholding Group	13,387,500	
QBE del Istmo Cia Reaseguradora Inc.	66,879,774	
Tropical Resorts, International, Inc	12,810.000	
Unión Nacional de Empresas S.A.	53,215,011	
Total	**2,949,545,971**	

Esta capitalización de mercado corresponde a cerca de un 25% del PIB panameño.

El mercado de deuda corporativa en la bolsa de valores de Panamá corresponde a 72 emisores y los Fondos de inversión o sociedades de inversión listados en bolsa alcanzan el número de 7 fondos. ***Fuente: Principales datos del mercado accionario 2002 fuente Bolsa de Valores informe anual 2002.***

D. Experiencias negativas recientes. Relación entre la prevención del fraude y el gobierno corporativo.

Es ampliamente conocido que se ha dado en el mercado de valores local una experiencia negativa de fraude. Esto ha provocado una reacción negativa comprobada y comprobable.

Para la CNV además del tema de fraude en sentido penal, el cual se encuentra por dilucidar en los tribunales, se pudo observar, sin la menor duda, y ello ya ha sido objeto de investigación y sanción administrativa, que existían serías deficiencias en los controles corporativos que facilitan o exponen a que situaciones similares se puedan repetir en el futuro de no tomarse correctivos.

Es importante tener presente la estrecha relación que existe entre el gobierno corporativo y la prevención del fraude.

En el trabajo titulado ***Fraudulent Financial Reporting 1987-1997, An Analysis of U.S. Public companies. De Beasely, Mark. Carcello, Joseph V. Hermanson, Dana R.*** se analizan reportes financieros fraudulentos conforme a la Comisión de Valores de Estados Unidos en un periodo de 11 años. Se analizaron 300 compañías y se tomaron a la suerte 200 de estas compañías para observación detallada.

El estudio destaca la necesidad de un ambiente efectivo de control y concluye que:

El riesgo de fraude es mayor en pequeñas compañías.
Un fuerte CEO Chief Executive Office (Presidente ejecutivo) con propiedad accionaria significativa en una pequeña organización, necesita de una Junta Directiva con experiencia, e independiente para asegurar objetividad.

El resumen más detallado de lo encontrado incluye:

A. Naturaleza de las sociedades involucradas

Algunas compañías estaban experimentado pérdidas en periodos antes del fraude.

B. Naturaleza del ambiente de control administración y directiva.

Los ejecutivos claves estaban frecuentemente involucrados.
Los comités de auditoria se reunían una vez al año o la compañía no tenía comité de auditoria

La junta directiva estaba dominada por insiders y directores no independientes con propiedad accionaria significativa y aparentemente poca experiencia como directores de compañías.
Relaciones familiares entre directores y o dignatarios eran bastante comunes, así como individuos que aparentemente tenían poder significativo.

C. Naturaleza del fraude

La mayoría de los fraudes no eran aislados a un solo período fiscal.
Las técnicas típicas de fraudes incluían una sobre estimación de los ingresos y activos.
La mitad de los fraudes incluían sobre estimación de ingresos al registrar ingresos prematura o ficticiamente. Muchos de esos fraudes de ingresos sólo afectaban transacciones registradas justo al final del período (trimestre o año fiscal).
Cerca de la mitad de los fraudes también envolvían sobre estimar los activos, el valor del inventario y registrar activos que no existían.

D. Temas relacionados con auditores externos.

Todo tamaño de firmas de auditoria estuvieron asociados con las compañías que cometían fraudes financieros.
Todo tipo de reportes de auditoria fueron emitidos durante el periodo del fraude.
La mayoría, 55%, tenían opiniones limpias. 45% se distancian de la opinión sin salvedades por razones como dudas del auditor por litigios u otras incertidumbres, cambios en los principios de contabilidad, cambio de auditores. Sólo 3% fueron opiniones con salvedades por no seguir las normas de contabilidad generalmente aceptadas en los Estados Unidos conocidas como US GAAP durante el periodo de fraude.
El fraude ocasionalmente implicaba al auditor externo.
Algunas compañías cambiaron de auditores durante el periodo del fraude.

E. Consecuencias para la empresa y los individuos involucrados.

50% quebraron o experimentaron cambio significativo en la propiedad luego de la revelación del fraude.
Los individuos ejecutivos fueron sometidos a procesos colectivos de clase y acciones de la Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC) que terminaron en sanciones económicas personales significativas.
Los ejecutivos fueron despedidos o forzados a renunciar.
Muy pocos admitieron culpa o eventualmente sirvieron condena de prisión.

Las implicaciones del estudio son importantes. Se demuestra la importancia de los comités de auditoría y del entendimiento financiero entre los miembros de la directiva como elementos importante para prevenir fraudes.

Con relación a las juntas de empresas pequeñas, el reporte argumenta que éstas deben enfocarse en la independencia de los directores y su experiencia al igual se propone y requiere en las llamadas compañías o empresas grandes.

En las compañías pequeñas debido a la centralización del poder en pocos individuos, es especialmente importante tener una función de monitoreo sólida ejecutada por la Junta Directiva.

E. Las consecuencias de no tener gobierno corporativo.

En una economía globalizada, empresas y países con sistemas de gobierno corporativo débil van a sufrir serias consecuencias más allá de los escándalos financieros y crisis. Lo que está claramente establecido es que como las compañías se gobiernan, comúnmente referido como gobierno corporativo, determina en gran medida el futuro de las empresas y de la economía entera en esta era de globalización.

Antes de involucrar fondos, inversionistas cada día más requieren evidencia que las empresas son manejadas de acuerdo a sólida práctica de negocios que minimizan la posibilidad de corrupción y malos manejos. Más allá, inversionistas e instituciones de todas partes del mundo quieren poder analizar y comparar potenciales inversiones con los mismos estándares de transparencia, claridad y fidelidad en estados financieros antes de invertir. (Fuente: **Center for Internacional Private Enterprise** documento titulado "*Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies*", *publicado en marzo del año 2002).*

Ser un negocio creíble que pueda resistir el escrutinio de inversionista internacional es más que un asunto de mercado global, se ha convertido en algo esencial para compañías locales y para la economía como un todo para poder crecer y prosperar. De lo contrario implica un status quo y poco crecimiento real y efectivo.

En el trabajo titulado Latin American Competitiveness Report 2001-2002 preparado por el World Economic Forum señala que los países latinoamericanos que desean incrementar los flujos de capital extranjero deben mejorar sus sistemas legales y su gobierno corporativo. (Página 131).

F. La opinión de las partes interesadas.

1. Inversionistas institucionales

Las afirmaciones anteriores tienen su soporte, en adición a información ya suministrada en este trabajo, en datos como los siguientes. De conformidad con estudios efectuados por la empresa McKinsey & Company, 2000 (Encuesta de opinión a los inversionistas) se reporta que de las personas que toman decisiones de inversión por inversionistas institucionales consideran en un porcentaje tan alto como el 75%, las prácticas de la junta directiva son tan importantes como el desempeño financiero. 80% pagaría más por acciones de una compañía bien gobernada.

Los derechos de los accionistas, la revelación, la composición y prácticas de la junta directiva son los temas de gobierno corporativo más importantes.

Los inversionistas, como hemos indicado, manifiestan estar dispuesto a pagar un premium o prima a una compañía bien manejada. Así señalan de la encuesta antes indicada que esta prima puede ser en Corea 24%, México 21%, Brasil 23%, Taiwán 21%, Chile 21% y Colombia 28%

A lo largo de este trabajo hemos dado una importancia suprema a las opiniones y pareceres de los llamados inversionistas institucionales. ¿Y por qué es tan importante la opinión de los llamados inversionistas institucionales internacionales? La razón es sencilla, ellos son necesarios para el desarrollo de un mercado de valores líquido y profundo.

Las inversiones en acciones de algunos de los fondos de pensiones más importantes del mundo demuestran su importancia. Así encontramos fondos como CALPERS que manejan 32.4 billones de dólares de los cuales 18.9% lo mantienen en acciones de compañías. CALIFORNIA STATE TEACHERS muestra cifras igualmente impresionantes con manejo de 26.31 billones de dólares de los cuales el 23.6% se encuentra invertido en acciones y New York State 15.75 billones de dólares con un 12.6% de dicha suma de fondos la tienen en acciones.

Ante la magnitud de dichos fondos es muy importante prestar atención a lo que estos inversionistas opinan. ¿Qué quieren los inversioncitas institucionales?

Todos han dicho claramente lo que quieren:
Protección de los accionistas minoritarios (derechos de voto, acceso a solicitudes de poderes de voto).
Revelación de información.
Una actitud positiva de la administración con relación al gobierno corporativo.

Adecuados sistemas de auditoria.
Un rol importante para la Junta Directiva

CALPERS, y es seguida por muchos otros fondos importantes ha establecido los siguientes factores para clasificar un país y estos son:

Estabilidad política
Transparencia
Empleo
Mercado Liquidez y volatilidad
Regulación legal
Protección al inversionista
Mercado de capital (su apertura)
El proceso de liquidación
Los costos de las transacciones.

En Panamá los inversionistas institucionales por excelencia son los bancos y las compañías de seguro. Estos inversionistas son, además en ocasiones emisores importantes y además actúan, en particular los bancos, ya sea ellos mismos o por medio de subsidiarias, como importantes intermediarios en el mercado de valores.

Junto a ellos los fondos de pensiones y jubilaciones, incluyendo a la Caja del Seguro Social, están llamados a exigir que las empresas en que inviertan tengan buen gobierno corporativo ya que las personas indicadas están invirtiendo, no su propio dinero, sino el dinero que terceros le han confiado para su correcta administración e inversión y con esperanza de rendimientos suficientes para en el caso de las pensiones y/ jubilaciones poder disfrutar de un retiro satisfactorio.

En Panamá la participación en las actividades de los fondos de pensiones no es todo lo significativa que pudiera ser y por ende no existe tan marcada la influencia de los mismos a la hora de requerir a las empresas buen gobierno corporativo.

Los fondos de pensiones y/o jubilaciones privados panameños son complementarios al sistema público y son constituidos con un carácter voluntario. En base a Información a junio de 2002 reportaban las siguientes cifras:

Las 3 principales empresas dedicadas a la actividad contaban con un total de 10,819 afiliados y manejan fondos por 24 millones de dólares. Un avance si se compara con información a junio de 2001 en las cuales contaban con 8,461 afiliados y manejaban fondos

por 17.5 millones de dólares, pero no unas cifras significativas para ejercer presión sobre las decisiones de las empresas emisoras.

Consideran los responsables de los administradores de fondos que mientras los aportes sean opcionales o voluntarios no es factible que crezcan mucho más. Para el año 2002 las administradoras estimaban o proyectaban que deberían contar con unos 100,000 afiliados, pero solo tiene 10,819. Fuente Capital Financiero Capital No. 100 19-25 de agosto de 2002 página 16.

En los países donde los fondos de pensiones se han desarrollado de forma significativa la presencia de los mismos ha obligado a la introducción de normas que regulen la asistencia, participación y votación de las Administradoras de Fondos de Pensiones en juntas de accionistas, juntas de tenedores de bonos y asamblea de aportantes, cuando invierten recursos de los fondos de pensiones.

Con ello se mejora el buen gobierno corporativo de las empresas. ***Fuente: Lo logrado y por lograr en los sistemas de pensiones Alejandro Ferreiro Yazigi Presidente AIOS. Mayo 2003 Superintendente de Valores y Seguros de Chile.***

2. El interés de los intermediarios a largo plazo

Los intermediarios de valores, es decir las casas de valores, las bolsas, las centrales de custodia, compensación y liquidación, los corredores de valores, analistas, asesores, administradores de inversión tienen o deben tener a largo plazo un interés en el buen gobierno de las sociedades por ser consustancial con el éxito de su actividad de intermediación. Sin empresas emisoras con buen gobierno corporativo no habrá una masa crítica de inversionistas compradores y por ende, no existe verdadero mercado, ni existe intermediación.

3. La opinión pública

A través de los medios de comunicación locales e internacionales la opinión publica puede haberse formado, producto de las continuas noticias y artículos sobre mal manejo de sociedades y los llamados escándalos financieros, un criterio negativo de cómo se manejan las sociedades. Esto produce una distorsión de la realidad y tiene impacto y efecto negativo tanto local como internacional.

Se ha reportado y escrito mucho tanto en el plano local como en el extranjero. Así vemos entre uno de muchos ejemplos el editorial del diario El Panamá América de Martes 26 de noviembre de 2002 que recoge sin duda el sentir ciudadano de una parte importante de la población:

"Inversionistas nacionales se han quejado de que algunos bancos y promotores de inversión los han inducido, con seductores engaños y medias verdades, a realizar inversiones que al final resultan en ruinosos fracasos y severas perdidas, adoptando, luego de ello, la actitud de falsa inocencia, del tira la piedra y esconde la mano. Los escándalos de Adelag, Banco Disa, y Providence han generado una gran cantidad de reclamos y algunas demandas judiciales en ese sentido.

Bueno es que las autoridades locales vayan fortaleciendo la legislación para proteger a los inversionistas y castigar con igual severidad los abusos, pues de otro modo, otros mercados que se están enseriando, sacarán ventaja. Las responsabilidades de los directores y contables, debe reforzarse y los mecanismos de fiscalización también."

Si la opinión pública se condiciona ante estos hechos y las autoridades no dan los pasos necesarios para generar un clima de confianza se producen los efectos del llamado Teorema de Thomas, clave en la Sociología del Conocimiento, que enseña que: "***Si los individuos definen las situaciones como reales, son reales en sus consecuencias***".

Es decir, los inversionistas están, aun sin saberlo, en disposición de crear la realidad y los efectos con sus acciones u omisiones. Es decir, si quien puede invertir opina o cree firmemente que no hay condiciones para la inversión no invertirá, con lo que pondrá de manifiesto esa ausencia de condiciones para la inversión.

Por ello debe producirse a toda costa y reflejando siempre la realidad, la tendencia y práctica contraria, los inversionistas deben ser expuestos a una realidad que pueda ser reportada con hechos reales referentes a una situación positiva de las sociedades registradas en materia de buen gobierno corporativo.

4. La Comisión Nacional de Valores.

En la Comisión Nacional de Valores convergen todos los intereses de los grupos que pueden tener interés en el tema del gobierno corporativo entendiendo por ellos emisores, intermediarios, inversionistas, opinión publica, el interés estatal.

Los intermediarios y los medios son los mejores organizados para exponer sus posiciones. Por su parte en la situación actual los emisores no se encuentran organizados como un grupo, pero aun así individualmente se encuentran en posición de hacer conocer sus puntos de vista en el tema de gobierno corporativo.

El grupo que carece de organización y representación casi total es el de los inversionistas. Este grupo es el mayor en número, o potencialmente puede serlo y de él forman parte en numerosas ocasiones, los propios emisores, los intermediarios y hasta la medios.

La Comisión como ente público debe atender los intereses de todos los grupos y el interés general que por mandato legal se encuentra contenido en su primera atribución que es fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá.

En aras de cumplir con dicha atribución y para poder formar parte de un proceso de globalización se requiere atender temas regulatorios tales como la armonización de reglas en materias de:

Revelación de información,
Normas de contabilidad
Listado
Intermediarios
Liquidación y compensación,
Administración de riesgo
La cooperación internacional.
El reconocimiento mutuo.
Y gobierno corporativo.

En todas ellas y en la medida de su competencia trabaja o ha trabajado en los últimos cuatro años la CNV con resultados concretos y positivos en muchas de ellas. El objetivo final:

Desarrollo económico
Mercados de capital que funcionen bien
Liquidez
Profundidad
Fuentes de capital
Instrumentos de inversión para ciudadanos.

G. ¿Qué está pasando en el mundo?

1. Federación Mundial de Bolsas de Valores

En encuesta celebrada en la asamblea general de 2002 de la Federación Mundial de Bolsas de Valores ante la pregunta: ¿Tiene su país un código para prácticas de gobierno corporativo? 87% de las bolsas miembros respondió que Sí y el 13% respondió que No. 60

bolsas forman parte del World Federation of Exchanges Annual. ***Fuente Report and statics 2002. Página 32.***

Son numerosas las iniciativas de organizaciones preocupadas por el tema varias organizaciones como el OECD, el Banco Mundial, Cámaras de Comercio e Industrias y numerosas asociaciones no lucrativas.

Por ellos se recomienda que estos códigos y reglas formulados por varias organizaciones sean tomados en cuenta y es importante que organismos internacionales como IOSCO como el organismo que aglutina a los reguladores de valores en el mundo lo tome como una de sus áreas más importante para su recomendación a sus miembros.

2. Organización Internacional de Comisiones de Valores. IOSCO

Los reguladores de valores organizados en la Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO han tratado el tema llegando a la conclusión de que es esencial para el desarrollo de mercados de capitales bien regulados.

El comité de mercados emergentes de IOSCO ha preparado un reporte de prácticas de gobierno corporativo y tendencias entre mercados emergentes. Este comité ha aprobado una resolución recomendado a los miembros adoptar los principios de gobierno corporativo usando los principios de la OECD como un benchmark. Debemos recordar que Panamá, por intermedio de la CNV, es miembro de IOSCO.

Las autoridades de IOSCO reconocen y son concientes de que un índice de gobierno corporativo para compañías listadas es discutido ampliamente en muchos mercados Fuente. Dr. Dogan Cansizlar Chairman of the Emerging Markets Committee IOSCO Securities regulation trends and challenges.

3. Council of Securities Regulators of the Americas COSRA

A nivel de reguladores de las Américas tenemos que Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA) ha efectuado un cuestionario sobre gobierno corporativo al cual se sometió Panamá en noviembre de 2001. Las preguntas son muy interesantes. Citamos la más relevante, así como la obligatoria respuesta en ese momento.

¿Existe en su jurisdicción alguna entidad encargada de promover prácticas efectivas de gobierno corporativo, tales como bolsa de valores, grupos de negocios, asociaciones profesionales, reguladores de valores u otros? La respuesta de la CNV en noviembre de 2001 fue un categórico no.

Fuera de los esfuerzos internacionales o regionales tenemos, por citar solo unos ejemplos, casos de jurisdicciones diversas en tamaños y desarrollos de sus mercados.

4. Brasil

El caso de Brasil es significativo. La Bolsa de Valores de Sao Pablo conocida por sus siglas BOVESPA tiene un sistema conocido como Niveles diferenciados de gobierno corporativo.

Esta bolsa define las prácticas diferenciadas de gobierno corporativo como un juego de reglas de gobierno corporativo que deben ser seguidas por las compañías, la administración y los accionistas controladores para mayor apreciación en las acciones y otros valores emitidos por la empresa. Dependiendo del grado de compromiso de la sociedad a esta práctica se clasifica como compañía como en nivel 1 o compañía en nivel 2.

La adherencia al sistema de BOVESPA de prácticas de gobierno corporativo diferenciadas destaca los esfuerzos de la empresa hacia la mejora de sus relaciones con los inversionistas y potencialmente aumentar la apreciación de sus activos.

Las compañías del nivel 1 se comprometen a mejorar los procedimientos de revelación y dispersar su accionariado entre el mayor número de accionistas posibles. Las prácticas del nivel 1 son por ejemplo:

Mantener un mínimo de free float correspondiente al 25% del capital de la sociedad.
Favorecer la dispersión del capital mediante ofertas públicas
Mejorar las revelaciones trimestrales, entre ellas la presentación de estados consolidados y reportes especiales.
Lograr que los accionistas controladores o administración cumplan con las reglas de revelación en conexión con las negociaciones en valores de la empresa.
Revelar la existencia y contenidos de arreglos de acciones y opciones en acciones planes.
Relevar la agenda anual de eventos corporativos.

Para calificar como compañía del nivel 2, en adición a reunir los requerimientos de compañía del nivel 1, la empresa y los accionistas controladores deben adoptar prácticas de gobierno corporativo mucho más amplias y dar derecho adicional a los accionistas minoritarios.

Los criterios son:

Determinar un periodo para directores de un año para todos los miembros de la directiva
Presentar balances anuales de acuerdo con US GAAP o NIIFS.

Darle a los tenedores de acciones comunes el mismo tratamiento que tienen los controladores al disponer de los intereses controlantes de la empresa ofreciendo al menos 70% del precio correspondiente a los tenedores de las acciones preferidas.
Dar derecho de voto a acciones preferidas en temas como la transformación, fusión, consolidación y el "spin off" de la compañía, aprobación de contratos entre la compañía y compañías relacionadas y otros temas que pueden implicar un conflicto de interés entre el accionista controlador y la compañía.

Obligatoriamente hacer oferta para la compra de todas las acciones en circulación a su valor económico si la empresa se va a convertir en compañía privada o en el evento de su cancelación de su registro como compañía del nivel 2.
Adherirse a las reglas del panel de arbitraje para la resolución de disputas corporativas.

La adhesión a las prácticas de gobierno corporativo es hecha por la empresa de forma voluntaria y por su propia iniciativa.

Los compromisos asumidos por las compañías, sus accionistas controladores y los administradores se establecen en un acuerdo que firman las partes y BOVESPA.

5. Argentina.

Otra forma de tratar el tema lo tenemos en Argentina. El Decreto 677/01 publicado el 28 de mayo de 2001 introduce un nuevo régimen legal obligatorio para el mercado de valores en Argentina. Se conoce como la ley de transparencia. Ver El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el gobierno corporativo. Marcelo Villegas y Mario O. Kenny.

Para no tener una idea equivocada, las soluciones sobre gobierno corporativo no vienen sólo de economías y mercados de un tamaño mediano o grande (en términos relativos). Hay casos como Singapur que requiere el cumplimiento de reglas de gobierno corporativo a las empresas públicas. No se trata exclusivamente de países grandes con mercados altamente desarrollados.

6. Colombia

Se están dando iniciativas como por ejemplo en Colombia la Confederación de Cámaras de comercio está educando al público colombiano y a interesados privados en los sólidos principios del gobierno corporativo mediante programas de entrenamientos, un sitio Web, publicaciones y otras actividades. La iniciativa está involucrando a creadores de políticas, hombres de negocios, académicos para formular una declaración de principios de

gobierno corporativo para las organizaciones de negocios en Colombia. Confecaramas esta alcanzando recomendaciones legislativas relacionados con las regulaciones del mercado de valores propuestas por la bolsa de valores de Colombia. Hasta ahora las actividades de Confecaramas han contribuido a reformas legislativas relativas a derechos de los accionistas, así como temas de conflictos de interés, resolución alterna de conflictos y responsabilidades de la junta de directiva.

7. Centroamérica

El Centre for Internacional Private Enterprise (CIPE) está trabajando con el National Economic Research Center CIEN en Guatemala para promover la democracia y la competitividad en El Salvador, Honduras, Guatemala y Nicaragua para la adopción de políticas sólidas económicas y estándares internacionales de gobierno corporativo.

8. Tailandia

Un caso interesante es Tailandia. Existe un rating de gobierno corporativo que es considerado una medida de incentivo con el propósito de animar a las compañías que tienen buen gobierno corporativo y facilitar a los inversionistas para distinguir tales compañías de otras.

En ese sentido la SEC ha confiado a una empresa denominada Thai Rating and Information Services Co. Ltd. (TIRS) la calificación del gobierno de las sociedades con los criterios previamente fijado por TRIS y el SEC.

A las compañías que obtienen ratings favorables se les dará un reconocimiento y obtienen privilegios. El proceso inició en septiembre de 2002.

Los criterios mínimos son 4:

1. Estructura de la junta directiva. Esta debe tener una composición balanceada de la administración y de directores independientes.

2. La compañía debe manejar sus negocios con eficiencia y transparencia, y revelar información a tiempo y confiable a los inversionistas y en una forma justa.

3. Respeto y protección de los derechos de los accionistas. Por ejemplo, adecuada información revelada en la convocatoria a la reunión ilustra la intención y transparencia de las compañías.

4. Cultura de gobierno corporativo de la compañía. Acciones pasadas de intención de adoptar códigos son tomadas en cuenta. Ver On the Wireless Road. The Office of the Securities and Exchange Commission. Tailandia. Os/2002.

No obstante los ejemplos arriba indicados, no es correcto asumir una posición triunfalista en esta materia. En América Latina la situación hoy día es: "La todavía insuficiente calidad de normas relativas al gobierno corporativo. Ello ha significado que por insuficiencias relativas a la transparencia, homogeneidad y frecuencia de la información de las empresas se desincentive el ahorro de las personas mediante la compra de acciones y/o bonos. Adicionalmente, la insuficiente protección de los derechos de los accionistas minoritarios apunta en la misma". Esto lo señala textualmente el Comité latinoamericano de asuntos financieros. Declaración de Santiago de Chile 14 de abril de 2003. Los mercados de capitales en América latina. Tendencias, perspectivas y recomendaciones de políticas.

Lo anterior queda evidenciado en un trabajo titulado Corporate caveat emptor: Minority shareholder riges in México, Chile, Brasil, Venezuela and Argentina publicado en el Inter-American Law Review. Los autores Fernández, Delpino, Kau y Díaz Granados luego de revisar en detalle los derechos de los accionistas minoritarios en estos cinco países llegan a un mensaje o conclusión clara: Con pocas excepciones, la mayoría de accionistas en Latino América en base a sus pactos sociales y derechos que de ellos emanan imponen su voluntad sobre los accionistas minoritarios.

Su posición dominante, cuando llaman a reuniones de accionistas, adoptan resoluciones y distribuyen dividendos, se incrementa, además de la falta de protección en los pactos, ausencia de normas, en el caso de que las hubiese por la falta de sistema de proceso colectivos de clase o demandas de accionistas análogas a las que están disponibles en los Estados Unidos. Desde un ángulo más positivo se puede comentar que el concepto de abuso del derecho ha aparecido en épocas recientes en algunas legislaciones latinoamericanas.

Los derechos que dan las leyes a los accionistas minoritarios son poco satisfactorios ya que el precio recibido por sus acciones en caso de accionista disidente sería ordinariamente el valor en libros que aparece en los estados financieros de la compañía los cuales son preparados por auditores nombrados por la mayoría.

Originalmente el monopolio de los accionistas mayoritarios permitió a los gobiernos y los grupos financieros locales en Latinoamérica asegurarse inversiones de minoritarios mientras que limitaban la habilidad de los inversionistas en interferir en la administración del negocio local.

En la década pasada los derechos de los accionistas minoritarios se han convertido en un tema sensitivo en virtud del aumento de la inversión extranjera, de fondos mutuos y entidades extranjeras los cuales se preocupan, evitan o esperan retornos demasiados altos por invertir en compañías que no tienen ciertos derechos básicos para los accionistas como los tienen en Estados Unidos y otras jurisdicciones.

Inducidos por esta realidad, muchos países latinos se han visto obligados a pasar leyes para dar mayor protección a los accionistas minoritarios, comenzando por las empresas publicas. Ejemplos concretos los encontramos en las medidas de las llamadas de OPAS u ofertas públicas de adquisición de acciones que buscan que la prima de control pagada por los adquirientes pueda ser compartida con los accionistas minoritarios.

No obstante, esto no aplica a las compañías privadas, no públicas. En esta compañía la única fuente de información y protección es en primera instancia el pacto social. Dependiendo del poder de negociación de los minoritarios y sus habilidades, así pueden ser los vacíos legales medianamente minimizados para protección del minoritario.

IV. ¿CÓMO SE ADAPTA A PANAMÁ?

¿Qué opinan los panameños?

¿Qué opinan los interesados sobre el gobierno corporativo en Panamá? No existen muchas encuestas publica conocidas.

El diario La Prensa en su Suplemento Martes Financiero 9 de septiembre de 2003 reporta:"Pese a que el concepto "gobierno corporativo" cobró mayor notoriedad después de los escándalos financieros en Estados Unidos, el término aquí no resulta muy familiar. Un 56.9% de los lectores que participaron en el sondeo admitieron no estar familiarizados con el concepto."

Según encuesta realizada en nuestro país e incluida en la publicación de la firma de auditores KMPG en el foro celebrado en Washington, Estados Unidos conocido como ***Panamá Week October 2002***, el 53% de las empresas encuestadas opinan que el tema de Gobierno Corporativo es una prioridad dentro de su organización, 35% estima que es importante, mas no una prioridad, mientras que el 12% opinó que el gobierno corporativo es un mero requisito legal.

Panamá tiene un enorme potencial por factores diversos para ser una plataforma regional para atraer inversionistas internacionales. El gobierno corporativo solo no es el único elemento a tener en cuenta por los inversionistas, pero sin duda su ausencia es muy sentida.

Para que las medidas de gobierno corporativo tengan un impacto significativo en cualquier economía una importante serie de instituciones democráticas y de mercado, incluyendo un sistema legal, deben estar en su lugar y funcionando. Más importante aun cuando se trata de economías en desarrollo, incluso las más básicas democráticas instituciones de mercado pueden ser débiles.

Dada estas circunstancias, incorporar gobierno corporativo en mercados en desarrollo o emergentes requiere más que meramente exportar bien establecidos modelos de gobierno corporativo que funcionan bien en economías desarrolladas.

Se debe dar atención especial a establecer las instituciones políticas y económicas que están diseñadas a las necesidades específicas del país y que le den al gobierno corporativo cierta fuerza.

Inclusive los códigos existentes, incluyendo el de la OECD, dejan sin atender algunos temas de gobierno corporativo que pueden afectar las economías en desarrollo.

Por ejemplo, una debilidad en las guías actuales es que las reglas no se aplican a todas las sociedades por igual. Las guías, por ejemplo, no se aplican a sociedades no listadas las cuales son en muchos casos empresas familiares. Las empresas familiares dominan muchos de los países en desarrollo y son figuras prominentes en ciertas economías desarrolladas también. El 90% de los negocios que se lleva acabo alrededor del mundo es hecho por empresas controladas o de propiedad de familias.

Más aun, el rol de la deuda y mecanismos de salida que es como se denomina a las leyes sobre quiebra o bancarrota se tratan de forma insuficiente en muchos códigos de gobierno corporativo.

Claros estándares se necesitan para prevenir prácticas de préstamos sin solidez. En este punto Panamá ha avanzado con la regulación bancaria y se debe continuar y reforzar.

Los problemas de las economías emergentes como Panamá son diferentes a los problemas de las economías desarrolladas en donde el tema es la separación de propiedad y control. En los países en desarrollo los problemas son la falta de derechos de propiedad, el abuso a los accionistas minoritarios, las violaciones de contratos, el despojar de activos y el negociar con uno mismo.

Para hacer las cosas peores, estos casos se quedan muchas veces sin castigar. Esto es porque en muchos países en desarrollo faltan las instituciones políticas y económicas para

que la democracia y los mercados funcionen. Sin estas instituciones, medidas de gobierno corporativo tienen poco o ningún impacto.

Un sistema efectivo de gobierno corporativo descansa en una combinación de controles internos y externos.

Los controles internos son arreglos dentro de la sociedad que buscan minimizar el riesgo al definir las relaciones entre administradores, accionistas, directiva y personas interesadas. Para que estas medidas tengan un significado o efecto deben ser fortalecidas por una variedad de instituciones fuera de la empresa adaptadas al ambiente del país o sea con controles externos.

Muchos esfuerzos al instituir gobierno corporativo fracasan al adoptar controles internos sin controles externos y se falla en adaptar estos controles tanto internos como externos a las realidades locales.

Muchas veces los expertos de países o economías en desarrollo dan por sentada la existencia de controles externos que funcionan bien cuando esto no es siempre así y no ven en toda su magnitud, al dar por sentada su existencia, su importancia.

Un ejemplo concreto de lo anterior es que se asume al establecer las reglas o parámetros de gobierno corporativo un sistema legal que funciona. Los sistemas anglosajones, germánico y japonés, entre otros, comparten o tienen como denominador común instituciones legales bien desarrolladas y que funcionan. A muchas economías emergentes les falta o están proceso de desarrollo de este tipo de instituciones.

No se puede insistir lo suficiente en que los sistemas de gobierno corporativo dependen de un juego de instituciones (leyes, regulaciones, contratos, y normas) que permiten que las empresas se autorregulen y operan como un elemento central de una economía de mercado competitiva.

Estas instituciones en conjunto aseguran que los procedimientos de gobierno corporativo interno adoptados por las empresas son cumplidos y que la administración es responsable a los propietarios (accionistas) y otros interesados.

1. Antecedentes y ausencias.

Se asocia el buen gobierno de las sociedades con temas concretos como la protección de los accionistas minoritarios. El derecho panameño presenta lagunas o vacíos importantes en este punto concreto.

2. Ley de sociedades anónimas panameña

Nos recuerda Ricardo Durling en su obra La Sociedad anónima en Panamá que la ley 32 de 1927 sobre sociedades anónimas carece en su articulado compuesto por 95 artículos de normas protectoras del accionista minoritario.

Esto puede explicarse en el origen de la ley y los propósitos de la misma y hasta en el uso que ha prevalecido para ella.

La carencia de normas protectoras de los accionistas minoritarios se pone en evidencia cuando se utiliza el instrumento, ya no para la sociedad anónima cerrada o familiar, sino cuando se intentan utilizar sin adaptarla, para la llamada empresa registrada o que emite valores para su oferta pública.

Lo interesante e importante a mencionar es que las carencias antes indicadas no pueden ser, como aspiran algunos, suplidas por normas de carácter administrativo como las que regulan el mercado de valores en Panamá.

Por lo antes dicho cuando no se toman las provisiones necesarias en los pactos sociales, como veremos más adelante, solamente tenemos las normas legales vigentes que en este sentido no son muchas, ni existe mucha tradición en su efectiva aplicación, ni de un uso efectivo y eficaz en la jurisprudencia.

3. Derechos y protección del accionista minoritario.

Es necesario destacar dos elementos fundamentales al tratar sobre los accionistas minoritarios y su protección.

Primero, el accionista minoritario no debe ser equiparado automáticamente con el accionista individual de recursos limitados, y desconocedor del manejo de las sociedades. Por el contrario, existen accionistas minoritarios tales como los inversionistas institucionales nacionales o internacionales que tienen una representatividad significativa al representar fondos de pensiones y jubilaciones, manejados por personas con amplios conocimientos y experiencia.

El otro elemento fundamental a tener en cuenta es que la protección al accionista minoritario no es un protección directa o quijotesca de proteger a la minoría de los abusos de las mayorías. Este concepto reconocido por el derecho comercial moderno, además de ser de un aparente atractivo por la justicia que conllevaba encierra mucha más que una simple protección de la minoría frente a la mayoría.

Esta protección es, además, un medio necesario para alcanzar un fin superior que no es otro que generar la confianza y condiciones para la inversión por la mayor cantidad de personas posible. Lo anterior por las comprobadas consecuencias positivas que ello conlleva para todos y por las consecuencias negativas que conlleva para la economía y la población en general que personas se sustraigan o no participen en la inversión al considerar que no existen normas que los protejan frente a potenciales abusos de la mayoría.

4. El Código de Comercio panameño.

La ausencia en la ley de sociedades anónimas de normas que establezcan derechos a los accionistas minoritarios provocó como medida legislativa que se restableciera la vigencia de la ley 9 de 1946 que contiene los siguientes artículos típicos de normas protectoras de los derechos de los accionistas minoritarios.

Artículo 417 Asamblea poder supremo. La mayoría no puede abusar de la minoría.
Artículo 418 Impugnación de acuerdos sociales.
Artículo 420 Convocatoria judicial
Artículo 425 Nombramiento de revisores
Artículo 426 Acceso a los revisores el examen de los libros y papeles de la sociedad. (Art. 427 Condena en costas).
Artículo 444 Responsabilidad de los directores.

El artículo 444 es un artículo muy importante y de un contenido que no siempre, lamentablemente, es tenido en cuenta. Desconocemos de su uso con éxito en demandas que hayan reclamado responsabilidad de directores.

El texto lee así: "Los directores no contraerán responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, pero responderán personal o solidariamente, según el caso, para con ella y para con los terceros; de la efectividad de los pagos que aparezcan hechos por los socios, de la existencia real de los dividendos acordados, del bueno manejo de la contabilidad y en general de la ejecución o mal desempeño del mandato o de la violación de las leyes, pacto social, estatutos o acuerdos de la asamblea general. Quedarán exentos de responsabilidad los directores que hubieren protestado en tiempo hábil contra la resolución de la mayoría o los que no hubieren asistido con causa justificada. La responsabilidad solo podrá ser exigida en virtud de un acuerdo de la asamblea general de accionistas." *Vigencia restablecida por la ley 9 de 2 de julio de 1946. Fue subrogado por el articulo 41 del decreto de gabinete 247 de 16 de julio de 1970.*

Con anterioridad el reestablecimiento de la vigencia del articulo 444 del código de comercio teníamos solamente el texto del Articulo 64 ley 32 de 1927 para tratar el tema de la responsabilidad de los directores. La norma dispone:

"Si se declara o se paga cualquier dividendo o distribución del activo que reduzca el valor de los bienes de la compañía a menos de la cantidad de su pasivo incluyendo en este el capital social, o si se reduce el monto del capital social, o si se da alguna declaración falsa o se rinde algún informe falso en algún punto sustancial, los directores que han dado su consentimiento para tales actos, con conocimiento de que con ello se afecta el capital social, o de que la declaración o el informe son falsos, serán mancomunada y solidariamente responsables para con los acreedores de la empresa por los perjuicios que resultaren."

5. Decreto Gabinete 247 de 1970

Para la sociedad registrada tenemos que el Decreto de Gabinete 247 de 1970 por el cual se creó la Comisión Nacional de Valores en su Título V, hoy aun vigente según dispone el artículo 284 del Decreto Ley 1 de 1999 contiene normas de protección al accionista minoritario, pero limitadas a:

Artículo 34: Necesidad de someter a la Asamblea de accionistas negocios o contratos en directores y sociedad.
Artículo 35. No tiene derecho de voto las acciones de una sociedad que sea propiedad de otra sociedad, en la cual la primera posea la mayoría de las acciones.
Artículo 36: Denuncias de delitos contra quien tenga la representación de la sociedad.

6. Códigos éticos e iniciativas privadas

Se han establecido o están por establecerse iniciativas privadas sobre normas de ética y códigos de conducta para las empresas panameñas.

Se ha puesto de moda el concepto de la responsabilidad empresarial o de la responsabilidad social. Esta es una tendencia común y en el derecho comparado se conoce como soft law. Es una reacción natural de grupos privados que frente a las solicitudes de cambios por la sociedad en general proceden a dictarse disposiciones de tipo ético y de conducta, las cuales carecen de fuerza coercitiva. Esto pasos se dan con preferencia y antes de que se les impongan normas externas, por ejemplo leyes, sobre cuyo contenido no pueden incidir en el grado deseado y cuya violación puede generar consecuencias más severas que las que conlleva la violación de normas éticas.

Así una de las iniciativas más recientes y que ha logrado un amplio apoyo es la liderada por la Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresa (APEDE) y la Fundación Compromiso Panameño Social (Compass). Se trata de la adhesión a un Código de responsabilidad empresarial.

El código ha estado precedido de la creación de una organización sin fines de lucro, así como de eventos de divulgación de la importancia del tema y creación de conciencia entre la comunidad empresarial.

7. Banca

El precedente directo y jurídico de iniciativas de gobierno corporativo que tenemos en Panamá es el de la banca. La Superintendencia de bancos de Panamá mediante Acuerdo 4-2001 ha dictado normas sobre gobierno corporativo dirigidas a las empresas con licencia bancaria. Las mismas son de obligatorio cumplimiento y su no atención puede conllevar multas administrativas.

Podemos resumir brevemente algunas de las características del citado acuerdo de la siguiente forma:

El ámbito de aplicación de la norma incluye bancos oficiales, de licencia general y licencia internacional. A los bancos oficiales les aplica en lo que no sean contrarias a sus disposiciones legales que los constituyen y regulan. (Ejemplo Banco Nacional de Panamá y Caja de Ahorros).

Para los bancos extranjeros basta una certificación de casa matriz que cuentan con estructura y organización y controles para gobierno corporativo.

La normativa bancaria se detiene y regula en detalle el tema de la conformación de la junta directiva de un banco y obliga a que esta sea de al menos 7 personas naturales con conocimiento y experiencia a las operaciones bancarias. La mayoría de sus integrantes no puede participar en la administración diaria del banco (Articulo 9) y la Junta debe celebrar reuniones 1 vez al mes. Se establece expresamente la necesidad de actas formales y se dispone que el quórum en las reuniones se obtiene con la presencia de los directores no involucrados en la gestión del banco.

El acuerdo bancario contempla la responsabilidad de la junta directiva en su artículo 10 y el establecimiento de un Comité de auditoría en su artículo 11. A este Comité se le señala cómo debe estar conformado en el artículo 12.

Hay sanciones por incumplimiento del acuerdo que dicta las normas de gobierno corporativo, según el artículo 22 que remite en este sentido al artículo 137 del Decreto ley 9 de 1998 que señala las sanciones.

El artículo 24 estableció un plazo de adecuación de 6 meses ya que el acuerdo fue aprobado el 5 de septiembre de 2001 y debe estar siendo cumplido por los bancos desde el 1 de marzo de 2002.

B. **Retos que confrontan los países en desarrollo y educación del público. Iniciativas actuales.**

De lo anteriormente expuesto consideramos en concordancia con los trabajos de los expertos citados a lo largo de este trabajo que se hace necesario:

1. Establecer a un sistema de gobierno basado en reglas en oposición a un sistema basado en relaciones.
2. Desmantelar el sistema de propiedad piramidal que permite a los insiders el control y en ocasiones disponer el dinero de empresas públicas basados en poca propiedad.
3. Romper lazos como accionistas cruzados entre bancos y sociedades.
4. Proteger y hacer cumplir los derechos de los accionistas minoritarios.
5. Encontrar propietarios activos y administradores hábiles, así como lograr estructuras propietarias difusas.
6. Promover buen gobierno entre empresas de propiedad familiar y estructura de propiedad concentrada.
7. Cultivar "know how" técnico y profesional.

En Panamá se están dando una serie de iniciativas privadas para divulgar el tema del gobierno corporativo que no han hecho más que empezar.

Entre ellas, y sólo a título de ejemplo, podemos mencionar un futuro seminario organizado por la Escuela de Negocios y Finanzas de enero a marzo 2004 que trata sobre el tema de gobierno corporativo en forma completa.

La razón por al cual todas estas iniciativas se dan en estos momentos es por que hoy, más que nunca la transparencia, además de ser un valor positivo en sí mismo, vende.

Desde el punto de vista competitivo es importante tratar el tema con relación a las sociedades públicas. La banca ya lo ha hecho. Otros países en el área trabajan en ello Chile, Colombia, Argentina, Brasil, México. Panamá debe poder competir con ellos.

C. **Una presentación balanceada. Las críticas al gobierno corporativo.**

Para muchos, gobierno corporativo es una moda del cual se habla como reacción a escándalos financieros. Quienes así piensan esperan que con el tiempo se deje de hablar del tema y este desaparezca así cómo llegó.

Otros consideran que se trata de una nueva forma de hacer avanzar cierta corriente ideológica, pero ahora bajo un disfraz que han denominado de "Jesús de Nazareth" contra el cual, admiten resignados, es muy difícil estar en contra. Para otros es casi un movimiento político ideológico o hasta una nueva religión.

En este orden de ideas se ha dicho que: "En tiempos recientes, cuando todos atacan la intervención del Estado en la economía y se promueve la privatización de las empresas públicas, la reducción del tamaño del Estado, la libre competencia, la liberalización de las economías, el monstruo de la burocracia se disfraza rosado. Como quiera que es difícil hoy hablar de más intervención del Estado mediante leyes y decretos, las nuevas figuras jurídicas que se han creado la hemos disfrazado bajo temas tales como **"gobierno corporativo"**, "responsabilidad social", "protección del medio ambiente", "auditorías", "conoce a tu cliente" etc. **Es muy difícil atacar al monstruo burocrático cuando viene disfrazado de "Jesús de Nazareth".** Eso es lo que está ocurriendo. Las izquierdas luego de la caída del muro de Berlín se dieron cuenta y ahora son organizaciones que luchan supuestamente por el mejoramiento del ambiente, por empresas socialmente responsables, por la calidad de vida. **Las nuevas leyes son creadas para aumentar la burocracia en nombre de estas nuevas doctrinas que nadie puede criticar porque te ubicarían entre los enemigos del bien**. Así como los muñecos que moviendo sus piezas se convierten en otros muñecos "transformers" la burocracia se actualiza y nos domina." Ebrahim Asvat. Diario El Siglo.

Se le ha calificado al tema del gobierno corporativo, por sus recios opositores, como la gran fuerza destructiva que se esta "comiendo" el alma del sistema capitalista de los Estados Unidos. Se señala que las personas detrás de las propuestas de gobierno corporativo tienen ideas y agendas que buscan una reforma radical del sistema de empresa privada en los Estados Unidos y alrededor del mundo. El impulso, se dice, viene dado por demagogos económicos y en política y de planes de pensiones estatales, reguladores en el gobierno y en comisiones de valores, y multitud de académicos y en los medios que lanzan citas y datos y teorías no probadas, además de jugadores del mercado que esperan aprovechar el ambiente para ganar sus propias batallas comerciales. ***Ver Terence Corcoran. Coup at the NYSE. Financial Post. Canadá sábado 20 de septiembre de 2002 Página 11.***

La oposición más organizada e ideológica al gobierno corporativo además de lo antes expuesto se sirve de tres grandes tesis:

Los que se alinean con la llamada de ***tesis de la perversidad***, es decir suponen o pregonan que toda acción deliberada para introducir gobierno corporativo solo sirve para exacerbar la condición que se desea remediar. Ejemplo: En lugar de lograr mayor inversión lo que se lograra es ahuyentar a potenciales emisores.

La ***tesis de la futilidad***. Esta la siguen los que piensan que cualquier tentativa de transformación del gobierno de las sociedades será invalidada, o simplemente no logrará hacer mella. Es inútil es el comentario generalizado.

Finalmente tenemos la ***tesis del riesgo*** que supone o asume que el costo del cambio o reforma propuesto al introducir gobierno corporativo es demasiado alto, dado que pone en peligro algún logro previo o apreciado, por ejemplo el número de emisores en el mercado.

Es interesante observar que la fuerza de estas tesis reside en un fenómeno estudiado, en otras áreas, por un autor llamado Claus Offe quien llama nuestra atención sobre una cuestión que, precisamente por evidente, suele pasar desapercibida y es el hecho de que la posición de poder de las empresas incluye el poder de *definir* la realidad.

En otras palabras, lo que las empresas *consideren* una carga intolerable *será* una carga intolerable que, *de hecho*, conducirá a una propensión creciente a no emitir. Los emisores están en disposición de *crear la realidad - y los efectos- de semejante cosa*.

El contrapeso a esto es que los inversionistas están en igual posición, y si su apreciación es la opuesta, pueden crear los suficientes incentivos para inducir a los emisores a emitir públicamente. Esa es parte de la apuesta al introducir gobierno corporativo.

V. PROYECTO DE ACUERDO SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO QUE PROPONE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

Se trata de un proyecto de acuerdo 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.

A. Antecedente: Acuerdo 7-2002

Desde el año 2000, la CNV inició el trabajo de revisión de su Acuerdo 8-2000 mediante el cual se adoptan las normas aplicables a la forma y contenido de los Estados Financieros y demás información financiera que deban presentar periódicamente a la CNV las personas registradas o sujetas a reporte según el Decreto Ley 1 de 1999.

El proceso de revisión tuvo como punto fundamental el nombramiento mediante Resolución 432-01 de 30 de octubre de 2001 de una comisión de alto nivel a la que se le solicitó proponer reformas al texto del Acuerdo 8-2000.

La CNV dictó como parámetros para la comisión del alto nivel una serie de puntos concretos que era de su interés que fuesen incluidos en el estudio solicitado. Temas como reglas de consolidación, salvedades en estados financieros, el alcance de la carta de representación, la rotación de equipo de auditores fueron expresamente incluidos en la revisión del Acuerdo 8-2000.

La CNV solicitó igualmente recomendaciones en torno al tema de gobierno corporativo o prácticas de buen gobierno de las sociedades registradas y las que han recibido una licencia expedida por la CNV. El tema de gobierno corporativo por su importancia se decidió que sería tratado en acuerdo independiente.

El trabajo de revisión del Acuerdo 8-2000 terminó con la adopción del Acuerdo 7 de 14 de octubre de 2002 por el cual se modifica el Acuerdo No. 8-2000 de 22 de mayo de 2000.

Este Acuerdo 7-2002 introduce en su artículo 3 un articulo de mucha importancia como antecedente del gobierno corporativo y es la obligatoriedad para las personas registradas o sujetas a reporte a presentar a la CNV, junto con sus estados financieros anuales auditados una declaración jurada otorgada ante Notario Publico, la cual deberá estar firmada conjuntamente por el Presidente, Tesorero, Gerente General y el director financiero o el contralor de la persona registrada o sujeta a reporte.

Esta declaración debe certificar lo siguiente de conformidad con el texto de artículo tercero del Acuerdo 7-2002:

a. Que cada uno de los firmantes ha revisado el Estado Financiero Anual correspondiente;
b. Que a su juicio, los Estados Financieros no contienen informaciones o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni omiten información sobre hechos de importancia que deban ser divulgados en virtud del Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos, o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dicho informe no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en las que fueron hechas.

c. Que a su juicio los Estados Financieros Anuales y cualquier otra información financiera incluida en los mismos, representan razonablemente en todos sus aspectos la condición financiera y los resultados de las operaciones de la persona registrada o sujeta a reporte, para el período correspondiente.
d. Que los firmantes:
d.1 Son responsables del establecimiento y mantenimiento de controles internos en la empresa;
d.2 Han diseñado los mecanismos de control interno que garanticen que toda la información de importancia sobre la persona registrada o sujeta a reporte y sus subsidiarias consolidadas, sean hechas de su conocimiento, particularmente durante el periodo en el que los reportes han sido preparados.
d.3 Han evaluado la efectividad de los controles internos del emisor dentro de los noventa (90) días previos a la emisión de los Estados Financieros.
d.4 Han presentado en los Estados Financieros sus conclusiones sobre la efectividad de los controles internos con base en las evaluaciones efectuadas a esa fecha.
e. Que cada uno de los firmantes ha revelado a los auditores de la persona registrada o sujeta a reporte y al comité de auditoría (o a quien cumpla funciones equivalentes) lo siguiente:
e.1 Todas las deficiencias significativas que surjan en el marco del diseño y operación de los controles internos, que puedan afectar negativamente la capacidad de la persona registrada o sujeta a reporte para registrar, procesar y reportar información financiera, e indicado a los auditores cualquier debilidad existente en los controles internos.
e.2 Cualquier fraude, de importancia o no, que involucre a la administración u otros empleados que ejerzan un rol significativo en la ejecución de los controles internos de la persona registrada o sujeta a reporte.
f. Que cada uno de los firmantes ha revelado a los auditores externos la existencia o no de cambios significativos en los controles internos de la persona registrada o sujeta a reporte, o cualesquiera otros factores que puedan afectar en forma importante tales controles con posterioridad a la fecha de su evaluación, incluyendo la formulación de acciones correctivas con respecto a deficiencias o debilidades de importancia dentro de la empresa."

En el caso de las personas registradas ante esta Comisión, la declaración jurada a que hace referencia este artículo deberá formar parte del Informe de Actualización Anual."

B. ¿Por qué la CVN prepara un proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo y cual es fundamento?

La Comisión Nacional de Valores promueve, mediante la recomendación de las guías y principios la adopción de procedimientos buen gobierno corporativos en la organización

de las sociedades registradas, fundamentadas en las recomendaciones elaboradas por la organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) , en las normas adoptadas en jurisdicciones cuyos mercados de capitales son reconocidos como mercados desarrollados, así como en las recomendaciones y conclusiones elaboradas por la organización denominada **Center for Internacional Private Enterprise** y plasmadas en el documento titulado "*Instituting Corporate Governance in Developing, Emerging and Transitional Economies", publicado en marzo del año 2002.*

Las recientes experiencias locales e internacionales relacionadas a prácticas inadecuadas y controles deficientes a lo interno de las organizaciones corporativas de emisores de valores objeto de oferta pública, apuntan claramente , a juicio de la CNV, a la necesidad de promover que las empresas registradas en la Comisión Nacional de Valores instauren a lo interno de sus organizaciones, mecanismos y procedimientos sobre buen gobierno acordes con los principios aceptados internacionalmente en la materia.

A juicio de la CNV, la adopción de guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de las emisores o personas registradas en la CNV fortalecería y fomentaría las condiciones necesarias para el desarrollo continuado del mercado de valores en Panamá, en la medida en que tales principios generen una incrementada confianza y transparencia en el manejo de empresas emisoras de valores registrados, además de coadyuvar en la reducción de riegos y en la administración más eficiente que resulte en el aumento del valor de la empresa y la protección de los intereses de los accionistas.

Para la Comisión, la existencia o ausencia de procedimientos corporativos cónsonos con los principios y guías en materia de buen gobierno corporativo aceptados internacionalmente, o bien su aplicación total o parcial por parte de las emisores o personas registradas en la Comisión, constituye información de importancia sobre las operaciones y negocios del emisor al tenor de los artículos 1 y 77 del Decreto Ley 1 de 1999 y por tanto, debe ser materia de los informes periódicos que presentan y divulgan los emisores al público y a la Comisión.

La adopción o no por parte de las emisores o personas registradas en la Comisión de principios de buen gobierno corporativo a lo interno de sus organizaciones es cónsona con la filosofía y el estándar de divulgación establecido en la regulación legal del mercado de valores en Panamá, que es la total y oportuna revelación de información de importancia, de manera que el público inversionista pueda tomar sus decisiones de inversión.

El artículo 73 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 establece que las solicitudes de registro y los informes que presenten a la Comisión deberán contener la información y los documentos sobre el emisor, sus operaciones, negocios y valores que prescriba la Comisión.

El artículo 73 del Decreto Ley antes citado, al determinar la información y los documentos que deban ser incluidos en la solicitud de registro y en los informes, la Comisión se limitará a solicitar información y documentos de importancia que sean relevantes para el público inversionista.

C. Historia. 2 años de trabajo y las comisiones de alto nivel para hacer recomendaciones sobre gobierno corporativo

1. La primera comisión de alto nivel

Mediante Resolución No. CNV-432-01 de 30 de octubre de 2001, la Comisión Nacional de Valores resolvió la creación de una Comisión de Alto Nivel de Contabilidad y designó a sus miembros a saber:

- Alberto Diamond. Socio principal de la firma de contadores KMPG Panamá.
- Judith Anguizola. Socia Principal de la firma de contadores ERNST & YOUNG Panamá.
- Luis Laguerre. Presidente del Colegio de Contadores de Panamá y socio KMPG Panamá.
- Federico Albert. Banquero
- José Chen Barría. Ex Contralor General de la Republica y Secretario técnico de la comisión de alto nivel.

Como se puede apreciar en su gran mayoría los miembros de la comisión de alto nivel eran profesionales del ramo de la contabilidad y es que esta comisión de alto nivel fue creada con el objeto de que la Comisión Nacional de Valores recibiera propuestas sobre las modificaciones que se consideraran necesarias al Acuerdo 8-2000 sobre forma y contenido de los Estados Financieros, así como de forma adicional y complementaria recomendaciones en torno al tema de gobierno corporativo o prácticas de buen gobierno de las sociedades registradas.

2. Segunda comisión de alto nivel.

Con el propósito de consultar de forma lo más amplia posible a expertos en la materia, la Comisión Nacional de Valores resolvió mediante Resolución CNV-027-03 de 3 de febrero de 2003, la creación de una segunda Comisión de Alto Nivel de Gobierno Corporativo,

integrada por representantes del sector privado y con vasta experiencia en temas relacionados con el gobierno de las sociedades. Sus miembros incluyeron:

- Orlando Sánchez. Aseguradora Mundial, emisor registrado que ha adoptado voluntariamente normas de gobierno corporativo.

- Roberto Eisenmann. Corporación Micro financiera Nacional (Mi Banco), emisor registrado con el mayor numero de accionistas en Panamá.

- Milton Chambonett. Contador público autorizado.

- Arturo Gerbaud. Representante designado por la Bolsa de Valores de Panamá.

- Paul Smith. Representante designado por la American Chamber of Commerce of Panamá

- Ana Melissa Españo. Abogada que prepara trabajo de maestría en materia de gobierno corporativo y Secretaria Técnica de la comisión de alto nivel.

En el nombramiento de la comisión de alto nivel se señaló claramente la posición de la comisión Nacional de Valores en cuanto el tema de gobierno corporativo indicándose expresamente lo que la CNV buscaba con este acuerdo:

"La introducción del buen gobierno corporativo tiene como fin:

A. Reducir a su mínima expresión los problemas de malos manejos y fraudes en las empresas que ofrecen valores al publico y,
B. Mejorar los controles internos y la rendición de cuentas de estas empresas a los inversionistas."

D. Lo que la CNV le pidió a la comisión de alto nivel.

Concretamente a la comisión de alto nivel se requirieron recomendaciones formales del contenido mínimo que debe tener un futuro acuerdo sobre gobierno que dicte la CNV. Para ello se les solicitó expresamente revisar primero la facultad legal de la CNV para dictar un acuerdo de esta naturaleza

La comisión Nacional de valores solicitó a la comisión de alto nivel considerar los siguientes puntos concretos sobre futuras reglas sobre gobierno corporativo:

Acuerdo Voluntario vs. Acuerdo obligatorio

Alcance a solamente emisores vs. a emisores y sujetos con licencia de la CNV.
Recomendación para empresas no sujetas al CNV.
Conflictos entre normas sobre gobierno corporativo (por ejemplo banca vs. valores)
Necesidad de crear conciencia de la importancia del tema campaña formal.
Trabajo coordinado sector público y privado. Iniciativas

En estos dos puntos anteriores inspirados en la experiencia peruana, la Comisión Nacional de Valores remitió notas a las siguientes organizaciones públicas y privadas invitándolas a revisar un trabajo conjunto preparado por sus homólogos en Perú sobre el buen gobierno de sociedades.

Es así como mediante notas de fecha 10 de octubre de 2002 la CNV invitó a la Fundación Interamericana para el desarrollo del mercado de capitales FIDEMEC, la Superintendencia de bancos de Panamá, la Asociación Bancaria de Panamá, la Superintendencia de Seguros de Panamá, el Ministerio de Economía y Finanzas, la Bolsa de Valores de Panamá S.A. a realizar un trabajo conjunto en materia de gobierno corporativo.

Paralelamente se siguió el trabajo con la comisión de alto nivel a la que se le informo lo que se haría con el producto que de ellos se recibiera. Concretamente se indicó que con lo recibido se procedería a la elaboración por la propia CNV de un proyecto de acuerdo para ser sometido a la obligatoria consulta pública y una audiencia publica que permita la participación ciudadana.

La CNV entregó a la comisión de alto nivel una serie de material de referencia como por ejemplo:

Modelos de reglamentos de gobierno corporativo. Aseguradora Mundial S.A. Octubre 2002
Anteproyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo (comisión de alto nivel de contabilidad nombrada por la CNV) Mayo 2002
Gobierno Corporativo. La Estructura de poder empresarial. José Chen Barría. 2002
Acuerdo 4-2001 sobre gobierno corporativo. Superintendencia de bancos de Panamá.
Corporate governance in Panama. KPMG. Alberto Diamond.Octubre 2002
Texto único Acuerdo 8-2000 CNV Panamá.
Gobierno corporativo: Una necesidad impostergable. Milton Chambonett . Agosto 2002.
Setting the Rules. The Economist.com Global Agenda. Enero 2003
Principios de buen gobierno para las sociedades peruanas. Julio 2002.
El Gobierno de las sociedades Febrero 1998. (Código Olivencia España).
El nuevo régimen legal sobre transparencia en el mercado de capitales y mejores prácticas en el gobierno corporativo Marcelo Villegas y Mario O Kenny. 2001.

Los principios de gobierno corporativo de la OECD.

Además la CNV puso a su disposición sus instalaciones para las reuniones de la comisión de alto nivel. La comisión de alto nivel se reunió en numerosas sesiones de trabajo.

E. El Producto recibido de la comisión de alto nivel.

La Comisión Nacional de Valores recibió el 30 de abril de 2003 de parte de la comisión dos importantes documentos:

Documento contentivo de principios y recomendaciones en materia de gobierno corporativo.

Proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo.

1. Documento contentivo de principios y recomendaciones en materia de gobierno corporativo.

En este documento la comisión de alto nivel exterioriza una serie de consideraciones importantes entre las que nos interesa destacar:

En materia de requisitos de divulgación de los mecanismos de gobierno de las empresas la comisión de alto nivel señaló que el marco regulador debe establecer criterios de divulgación que le permitan a los inversionistas y al mercado en general valorar el respectivo sistema de gobierno de cada empresa.

De esta manera, de conformidad con la comisión de alto nivel, se busca que la empresa divulgue aspectos tales como:

Los criterios y procedimientos de elección de los directores, administradores, contralores,
El comité de auditoria,
Identificación de los beneficiarios reales de las acciones que conforman el control,
Criterios aplicables a los negociaciones que los directores, administradores o funcionarios realicen con las acciones y demás valores emitidos,
Criterios de selección de los proveedores,
Programas de difusión de los derechos y obligaciones de los accionistas.

En las recomendaciones de la comisión de alto nivel esta concluye con las siguientes reflexiones:

"Que la información de los aspectos mencionados resulta fundamental para el inversionista al momento de valorar su inversión y le dará elementos de juicio suficientes para comparar frente a otras alternativas similares de inversión.

Considera la comisión de alto nivel que la promulgación de políticas de gobierno corporativo debe partir de la premisa según la cual un accionista o inversionista bien informado, es un accionista o inversionista bien protegido.

Es por ello que la comisión de alto nivel ha recomendado que en materia de gobierno corporativo se invite más que nada a cada empresa a la autorregulación en esta materia, haciendo énfasis en el hecho de que la falta de aplicación de prácticas de buen gobierno, tendrá repercusión en la propia empresa en si, siendo esa su penalización por ser "mal vista" a los ojos del mercado en general o del publico inversor.

Se debe exhortar a las empresas a aplicar estas prácticas de gobierno corporativo, e inculcar esta nueva filosofía corporativa, de manera de cumplir con los estándares de transparencia, control y confiabilidad que existen hoy en día en el ámbito internacional.

Dada la evolución y el auge que ha tomado este tema en esferas transnacionales es recomendable, entonces, que se estudio el impacto que tenga la implementación de esta normativa en Panamá, y recomendamos que la CNV mantengan comisiones especializadas que estudien y propongan los criterios y pautas a seguir en cuenta a gobierno corporativo se refiere.

Para finalizar, y como una forma de lograr una verdadera eficacia en la promulgación de esta tema, es que precisamente se obligue la aplicación de estas practicas de gobierno corporativo por lo menos a los sujetos con licencia cuya actividad esta regulada, por la propia ley que exige su registro ante la CNV.

Sin embargo, para las demás sociedades la comisión de alto nivel considera oportuno que se invite a las empresas a aplicar y adecuar estas políticas de gobierno corporativo, ya que evidentemente el mercado será el encargado de ser el fiscalizador primario de la aplicación de las mismas, y así a su vez las empresas se sentirán obligadas a implementar practicas de buen gobierno que divulguen la transparencia y buen control de cada empresa."

2. Proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo

El contenido del Proyecto de Acuerdo sobre gobierno corporativo recibido de parte de la comisión de alto nivel fue, en sus partes que nos interesa resaltar, el siguiente:

En cuanto a su ámbito de aplicación el proyecto presentado incluía a personas registradas y además a personas sujetas a reporte ante la CNV (Articulo 1). Esto significa que el proyecto era de aplicación a emisores y además personas que ostentan una licencia expedida por la CNV.

En caso de que dichas personas antes citadas estén obligadas a adoptar gobierno corporativo producto de otras disposiciones legales ya existen (por ejemplo el caso concreto de los bancos) las disposiciones de este acuerdo le serán aplicables en la medida en que el mismo no contravenga dichas disposiciones.

En la exposición de motivos se señalaba en cuanto a los emisores registrados en la CNV, entendiendo por emisores registrados a aquellos que tengan valores registrados en la CNV, que es la aspiración de la comisión de alto nivel de gobierno corporativo, que dichos emisores sean alcanzados por los efectos del acuerdo, por lo tanto, se sugirió que la comisión Nacional de Valores CNV estudiara los efectos jurídicos relacionados a este tema.

Una propuesta concreta de la comisión de alto nivel trató sobre la integración de la junta directiva (artículo 7) al disponer que por lo menos 80% de las personas que integran la junta directiva sean individuos que no participen en la gestión ejecutiva de la empresa. Además la propuesta indicaba que el presidente de la sociedad no podrá ser a la vez el principal ejecutivo. Estas recomendaciones que se mantuvieron en el proyecto de acuerdo preparado por la CNV generaron fortísima oposición por parte de los emisores.

En el artículo 9 del proyecto presentado por la comisión de alto nivel se trató sobre los llamados Comités de Apoyo. La propuesta de la comisión de alto nivel estableció la necesidad de que existan comités de apoyos permanentes. Se requiere, de conformidad con el proyecto de acuerdo de la comisión de alto nivel, al menos un Comité de auditoria y una comisión de cumplimiento.

La junta directiva también podrá establecer otras comisiones permanentes, especiales o transitorias (artículo 13)

Otros comités que sugirió la comisión de alto nivel fueron:

Comité de planeación estratégica y política de finanzas
Comité de asignaciones y retribuciones
Comité de recursos humanos.

La exposición de motivos del proyecto de acuerdo disponía que el propósito del acuerdo es que se evalúe el control interno de cada empresa y se establezca una herramienta eficaz

que permita a la CNV, como ente fiscalizador que es, supervisar el cumplimiento de esta materia.

Lo anterior se contiene en un articulo innovador que sugería la comisión de alto nivel en su artículo 15 titulado "Seguimiento" y que disponía que la CNV podrá en cualquier momento, solicitar al representante legal de la empresa o a su gerente general información relativa a las normas de gobierno corporativo de la empresa y recomendar cambios que considere oportunos, para la protección de los intereses de los inversionistas y continuidad de la empresa.

El proyecto de código de la comisión de alto nivel al decantarse por la obligatoriedad, lo que se señala claramente en su exposición de motivos al indicar: "Es importante recalcar que este acuerdo revista obligatoriedad en su cumplimiento, a fin de lograr de forma eficaz su aplicación y obtener los resultados esperados, que son esencialmente generar la confianza del publico inversionista, así como también del publico en general."

Cónsone con su carácter obligatorio el proyecto de acuerdo propuesto por la comisión de alto nivel contenía sanciones (Articulo16) por el incumplimiento de las disposiciones contenidas en el acuerdo. Estos incumplimiento se proponían fuesen sancionadas por la CNV sobre la base de lo establecido en el decreto ley 1 de 1999 que contiene el sistema de multas administrativas.

El Artículo 18 del proyecto de acuerdo presentado por la comisión de alto nivel contenía un plazo de adecuación que se dejaba abierto a que la CNV lo determinase.

F. Lo que hizo la CNV con el producto recibido de la comisión de alto nivel.

La Comisión Nacional de Valores procedió, conforme había indicado a la comisión de alto nivel que haría desde el momento de su instalación, a una revisión interna e integral en la que participaron sus directores de las áreas de registro, legal, fiscalización y mercados y los comisionados en pleno y elaboró un proyecto de acuerdo de gobierno corporativo en base al producto recibido y con cambios, adiciones y eliminaciones de puntos que la CNV consideraba necesaria modificar.

El trabajo interno en la CNV fue un trabajo coordinado entre directores y comisionados bajo la coordinación de la dirección de Registro de Valores e Informes de emisores dirigida en ese momento por la Licenciada Nadiuska López. Se trabajaron más de 5 versiones del proyecto de acuerdo.

Finalmente se procedió a iniciar el proceso de consulta pública desde el 6 de agosto de 2003. El periodo de consulta por la importancia del tema fue un periodo especial de 30 días y luego fue extendido hasta el 15 de septiembre de 2003. .

Adicionalmente a las obligaciones establecidas por ley la CNV remitió el proyecto de acuerdo de gobierno corporativo directamente a las siguientes personas u organizaciones para sus comentarios:

Antonio Saiz. Saam Consulting Inc; Orlando Mendieta. Capital Financiero; Francisco Arias. Arias Fábrega & Fábrega; Carlos Vásquez. Colegio nacional de Abogados; Iván Díaz. Central de valores Latinclear; Roberto Brenes. Bolsa de Valores de Panamá S.A.; Raúl Molina. Superintendencia de Seguros; Ana Lorena Broce. Superintendente de Seguros; Jorge Rossania. Asociación de Agentes Vendedores de Valores; Gilberto Sucre Boyd & Sucre; Alexandra Duque, Boyd & Sucre; Delia Cárdenas. Superintendente de bancos; Enrique de Obarrio. Asesor legal Superintendencia de bancos; Raúl Alemán. Asociación Bancaria de Panamá; Moisés Cohen, Multicredit bank y Juan Pablo Fábrega. Fábrega,Barsallo,Molino & Mulino

Dentro del proceso de consulta pública se recibieron comentarios de las siguientes personas u organizaciones:

Milton Chambonnett, Rey Holdings, Wall Street Securities, Grupo Assa S.A., Ernst & Young; Superintendencia de Seguros, Latinclear, Tzanetatos, Cervecería Nacional, Arias, Fabrega & Fabrega, Oscar Juassi (Pacific Rating Calificadora de riesgos), Bolsa de Valores S.A. y grupo de 14 emisores compuesto por grupo Melo, S.A.;Empresa General de Inversiones, S.A.; Multiholding Corporation; Grupo Financiero Continental; Grupo ASSA, S.A., Aseguradora Mundial, Financiera Automotriz, S.A.; Rey Holding Corp y Empresas Tagaropulos; Primer Banco del Istmo, S.A., Unión Nacional de empresas, Econogrupo, e Inmobiliaria Ripérez.

Con los comentarios recibidos este proyecto de acuerdo se convirtió en el acuerdo que, hasta la fecha, más comentarios ha recibido del público.

En este caso en particular varios de los comentarios recibidos solicitaban el retiro del proyecto por considerar entre otras cosas que: “El proyecto, además de exceder las facultades competenciales legales de la Comisión nacional de Valores intenta establecer una normativa inflexible y estática, que impide la aplicación pragmática y especifica de las normas a la realidad de cada emisor registrado y con ello obstaculiza el funcionamiento dinámico de los negocios, a la vez que atenta contra los derechos de los accionistas, consagrados claramente en la ley.”

Ante dicha solicitud la CNV procedió a intensificar actividades de divulgación directa del proyecto de acuerdo para su debida explicación a las personas interesadas de manera que pudiesen recibir de primera mano los detalles del proyecto de acuerdo y los objetivos y las intenciones de la CNV, y al mismo tiempo la CNV pudiese recibir los comentarios y sugerencia de las personas interesadas con el fin de incorporarlos al proyecto de acuerdo.

De esta manera se integró un grupo interno de trabajo en la CNV compuesto por los 3 comisionados, la Licenciada Ana Díaz, Directora de Asesoría Legal y la Licenciada Yolanda Real Directora de Registro de valores e informes de emisores y se procedió a realizar sesiones de trabajo con grupos de emisores y personas interesadas.

Se invitaron a participar a las siguientes personas: Arturo Gerbaud, Aleman,Cordero Galindo & Lee; Roberto Anguizola, Corporación Micro financiera Nacional S.A.; Eudoro Jaén, Grupo Melo S.A.; Arturo Melo Grupo Melo S.A.; José Chen Barría, Milton Chambonnett, Alexander Psychoyos, Rey Holding, Corp; Judith Anguizola Ernst & Young, Ana Melissa Españo V; Juan Carlos Varela, Varela Hermanos; Pablo de la Hoya, Grupo Assa; Nicolás Pelyhe, Grupo ASSA. S.A; Jorge Vallarino, Global Bank; Guido Martinelli, Panabank; Eduardo Jiménez, Wall Street Securities; Paul Smith; Hermann Bern, Tropical Resort Internacional, Inc.; Alberto Diamond KPMG; Luis Laguerre KPMG; Oswaldo Mouynes, Grupo Financiero Continental, Juan Carlos Mastellari, Profuturo; José Barrios Ng, Bolsa de Valores de Panamá S.A.; Iván Díaz, Latinclear; Juan Pastor, Progreso, Fernando Barría HSBC Securities (Panamá) S.A.; Roberto Eisenmman; Orlando Sánchez, Aseguradora Mundial; Mario Fábrega, Banvivienda; Ricardo Roux, Financiera Automotriz S.A;.Ernesto Boyd; Roberto Brenes, Bolsa de Valores de Panamá S.A., Bolívar Pariente Banco Nacional de Panamá; Javier Acha, Geneva Asset Management, S.A. Juan Chevalier Aseguradora Mundial; Montague Belanguer, Primer Banco del Istmo S.A; Juan Raúl Humbert, Empresa General de Inversiones; José Hilario Gómez, Capital Financiero; Orlando Mendieta, Capital Financiero, Milton Henríquez, El Panamá América, Edith Castillo Duarte, La Prensa, Diana Campos Candanedo, La Prensa. Luis Blanco Corresponsales Extranjeros; Yolanda Sandoval, El Panamá América.

Se realizaron varias sesiones de trabajo (7 en total) a las que asistieron la gran mayoría de las personas arriba indicadas o en su defecto asistieron sus representantes.

Producto de dichas sesiones se dieron cambios en el texto del proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo que originaron una segunda versión que respetando en gran medida la versión origina contenía cambios importantes que requieren a tenor del Decreto ley 1 de 1999 que fuese sometido nuevamente a consulta pública.

En efecto, teniendo en cuenta lo dispuesto en el articulo 257 del Decreto Ley 1 de 1999 sobre **Adopción de la acción** que dispone que cumplido el plazo para la presentación de comentarios y luego de dar la debida consideración a los comentarios recibidos, la Comisión podrá adoptar la acción contemplada, con aquellas modificaciones que considere apropiadas, siempre que la acción que se adopte no sea significativamente distinta ni imponga más restricciones que las que contemplaba la acción sometida a consulta pública. Si ésta viene a ser significativamente distinta o a imponer más restricciones, la Comisión deberá volver a someter la acción al proceso de consulta pública.

La CNV procedió a someter nuevamente el proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo al proceso de consulta publica, periodo que termina el lunes 27 de octubre de 2003 y a llamado a la celebración de un audiencia publica el 31 de octubre de 2003 para oír directamente los comentarios de todos los interesados.

G. Estructura del proyecto de acuerdo de gobierno corporativo sometido a segunda consulta publica.

El proyecto de acuerdo está dividido en 4 títulos y 24 artículos a saber:

TÍTULO PRIMERO: NORMAS GENERALES
TÍTULO SEGUNDO: JUNTA DIRECTIVA Y ACCIONISTAS
TÍTULO TERCERO: COMITES DE APOYO
TÍTULO CUARTO: DISPOSICIONES FINALES

ARTÍCULO PRIMERO APROBACIÓN

TÍTULO PRIMERO: NORMAS GENERALES

ARTÍCULO 1 AMBITO DE APLICACIÓN
ARTÍCULO 2 DEFINICIONES
ARTÍCULO 3 OBJETIVOS
ARTÍCULO 4 CONTENIDO MÍNIMO DE LAS NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO
ARTÍCULO 5 TRANSPARENCIA Y REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN

TÍTULO SEGUNDO: JUNTA DIRECTIVA Y ACCIONISTAS

ARTÍCULO 6 DEBERES DE LA JUNTA DIRECTIVA
ARTÍCULO 7 INCOMPATIBILIDADES DE LA JUNTA DIRECTIVA

ARTÍCULO 8 COMPOSICIÓN DE LA JUNTA DIRECTIVA Y CRITERIOS DE INDEPENDENCIA
ARTÍCULO 9 ACCIONISTAS

TÍTULO TERCERO: COMITÉS DE APOYO

ARTÍCULO 10 COMITÉS DE APOYO
ARTÍCULO 11 COMITÉ DE AUDITORIA
ARTÍCULO 12 FUNCIONES DEL COMITÉ DE AUDITORIA
ARTÍCULO 13 REGLAMENTO INTERNO DEL COMITÉ DE AUDITORIA
ARTÍCULO 14 COMITÉ DE CUMPLIMIENTO Y ADMINISTRACION DE RIESGOS
ARTÍCULO 15 FUNCIONES DEL COMITÉ DE CUMPLIMIENTO Y ADMIN. DE RIESGOS

ARTÍCULO 16 COMITÉ DE EVALUACIÓN Y POSTULACIÓN DE DIRECTORE INDEPENDIENTES Y EJECUTIVOS CLAVE
ARTÍCULO 17 FUNCIONES DEL COMITÉ DE EVALUACIÓN Y POSTULACIÓN DE DIRECTORES INDEPENDIENTES Y EJECUTIVOS CLAVE
ARTÍCULO 18 NORMAS DE ÉTICA

TÍTULO CUARTO: DISPOSICIONES FINALES

ARTÍCULO 19 EMISORES O PERSONAS REGISTRADAS SUJETAS A OTRAS REGULACIONES
ARTÍCULO 20 MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 18-2000 DE 11 DE OCTUBRE DE 2000
ARTÍCULO 21 MODIFICACIÓN DEL FORMULARIO IN-A
ARTÍCULO 22 MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000
ARTÍCULO 23 MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000
ARTÍCULO 24 MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000

ARTÍCULO SEGUNDO: ENTRADA EN VIGENCIA

H. Contenido del proyecto de acuerdo de gobierno corporativo sometido a segunda consulta pública.

ARTÍCULO PRIMERO: Aprobar el presente Acuerdo *"Por el cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de emisores o personas 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"*.

El artículo primero claramente deja establecidos inequívocamente dos temas importantes:

1. Que se tratan de recomendaciones de guías y principios de buen gobierno y, 2. Que dichas recomendaciones alcanzan o se aplican exclusivamente a los emisores con valores registrados en la CNV.

TÍTULO PRIMERO

NORMAS GENERALES

ARTÍCULO 1 (AMBITO DE APLICACIÓN): Las guías y principios de buen gobierno corporativo cuya adopción recomienda la Comisión mediante las disposiciones de este Acuerdo, son de voluntaria observancia por parte de las emisores o personas registradas en la Comisión Nacional de Valores de conformidad con lo dispuesto en el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

No obstante lo anterior, los emisores registrados en la Comisión quedarán sujetos a los deberes de revelación establecidos en el artículo 5 del presente Acuerdo.

El artículo 1 define sin margen de duda que las guías y principios de buen gobierno que se recomiendan son de voluntaria adopción por los emisores registrados en la CNV.

Al mismo tiempo se deja claramente establecido por la remisión directa y expresa al artículo 5 del proyecto de acuerdo que la decisión sobre la adopción o no de las recomendaciones sobre gobierno corporativo por parte del emisor registrado debe ser (con carácter obligatorio) expresamente divulgada a los inversionistas.

ARTÍCULO 2 (DEFINICIONES): Para los propósitos de este Acuerdo, los términos que a continuación se señalan tendrán el siguiente contenido y alcance:

1. **Gobierno Corporativo:** Es la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes de una organización corporativa, tales como la Junta Directiva, Accionistas, entre otros. Conjunto de normas que define las reglas y procedimientos a observar para la toma de decisiones de asuntos corporativos, y que provee la estructura a través de la cual los objetivos de la sociedad son
Establecidos, así como los mecanismos para la obtención de los objetivos establecidos y la correcta supervisión del cumplimiento de los mismos.

2. **Comité de Auditoría:** Organismo de Apoyo de la Junta Directiva y que en virtud de delegación de ésta le apoya en el examen, evaluación y vigilancia permanente en el sistema contable y financiero de la sociedad, verificación constante de los criterios de

independencia del auditor externo, así como del seguimiento de los procedimientos de los sistemas de control interno de gestión.

3. **Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos**: Organismo de apoyo a la Junta Directiva cuya misión primordial es vigilar la observancia de las normas y principios que integran el sistema de gobierno de la sociedad, así como el cumplimiento de cualesquiera otra normativa que le fuere aplicable a la sociedad. Sobre éste debe recaer la obligación de supervisar el buen funcionamiento de las políticas de información y control adoptadas por la sociedad, velar por el cumplimiento de las normas de gobierno corporativo adoptadas por la sociedad, revisar periódicamente sus resultados, elevar a la Junta Directiva las propuestas de reformas y sugerir el inicio de procedimientos sancionatorios por incumplimiento o violación de los reglamentos internos de la sociedad.

4. **Comité de evaluación y postulación de Directores independientes y Ejecutivos Clave**: Organismo de apoyo a la Junta Directiva cuya misión primordial es velar por la integridad del procedimiento de selección, evaluación, nombramiento y reemplazo, por parte del organismo de gobierno competente, del o los Directores independientes y Ejecutivos clave de la sociedad. Dicho Comité hará recomendaciones al organismo de gobierno competente sobre los criterios de selección de Directores independientes y Ejecutivos clave, y velará por la correcta y periódica evaluación de aquellos según parámetros recomendados por el Comité.

5. **Director Independiente**: Para los propósitos de este Acuerdo, no se considerarán como Directores independientes a:
a) Las personas que sean directa o indirectamente propietarios efectivos de acciones emitidas por el emisor o persona registrada, en proporción igual o mayor al 5% del total de las acciones con derecho voto, emitidas y en circulación o de su persona controladora, según la definición de control establecida en el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999.
b) Las personas que participen en la gestión administrativa diaria del emisor o persona registrada.
c) Al cónyuge y todas las personas vinculadas hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad con las personas a que se refiere el inciso anterior.

6. **Ejecutivo Clave**: Es toda persona que tenga responsabilidades claves sobre el negocio, la administración, las operaciones, la contabilidad, las finanzas o la fiscalización de las operaciones o de los empleados.

7. **Políticas de Información :** Conjunto de normas y principios que dictan la manera en que la Junta Directiva elabora y difunde las decisiones adoptadas, hechos de importancia

así como toda la información financiera de forma responsable y transparente en beneficio de todos los accionistas, inversionistas, autoridad reguladora y público en general.

8. **Normas de Ética**: Conjunto de normas, en términos de los cuales se define como correctas o incorrectas las acciones, omisiones y relaciones profesionales e interpersonales dentro de una organización, y que son adoptadas en aras de evitar conductas nefastas dentro de una organización tales como encubrimiento, abuso de confianza, incompetencia, lealtad excesiva, soborno, entre otras.

9. **Mecanismos de Control:** Consiste en el plan de organización y todos los métodos y medidas relacionados adoptados dentro de un negocio para salvaguardar sus activos, verificar la exactitud y confiabilidad de su información contable, promover eficiencia operativa e incentivar el seguimiento de las políticas administrativas. Se dividen en controles administrativos y controles contables.

Los Controles administrativos incluyen los procedimientos y registros que conciernen a los procesos de toma de decisión que anteceden a las autorizaciones de las operaciones por parte de la administración. Los controles contables incluyen los procedimientos pertinentes a la salvaguarda de los activos y confiabilidad de los registros contables, a fin de proporcionar seguridad razonable de que las operaciones se efectúen de acuerdo a las políticas generales o específicas de la organización y de que las operaciones se registren de conformidad con las normas de contabilidad aplicables.

Es importante señalar lo siguiente con relación a las definiciones que introduce el proyecto de acuerdo. Las definiciones son para los propósitos del proyecto de acuerdo.

Las definiciones siguen en su mayoría definiciones internacionalmente aceptadas, comenzando por la propia definición de gobierno corporativo que se inspira en la de la OECD.

La definición que introduce la mayor novedad es, a nuestro juicio, la referente a Director independiente.

En esta definición, la Comisión Nacional de Valores tiene en cuenta dos criterios de independencia, de los muchos que existen en el derecho comparado.

Por una parte, el criterio relacionado con la propiedad accionaría y por otra parte, el criterio relacionado con la independencia de la participación activa en la gestión y administración diaria de la empresa.

La definición de director independiente es por exclusión, es decir, toda persona se considera independiente para el cargo de director, salvo las contempladas en la definición, ya sea por ser propietario efectivo directa o indirectamente del 5% de las acciones del emisor o persona controladora o por ser parte de la administración de la empresa.

ARTÍCULO 3 (OBJETIVOS): El presente Acuerdo tiene como principal objetivo recomendar a los emisores o personas registradas que incorporen en sus organizaciones principios cónsonos con un buen gobierno corporativo, tales como:

1. Medidas que procuren el equilibrio, transparencia y la debida representación de todos los grupos de accionistas en el poder de dirección, control y gestión de las sociedades, así como de la pronta y completa divulgación de información de importancia para todos los grupos de accionistas.

2. Asignación clara de responsabilidades, siempre bajo el principio de autonomía que la ley le reconoce a las sociedades pero con el objetivo de lograr eficacia, agilidad, responsabilidad, credibilidad y transparencia en el gobierno de los emisores o personas registradas ante la Comisión Nacional de Valores, y en aras del logro del cumplimiento de los objetivos corporativos.

3. Establecimiento de estructuras básicas de un buen gobierno eficiente y apto para enfrentar los riesgos inherentes a la divergencia de intereses entre la propiedad y el control de la gestión que afecta tanto a los accionistas, directores, dignatarios, empleados y público inversionista.

4. Las responsabilidades y procedimientos que deben cumplir los distintos órganos de gobierno de la sociedad en aras de garantizar las instancias transparentes y públicas de toma de decisiones y estrategias empresariales y suministro de información bajo el conocimiento de todos los interesados en los asuntos societarios (accionistas, inversionistas, clientes, proveedores, autoridad reguladora y público inversionista).

5. Establecimiento de sistemas de control interno que permitan la ejecución de medidas de desempeño de las políticas y objetivos empresariales, sistemas contables y manejo confiable de los informes emitidos por la sociedad así como las determinación de las medidas correctivas aplicables en caso de producirse desviaciones en su cumplimiento.

ARTÍCULO 4 (CONTENIDO MINIMO DE LAS NORMAS DE GOBIERNO CORPORATIVO): Durante el desempeño de sus actividades en general y en particular, para la voluntaria adopción de los principios recomendados mediante el presente

Acuerdo, se considera que un sistema de buen gobierno corporativo debe contener, al menos, los siguientes parámetros:

1. La asignación directa y expresa de supervisión de todas las actividades de la organización en la Junta Directiva con las responsabilidades inherentes.

2. El establecimiento de criterios precisos de independencia aplicable al perfil de los directores basados en desvinculación del equipo de la alta gerencia y de los accionistas con posiciones controlantes.

3. La revisión y adecuación de la estructura e integración de los miembros de la Junta Directiva de manera que se realicen los ajustes necesarios y encaminados a lograr una ejecución eficaz.

4. La formulación de reglas que eviten dentro de la organización el control de poder en un grupo reducido de empleados o directivos.

5. La constitución real y efectiva de las Comisiones de Apoyo tales como: de Cumplimiento y Administración de Riesgos, de Auditoria, así como de la delegación de facultades necesarias para que éstas puedan ejecutar su labor además de ser en esencia entes consultivos y de apoyo permanente a la Junta Directiva.

6. La adopción de las medidas y procedimientos necesarios para cumplir con los requerimientos de suministro de información, confiable, transparente y oportuna a todos los que tengan interés en la sociedad (accionistas, empleados, clientes, proveedores, autoridad reguladora, público inversionista).

7. La realización de reuniones de trabajo con el fin de monitorear el cumplimiento de los planes y estrategias de la empresa, con la frecuencia que se estime necesaria y apropiada.

8. La elaboración y ejecución de métodos claros y públicos de la forma en que se elaboran las actas en que se toman decisiones, designación de la (s) persona (s) y el lugar en que éstas son guardadas o custodiadas.

9. El reconocimiento del derecho de todo director y dignatario a recabar y obtener la información y asesoramiento necesario para el cumplimiento de sus funciones de supervisión, estableciendo los mecanismos adecuados para el ejercicio de este derecho.

10. La elaboración y aplicación de reglas que permitan la ejecución de los deberes de los miembros de la Junta Directiva, con énfasis en el manejo de conflictos de intereses, de acuerdo sea establecido por el resto de los miembros de la Junta Directiva, en caso de

situaciones que puedan afectar negativamente la sociedad, el deber de confidencialidad y el uso de los activos de la sociedad extensivas a los accionistas significativos en especial medidas de cautela para las transacciones que
Se realicen entre éstos y la sociedad.

11. La adopción responsable de procedimientos que permitan la divulgación rápida, precisa y confiable de información.

12. La definición del organigrama o estructura organizativa de la sociedad.

13. La definición del plan de negocios así como de los riesgos corporativos inherentes al mismo.

14. Los parámetros para la determinación de las retribuciones salariales, dietas y demás beneficios.

El desarrollo de estos tópicos coadyuvaría a mantener la transparencia y credibilidad en el desarrollo de los negocios de la sociedad, en las responsabilidades conferidas a cada ejecutivo dentro de la sociedad, así como garantizar el establecimiento de sistemas de control interno de la sociedad.

ARTÍCULO 5 (TRANSPARENCIA Y REVELACIÓN DE LA INFORMACIÓN): La información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de procedimientos corporativos cónsonos con los principios internacionales promovidos mediante el presente Acuerdo deberá ser incluida expresamente en las solicitudes de registro y en el Informe de Actualización Anual que deben presentar los emisores o personas registradas a la Comisión, de conformidad con el Decreto Ley 1 de 1999, el Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000, por el cual se adopta el reporte denominado Informe de Actualización y los demás Acuerdos que fueran aplicables.

Este artículo es muy importante ya que constituye el complemento al sistema propuesto mediante el proyecto de acuerdo que permite que la adopción de las recomendaciones sobre gobierno corporativo sean de carácter voluntario por parte de los emisores. Es importante que como complemento y para beneficio del público inversionista que la decisión del emisor sobre adoptar o no las recomendaciones sobre gobierno corporativo sea revelada a los inversionistas para la toma de sus decisiones de inversión.

TÍTULO SEGUNDO
JUNTA DIRECTIVA Y ACCIONISTAS

ARTÍCULO 6 (DEBERES DE LA JUNTA DIRECTIVA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que las Juntas Directivas de los emisores o personas registradas tengan establecidas en sus normas de gobierno corporativo las siguientes responsabilidades:

1. Decidir sobre la orientación estratégica de la empresa, así como aprobar y revisar otras políticas trascendentes de la empresa.

2. Establecer las políticas de información y comunicación de la empresa para con sus accionistas, proveedores, clientes, autoridades reguladoras y público en general.

3. Definir y hacer cumplir un sistema de información interno y externo, eficaz, seguro, oportuno, transparente. Dicho sistema de información debe ser igualitario para todos los miembros de la Junta Directiva.

4. Definir y regular los conflictos de interés de los miembros de la Junta Directiva y ejecutivos clave de la empresa, así como evitar toma de decisiones con conflicto de intereses.

5. Establecer las políticas y procedimientos para la selección, nombramiento, retribución y destitución de los ejecutivos clave de la empresa.

6. Definir los sistemas de evaluación de desempeño de los altos ejecutivos de la empresa de forma objetiva imparcial y oportuna.

7. Encargarse del control razonable del riesgo de la empresa.

8. Velar que los registros de contabilidad de la empresa sean apropiados, que reflejen razonablemente la posición financiera de la empresa y que cumplan con las normas de contabilidad aplicables y las leyes de la República de Panamá.

9. Asegurar la protección de los activos, prevención y detección de fraudes y otras irregularidades.

10. Promover medidas tendientes a la mejor y mayor representación de todos los grupos de accionistas, incluyendo los minoritarios.

11. Establecer los mecanismos de control interno necesarios para el buen manejo de la sociedad, así como supervisarlos de manera anual.

12. Aprobar o desaprobar el reglamento interno de los comités de apoyo permanentes, y supervisar el estricto cumplimiento del mismo.

Ninguno de los puntos arriba mencionados contradice ni viola la ley de sociedades anónimas panameña siendo perfectamente posible para los emisores registrados establecer claramente estos deberes a la junta directiva en su pacto social.

Uno de los principales derechos que se impulsan con las recomendaciones es el **Derecho a la información completa y oportuna para la toma de decisiones.**

En efecto, uno de los puntos a destacar de los deberes de la Junta Directiva antes citados esta el de "2. Establecer las políticas de información y comunicación de la empresa para con sus accionistas, proveedores, clientes, autoridades reguladoras y público en general."

Esta recomendación recoge uno de los derechos más importantes que tienen los accionistas de una sociedad anónima como lo es el derecho a la información.

Este derecho a la información tiene varios matices ya que va desde el acceso directo a la información, como a detalles operativos como el tiempo que se le brinda a quien solicita o recibe la información para procesarla.

La ley panameña de sociedades anónimas en materia del contenido de citación dispone en su artículo 40 que la citación a las juntas de accionistas indicará el objeto u objetos para los cuales se convoque a la junta y el lugar de su celebración.

El artículo 42 de la misma ley dispone que la citación se hará con la antelación y de la manera que dispongan el pacto social o los estatutos, pero si estos no dispusieren otra cosa se hará mediante entre persona o por correo de la citación a cada accionista registrado y con derecho a voto, no menos de 10 días ni mas de 60 de la fecha de la junta. Si la sociedad ha emitido acciones al portador la citación se publicara de acuerdo con lo que el pacto social o los estatutos dispongan.

Es conveniente que los accionistas reciban la información de lo que se piensa tratar en la reunión con detalles suficientes, que tengan acceso a los documentos necesarios para la toma de una decisión bien informados y que reciban la citación o convocatoria con suficiente antelación a la fecha de la reunión a las que se les convoca.

En la encuesta de KPMG Panamá sobre 17 firmas listadas y/o bancos en Panamá se les preguntó con relación a estos temas lo siguiente:

¿Cuánto tiempo por adelantado se le da a la junta directiva para revisar los temas sujetos a su decisión?

52% señaló que la semana anterior a la reunión, 24% señalaron que dos semanas antes, 18% el día de la reunión, 6% no disponible la información.

¿Qué tan frecuente son las asambleas de accionistas?

76% una vez al año, 6% seis meses, 18% no disponible,

¿Cuánto tiempo por adelantado se les da a los accionistas para la revisión de la discusión de temas que se ponen a su consideración?

41% dos semanas antes de la reunión, 18% el día de la reunión, 12% una semana antes, 29% no disponible la información.

En el derecho comparado son numerosas las normas que atienden este derecho consagrado a nivel legal y no por medio de una mera recomendación.

En Perú por citar un ejemplo bastante completo e innovador se establece el articulo 130 de la nueva ley general de sociedades que consagra el derecho de información del accionista en las sociedades anónimas, señalando a la letra lo siguiente: "Desde el día de publicación de la convocatoria, los documentos, mociones y proyectos relacionados con el objeto de la junta general deben estar a disposición de los accionistas en las oficinas de la sociedad o en el lugar de celebración de la Junta General durante el horario de oficina de la sociedad, Los accionistas pueden solicitar con anterioridad a la junta general o durante el curso de la misma los informes o aclaraciones que estimen necesarios acerca de los asuntos comprendidos en la convocatoria. El directorio está obligado a proporcionárselos, salvo en los casos que juzgue que la difusión de los datos solicitados perjudique el interés social. Esta excepción no procede cuando la solicitud sea formulada por accionistas presentes en la junta que representen al menos al menos el 25% de las acciones suscritas con derecho voto."

En la legislación venezolana y en otros países latinoamericanos como Costa Rica, Bolivia y Perú se encuentra expresamente consagrado por ley el derecho de los accionistas de posponer la reunión de accionistas al alegar que no han sido suficientemente informados de los temas que serán tratados.

En Venezuela la mecánica para ejercer este derecho permite que un tercio de los accionistas o la mitad del capital presente en la reunión sea ordinaria o extraordinaria pueda posponer la sesión por un periodo de 3 días, al no haber sido suficientemente informados de los temas que serán tratados.

ARTÍCULO 7 (INCOMPATIBILIDADES DE LA JUNTA DIRECTIVA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que los emisores o personas registradas en la Comisión establezcan en sus normas de gobierno corporativo que sus Directores y los Dignatarios no puedan:

1. Exigir o aceptar pagos u otras ventajas extraordinarias, ya sea para sí mismos o para terceros, ni conceder ventajas injustificadas a terceros.

2. Perseguir la consecución de intereses personales con sus decisiones, ni utilizar para su beneficio personal las oportunidades de negocio que correspondan a la empresa.

Se recomienda que todo miembro de la Junta Directiva, ante la existencia de potenciales conflictos de interés respecto de una decisión sometida a la consideración de la Junta, informe sobre ello a los demás miembros de la Junta Directiva.

ARTÍCULO 8 (COMPOSICION DE LA JUNTA DIRECTIVA Y CRITERIOS DE INDEPENDENCIA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que las Juntas Directivas de los emisores o personas registradas en la Comisión estén integrada por personas cuyo conocimiento y/o experiencia agreguen valor y participación a las decisiones que deban tomarse respecto a las estrategias y actividades del emisor o persona registrada.

La mayoría de los Directores serán individuos que no participen en la gestión administrativa diaria del emisor o persona registrada y cuya participación no presente conflictos materiales éticos o de interés. En consecuencia, podrán formar parte minoritaria de la Junta Directiva el Gerente General, el Gerente de Operaciones y/o el Gerente Financiero o sus equivalentes, ninguno de los cuales debería presidirla.

Se recomienda que de cada cinco Directores, uno de éstos sea independiente, según el parámetro establecido en artículo 2, numeral 5.a del presente Acuerdo.

Sobre el tema Directores independientes tenemos que el artículo 55 de ley 32 de 1927 señala que si el pacto social no dispone otra cosa no será obligatorio que los directores sean accionistas. Esto hace perfectamente viable la figura del director independiente con

relación a la propiedad accionaría, como lo define el proyecto de acuerdo de gobierno corporativo.

Por su parte el artículo 57 de la misma norma jurídica también permite acomodar la figura del director independiente al establecer claramente que los directores de la compañía serán elegidos en la forma, fecha y lugar que determine el pactos social o los estatutos.

El tema de los directores independientes es uno de los más importantes y mas debatidos en el proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo.

La ley de sociedades panameña contempla, pero sin mayor efectividad por la forma en que viene expuesto el tema del voto acumulativo como mecanismo para lograr o asegurar representatividad de la minoría en la junta directiva.

En efecto, el articulo 48 de la ley de sociedades establece que "el pacto social podrá disponer que en las elecciones de los miembros de la junta directiva los accionistas con derecho de votación para directores tengan un número de votos igual al numero de acciones que le corresponda multiplicado por el número de directores por elegir, y que podrá dar todos sus votos a favor de un solo candidato, o distribuirlos entre el número total de directores por elegir o entre dos o más de ellos, como lo crea conveniente."

Otro tema importante en materia de independencia, en este caso de la administración con relación a la directiva, de manera que la junta directiva y sus miembros puedan ejercer cabalmente las funciones fiscalizadoras y de supervisión que le son propias sobre la administración, es la recomendación que cada día cobra más fuerza de que el Presidente de la Junta directiva no sea el llamado principal ejecutivo o persona encargada de la administración. Este cargo es lo que en inglés se conocen como CEO o Chief Ejecutive Officer y el Chairman of the Board.

Esta recomendación fue expresa por parte de la Comisión de alto nivel nombrada por la CNV. No obstante, recibió fortísima oposición en el proceso inicial de consulta pública y fue eliminada atendiendo a la composición actual de las directivas panameñas.

No obstante, se dispone de información estadística en este sentido, además de la que reposa en los expedientes de referencia pública en la CNV. La información de la que se dispone demuestra la diferencia entre las firmas grandes y los emisores medianos o pequeños. Así de acuerdo a encuesta de KPMG Panamá sobre 17 de las firmas más grandes que se encuentran listadas y/o bancos en Panamá 88% de estas señalan que tienen una separación entre el CEO y el Chairman. El 12% dice no tener la separación.

El proyecto de acuerdo sobre gobierno corporativo no es la única fuente de criterios de independencia de las personas que pueden o no formar parte de la directiva de la empresa registrada.

En el Acuerdo 8-2000 como fuera modificado por el Acuerdo 7-2002 y que hemos indicado es un antecedente y complemento en materia de gobierno corporativo, se contempla también la figura del auditor externo independiente. No se considera independiente al contador público que funciona como auditor externo si dicho contador público que lleva a cabo la auditoria externa es director de la empresa registrada.

En este sentido nos parece interesante traer como ejemplo como trata el tema de la independencia del auditor externo la ley española de auditoría. Esta normativa contempla bien este supuesto y lo desarrolla de la siguiente manera: Durante los 3 años siguientes al cese en sus funciones, los auditores de cuentas, como se les denomina en España, no podrán formar parte de los órganos de administración o de dirección de la empresa o entidad auditada, ni tampoco podrán ocupar puesto de trabajo en las mismas.

Nos detenemos en el tema de los auditores externos independientes ya que el rol de estos en el tema del buen gobierno corporativo es fundamental. Deben ser aliados importantes del regulador.

Traemos a colación nuevamente la ley española ya que consideramos contiene elementos que sería conveniente se estudiaran en la ley que regula la contabilidad en Panamá y el rol de los contadores como auditores externos independientes.

Primero, debemos señalar que en el artículo 3 de la ley ley18/1988 se contempla que las empresas o entidades auditadas estarán obligadas a facilitar cuanta información fuera necesaria para realizar los trabajos de auditoría de cuentas, asimismo, quien o quienes realicen dichos trabajos estarán obligados a requerir cuanta información precisen para la emisión del informe de auditoría de cuentas.

Los auditores de las cuenta anuales de la entidades reguladas por la ley 46 de 1984 española sobre instituciones de inversión colectiva tendrán la obligación de comunicar rápidamente por escrito a la Comisión Nacional del Mercado de Valores española cualquier hecho o decisión sobre la entidad o institucional auditada del que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones y que pueda constituir violación grave del contenido de disposiciones legales, reglamentarias o administrativas que establezcan las condiciones de su autorización o que regulen de manera especifica el ejercicio de su actividad. Si dicha actividad puede perjudicar la continuidad de la explotación o afectar gravemente la estabilidad o solvencia de la empresa o implicar la abstención de la

opinión del auditor o una opinión desfavorable o con reservas, o impedir la emisión del informe de auditoria

Sin perjuicio de la obligación anterior, en España, la entidad auditada tendrá la obligación de remitir copia del informe de auditoria de las cuentas anuales a las autoridades supervisoras competentes. Si en el plazo de una semana desde la fecha de entrega del informe, el auditor no tuviera constancia fehaciente de que se ha producido dicha remisión, deberá enviar directamente el informe a las citadas autoridades.

En el sistema español, la comunicación de buena fe de los hechos o decisiones mencionados a las autoridades supervisoras no constituirá incumplimiento del deber de secreto o del que pueda ser exigible contractualmente a los auditores de cuentas, ni implicará para los auditores ningún tipo de responsabilidad. ***Fuente: Ley 18/1988 de 12 de julio de auditoria de cuentas. España.***

ARTÍCULO 9 (ACCIONISTAS): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que los emisores o personas registradas en la Comisión establezcan en sus normas de gobierno corporativo el deber de la Junta Directiva de establecer los mecanismos para asegurar el libre y equitativo goce de los derechos inherentes a la calidad de accionistas, incluyendo pero no limitado, a:

1. Acceso a información referente a criterios de gobierno corporativo y su observancia.

2. Acceso a información referente a criterios de selección de auditores externos de la sociedad.

3. Ejercicio de su derecho a voto en las reuniones de accionistas, dentro de los parámetros establecidos en el Pacto Social y/o estatutos de la sociedad.

4. Acceso a la información, de manera anual y globalizada, referente a la remuneración de los miembros de la Junta Directiva de la sociedad.

5. Acceso a la información, de manera anual y globalizada, referente a las compensaciones pagadas a todos los ejecutivos clave de la sociedad.

6. Conocimiento en detalle de los esquemas de remuneración accionaria ofrecidos a los empleados de la sociedad, en aras de conocer los beneficios, posible dilución, y costos potenciales a la sociedad.

7. Asignación anual de la remuneración correspondiente a los miembros de la Junta Directiva, para el período comprendido entre la respectiva reunión ordinaria y la

siguiente, en consideración con las responsabilidades y funciones de sus miembros y los honorarios habituales del mercado para este tipo de cargos.

TÍTULO TERCERO
COMITÉS DE APOYO

ARTÍCULO 10 (COMITÉS DE APOYO*):* De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que los emisores o personas registradas en la Comisión establezcan en sus normas de gobierno corporativo el deber de la Junta Directiva de crear comités de apoyo para el correcto ejercicio de las normas de gobierno corporativo, los cuales se dedicarán al examen y seguimiento continuo en áreas de relevancia para el buen gobierno de la empresa.

Para todos los emisores o personas registradas, se recomienda la constitución de al menos los siguientes Comités permanentes:

1. Comité de Auditoria

2. Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos

En el caso de emisores o personas registradas cuyas Juntas Directivas estén conformadas por más de cinco miembros, se recomienda la conformación de un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave.

La Junta Directiva también podrá establecer otros comités cuando lo estime conveniente de acuerdo a las necesidades de la organización, bien sean comisiones permanentes o especiales.

La denominación de los Comités cuya constitución se recomienda mediante el presente Acuerdo es enunciativa. El emisor o persona registrada podrá adoptar cualesquiera otra denominaciones siempre que su naturaleza y funciones sean las aquí recomendadas.

ARTÍCULO 11 (COMITÉ DE AUDITORIA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que las emisores o personas registradas en la Comisión constituyan un Comité de Auditoría con el fin primordial de evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad, que tenga como mínimo, los siguientes integrantes:

1. Dos (2) miembros de la Junta Directiva que no participen en la gestión diaria de la empresa de los cuales uno, al menos, sea independiente según los parámetros establecidos en el presente Acuerdo, y

2. El Tesorero de la Junta Directiva, quien lo presidirá.

Entre otros, un Comité de Auditoría debería contar con las siguientes atribuciones y condiciones para el efectivo logro de sus objetivos:

1. Estar expresamente facultado por la Junta Directiva para investigar cualquier asunto de su competencia, contar con libre acceso y cooperación a los miembros de la administración de la sociedad, y autoridad plena para invitar, a su sano criterio, a cualesquiera director o ejecutivo de la sociedad a participar en las reuniones del Comité.

2. Estar facultado para recibir de manera directa, reporte del auditor interno y su equipo de Auditoría sobre el desarrollo de sus funciones. Los informes de la Auditoría interna se deben rendir al Comité de Auditoría el cual decidirá su divulgación a la gerencia para los correctivos que sean necesarios. El auditor interno y su equipo deberían depender del Comité de Auditoría, en total independencia de la Gerencia General.

3. Estar facultado a evaluar y calificar el desempeño de los funcionarios de Auditoría interna y fijar sus remuneraciones.

4. Recomendar la contratación o remoción del auditor interno y los integrantes de su equipo de trabajo.

5. Que los miembros del Comité tengan conocimientos generales de los problemas fundamentales de la planeación y control, así como de los aspectos funcionales de la administración de la sociedad.

Las decisiones adoptadas en las reuniones del Comité de Auditoría deberían constar en un libro de actas o por medios electrónicos con validez legal, de libre acceso a los accionistas de la sociedad.

Según encuesta de KPMG sobre 17 empresas listadas y/o bancos en Panamá: 59% declaran tener comité de auditoría. 41% declaran no tener comité de auditoría.

En cuanto a la independencia de los miembros del comité de auditoría estas 17 empresas reportaron así: 24% señala que 3 son independientes, 12% señala que 2 son independientes, 6% señalan que 1 es independiente; 24% dice que ninguno es independiente y 34% no brinda información.

En Argentina con la llamada ley de transparencia decreto 677/01, reconociendo que el establecimiento de un comité de auditoría es práctica común en los directorios de compañías internacionales y que ha sido adoptado en la gran parte de los códigos de corporate governance, y siguiendo la tendencia global, la ley de transparencia hace obligatoria la creación de un comité de auditoría en todas las sociedades abiertas. Esta obligación debe cumplirse dentro del periodo a fijar por la CNV, pero no después de 3 años desde la fecha de vigencia del decreto.

La CNV Argentina puede exceptuar de la obligación de constituir un comité de auditoría a las pequeñas y medianas empresas.

ARTÍCULO 12 (FUNCIONES DEL COMITÉ DE AUDITORIA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que el Comité de Auditoría a que se ha referido el artículo anterior, tenga al menos, las funciones que se detallan a continuación:

1. Proponer la contratación o remoción del auditor externo, las condiciones de contratación, el alcance del mandato profesional y, en su caso, la renovación o revocación de su contratación.
2. Revisar las cuentas de la sociedad, vigilar el cumplimiento de todos los requerimientos legales que le fueran aplicables y la correcta aplicación de la forma y contenido en la presentación de Estados Financieros ante la Comisión Nacional de Valores.

3. Comprobar la adecuación e integridad de los sistemas de control interno, revisar y proponer la sustitución de sus responsables.

4. Verificar el cumplimiento de los programas de Auditoría interna y externa, incluyendo la independencia de los auditores externos y la rotación de los mismos, de acuerdo a lo establecido en el Acuerdo 8-2000 de la Comisión Nacional de Valores.

5. Establecer las políticas y procedimientos para la detección de problemas de control.

6. Recomendar las medidas correctivas cuya implementación se considere necesaria en función de las evaluaciones realizadas por la Auditoría interna, los auditores externos y las autoridades;

7. Supervisar las funciones de inspección de los bienes de la Sociedad y procurar que se tomen oportunamente las medidas de conservación o seguridad de los mismos y de los que ella tenga en custodia a cualquier título, así como verificar que todas las pólizas de

seguros que protejan los mismos, sean oportunamente expedidas, renovadas y regularizadas con el pago de las correspondientes primas.

8. Impartir las instrucciones, supervisar la práctica de las inspecciones y solicitar los informes que sean necesarios para establecer un control permanente sobre los activos societarios.

9. Servir de enlace o coordinador entre las funciones de la Auditoría interna y la función de los auditores externos, especialmente en los aspectos relacionados con la eficiencia y eficacia del sistema de control interno;

10. Revisar y comprobar que el estándar de la información que ha de suministrar la sociedad a los accionistas, autoridad reguladora y público inversionista sea transparente, fiable y oportuna y se ajuste al mecanismo de divulgación adoptado.

11. Revisar la naturaleza y extensión de otros servicios adicionales que presten los auditores externos a la sociedad, a fin de determinar si los mismos afectan la objetividad del trabajo correspondiente a la Auditoría externa.

12. Revisar los Estados Financieros interinos y anuales de la sociedad antes de su distribución o publicación, y los comunicados públicos de prensa importantes relacionados con resultados financieros.

13. Actuar de mediador entre la administración y los auditores en cualquier desacuerdo.

ARTÍCULO 13 (REGLAMENTO INTERNO DEL COMITÉ DE AUDITORIA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que el Comité de Auditoría a que se han referido los artículos precedentes elabore su reglamento interno de trabajo para la aprobación de la Junta Directiva. El reglamento contendrá, al menos, las reglas y procedimientos para el cumplimiento de las funciones del Comité de Auditoria, la periodicidad de sus reuniones, quién la presidirá, los parámetros y asignación de responsabilidades para el ejercicio de la supervisión en materia de auditorías (interna y externa) procedimiento de investigación de asuntos de su competencia, así como la información que deba ser remitida a la Junta Directiva. Se recomienda que en dichas reuniones participe, sin derecho a voto, el Auditor Interno y otros invitados que el Comité de Auditoría considere pertinente.

Se recomienda que el Comité de Auditoría sesione con una periodicidad mensual.

ARTÍCULO 14 (COMITÉ DE CUMPLIMIENTO Y ADMINISTRACION DE RIESGOS): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se

recomienda que las emisores o personas registradas en la Comisión establezcan un Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos, que estaría conformado al menos por tres (3) miembros de la Junta Directiva que no participen en la gestión diaria de la empresa.

Igualmente, se recomienda que los miembros del Comité tengan derecho a elaborar su reglamento interno que establezca la periodicidad de sus reuniones, quién la presidirá, las reglas y procedimientos para la identificación de los riesgos y la administración de los mismos, los mecanismos que utilizarán en el ejercicio de sus funciones de vigilancia, supervisión de las normas de gobierno corporativo y la manera en que serán reportadas a la Junta Directiva.

Se recomienda que el Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos sesione con una periodicidad mensual.

ARTÍCULO 15 (FUNCIONES DEL COMITÉ DE CUMPLIMIENTO Y ADMINISTRACION DE RIESGOS): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que el Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos a que se refiere el artículo anterior tenga, al menos, las siguientes funciones:

1. Vigilar el cumplimiento de las reglas que componen el sistema de gobierno de la empresa, revisar periódicamente los resultados y elevar a la Junta Directiva las propuestas de reforma.

2. Elaborar su reglamento interno, y someterlo a la aprobación de la Junta Directiva.

3. Hacer los reportes por escrito a la Asamblea de Accionistas, a la Junta Directiva o la Presidencia según los casos, de lo que considere como irregularidades en el funcionamiento de la sociedad y en el desarrollo de sus negocios en un plazo perentorio a partir del conocimiento del hecho.

4. Colaborar con las entidades gubernamentales que ejerzan la inspección y vigilancia de la sociedad.

5. Identificar los riesgos corporativos y establecer las políticas y procedimientos para la administración de los mismos.

6. Velar por el cumplimiento de las normas que adopte la sociedad para la elaboración de las actas de las reuniones de la Asamblea de Accionistas y de la Junta Directiva, y su custodia en las personas a quienes se les atribuya tal responsabilidad.

7. Verificar que todas las transacciones llevadas a cabo entre la sociedad, accionistas y/o ejecutivos clave se realicen de acuerdo a las condiciones de mercado, y sean develadas a los accionistas.

ARTÍCULO 16 (COMITÉ DE EVALUACION Y POSTULACION DE DIRECTORES INDEPENDIENTES Y EJECUTIVOS CLAVE): De conformidad con el contenido del artículo 11 del presente Acuerdo para emisores o personas registradas cuyas Juntas Directivas estén conformadas por más de 5 miembros, se recomienda que el Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave esté conformado como mínimo por:

1. Tres miembros de la Junta Directiva de la sociedad, uno de los cuales al menos debería ser independiente según los parámetros establecidos en el presente Acuerdo

2. El Gerente General, y

3. El Gerente Financiero o su posición equivalente en la organización.

Tratándose de la selección o reemplazo de una posición de Director, la consideración del caso corresponderá exclusivamente a los Directores que sean miembros del Comité.

Tratándose de la selección o reemplazo de una posición de ejecutivo clave, considerarán el caso todos los miembros del Comité.

ARTÍCULO 17 (FUNCIONES DEL COMITÉ DE EVALUACION Y POSTULACION DE DIRECTORES INDEPENDIENTES Y EJECUTIVOS CLAVE): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que el Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Clave tenga, como mínimo, las siguientes funciones:

1. Formular y revisar los parámetros a observar para la selección de directores independientes y ejecutivos clave de la sociedad.

2. Formular y revisar los criterios de evaluación periódica de los directivos y ejecutivos clave de la sociedad.

3. Hacer recomendaciones a la Junta Directiva sobre la selección de directores independientes y ejecutivos clave.

4. Velar por el cumplimiento de los criterios de independencia aplicables a la composición de la Junta Directiva de la sociedad. Para el correcto desempeño de esta función, el Comité

evaluará la independencia del candidato a director con quienes desempeñan puestos de ejecutivos clave.

5. Verificar las evaluaciones periódicas de ejecutivos clave, y recomendar ajustes salariales, cuando lo estime conveniente.

6. Recomendar a la Junta Directiva la destitución de aquellos ejecutivos clave que incumplan con el reglamento interno, código de ética y/o normas de gobierno corporativo de la sociedad.

7. Elaborar su reglamento interno y someterlo a la aprobación de la Junta Directiva de la sociedad.

Es importante tener en cuenta que el rol de los directores en estos comités de apoyo y en particular la importancia de los directores independientes en estos comités de apoyo. En la ley de transparencia argentina anteriormente citada en este trabajo se establece que la sociedad puede contratar un seguro de responsabilidad civil para proteger a los directores de los riesgos relacionados con sus funciones. Esto es muy importante en el caso de directores independientes, pero debe quedar muy en claro que el seguro es en el interés de la sociedad.

ARTÍCULO 18 (NORMAS DE ETICA): De conformidad con las guías y principios establecidos en el presente Acuerdo, se recomienda que las emisores o personas registradas en la Comisión desarrollen un Código de Ética, en que se plasmen los principios y valores corporativos que promueve la organización e incluya, entre otros, los siguientes aspectos:

1. Declaración de principios y valores éticos y morales.

2. Declaración de conflictos de interés a todos los niveles de la organización e incorporación de los mecanismos pertinentes en los reglamentos internos o de trabajo del emisor o persona registrada.

3. Uso adecuado de los recursos asignados para el desempeño de las funciones.

4. Obligación de informar sobre actos de corrupción y mecanismos para hacer efectivo el cumplimiento de las normas de conducta.

De acuerdo a encuesta efectuada por la firma KPMG Panamá entre las 17 empresas listadas más grandes de Panamá y/o bancos el 76% señala que tienen un código de ética mientras que 24% indica que no tienen código de ética.

TÍTULO CUARTO
DISPOSICIONES FINALES

ARTÍCULO 19 (EMISORES O PERSONAS REGISTRADAS SUJETAS A OTRAS REGULACIONES): Los emisores o personas registradas cuyas operaciones o negocios se encuentren sujetas a la fiscalización, vigilancia o al cumplimiento de regímenes legales especiales, dentro de los que se contemplen obligaciones o recomendaciones relativas a la implementación de normas de gobierno corporativo, cumplirán con las obligaciones o adoptarán las recomendaciones contenidas en las regulaciones especiales expedidas por su ente regulador primario. Esta circunstancia será revelada con detalle en las solicitudes de registro e Informes periódicos correspondientes.

Las sociedades de inversión registradas y otros vehículos de inversión colectiva registrados se regirán por lo dispuesto en los Acuerdos reglamentarios específicos a la materia.

Los emisores registrados en jurisdicciones reconocidas por la Comisión Nacional de Valores se regirán en lo relativo a sus solicitudes de registro ante la Comisión, por las disposiciones del Acuerdo 8-2003 de 9 de julio de 2003.

Esta norma viene a aclarar varios temas que pueden generar confusión y se pueden resumir así:

1. Los bancos con licencia expedida por la Superintendencia de bancos que son a su vez emisores registrados en la CNV se rigen en materia de gobierno corporativo única y exclusivamente por las normas de gobierno corporativo dictadas con carácter obligatorio por la Superintendencia de bancos.
2. Las sociedades de inversión o fondos mutuos registradas en la CNV se rigen por el Decreto Ley 1 de 1999 y los acuerdos reglamentarios y no se les aplican la recomendación de este proyecto de acuerdo.
3. Los emisores registrados en jurisdicciones reconocidas que se registran en la CNV se rigen por el Acuerdo 8-2003 que trata sobre el Procedimiento para el registro de valores provenientes de emisores cuyos valores se encuentran registrados en jurisdicciones reconocidas.

ARTÍCULO 20 (MODIFICACION DEL ACUERDO 18-2000 DE 11 DE OCTUBRE DE 2000): Adiciónase un inciso "d)" al artículo 4 del Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre del

2000, por el cual se adopta el reporte denominado **INFORME DE ACTUALIZACION**, a cargo de emisores de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, para que en lo sucesivo lea así:

"Artículo 4: El Informe de Actualización Anual deberá contener la siguiente información:
a...
d. **Información sobre la adopción de normas de gobierno corporativo en la organización** al cierre del ejercicio, en la presentación tabular establecida en el Formulario IN-A.
…. "

ARTÍCULO 21 (MODIFICACIÓN DEL FORMULARIO IN-A ADOPTADO MEDIANTE ACUERDO 18-2000 DE 11 DE OCTUBRE DE 2000): Adiciónase una sección al Formulario IN-A adoptado mediante Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000 por el cual se establece el reporte denominado Informe de Actualización a cargo de emisores de valores registrados en la Comisión, contentiva de información sobre la adopción de normas de gobierno corporativo al cierre del ejercicio, que en lo sucesivo será la Parte IV del referido Formulario y cuyo texto íntegro modificado según el presente Acuerdo se reproduce en el Anexo que forma parte integrante de este documento.

ARTÍCULO 22 (MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000): Adiciónase un numeral 11 al inciso A (Historia y Desarrollo de la solicitante) de la Sección III (INFORMACION DE LA COMPAÑÍA) del artículo 19 del Acuerdo 6-2000 de 19 de mayo del 2000, por el cual se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro y de terminación de registro ante la Comisión Nacional de Valores, para que en lo sucesivo lea así:

"Artículo 9: El Formulario RV-1 requerirá, al menos, la siguiente información sobre la solicitante:
1....
2...
11. **Información sobre la ausencia, adopción, total o parcial, de principios y procedimientos de buen gobierno corporativo dentro de la organización de la solicitante, de conformidad con estándares internacionales y los Acuerdos que dicte la Comisión al respecto.** La solicitante adjuntará como documentación adicional la información requerida en la Sección IV del Formulario IN-A adoptado mediante Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000, según fue reformado por el Acuerdo xxx de xxx de xxx de 2003.

ARTÍCULO 23 (MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000): Adiciónase un numeral 9 al inciso A (Historia y Desarrollo de la solicitante) de la Sección I (INFORMACION DE LA COMPAÑÍA) del artículo 19 del Acuerdo 6-2000 de 19 de mayo del 2000, por el cual se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro y de terminación de registro ante la Comisión Nacional de Valores, para que en lo sucesivo lea así:

"Artículo 19: El Formulario RV-2 requerirá, al menos, la siguiente Información sobre el emisor:

I. INFORMACIÓN DE LA EMPRESA

1.....

9. **Información sobre la adopción, total o parcial, de principios y procedimientos de buen gobierno corporativo dentro de la organización de la solicitante, de conformidad con estándares internacionales y los Acuerdos que dicte la Comisión al respecto, o la ausencia de los mismos.** En adición, la solicitante adjuntará como documentación adicional la presentación tabular contenida en la Sección IV del Formulario IN-A adoptado mediante Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000, según fue reformado por el Acuerdo xxx de xxx de xxx de 2003.

ARTÍCULO 24 (MODIFICACIÓN DEL ACUERDO 6-2000 DE 19 DE MAYO DE 2000): Adiciónase un numeral 15 al artículo 13 del Acuerdo 6-2000 de 19 de mayo del 2000, por el cual se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro y de terminación de registro ante la Comisión Nacional de Valores, para que en lo sucesivo lea así:

"Artículo 13: Documentación. Las solicitudes de registro de valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión Nacional de Valores, deberán acompañarse de la siguiente documentación:

1.....

2.....

15. **El cuadro contenido en la Sección IV del Formulario IN-A, sobre Gobierno Corporativo**, adoptado mediante Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000. "

ARTÍCULO SEGUNDO: (ENTRADA EN VIGENCIA): El Acuerdo sobre gobierno corporativo entrará en vigencia a partir de su publicación en Gaceta Oficial. Sin perjuicio de lo anterior, **las obligaciones de revelación establecidas en el presente Acuerdo iniciarán de la siguiente forma**:

Período fiscal enero/diciembre 2004	IN-A a más tardar 31 marzo 2005.
Período fiscal abril 2004/ marzo 2005	IN-A a más tardar el 30 junio 2005.

Período fiscal junio 2004/mayo 2005	IN-A a más tardar el 31 agosto 2005.
Período fiscal julio 2004/junio 2005	IN-A a más tardar el 30 sept. 2005.
Período fiscal octubre 2004/sept. 2005.	IN-A más tardar el 31 diciembre 2005.

ACUERDO 18-2000 (de 11 de octubre del 2000)

ANEXO No. 1

FORMULARIO IN-A
INFORME DE ACTUALIZACIÓN ANUAL

INSTRUCCIONES GENERALES A LOS FORMULARIOS IN-A e IN-T:

A. Aplicabilidad

Estos formularios deben ser utilizados por todos los emisores de valores registrados ante la CNV, de conformidad con lo que dispone el Acuerdo No. 18-2000 de 11 de octubre del 2000 (con independencia de si el registro es por oferta pública o los otros registros obligatorios).

B. Responsabilidad por la información

Los informes que se presenten a la CNV no podrán contener información ni declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni podrán omitir información sobre hechos de importancia que deben ser divulgados en virtud del D.L. 1/99 y sus reglamentos o que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dichas solicitudes e informes no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en las que fueron hechas. (Artículo 72: Estándar de divulgación de información D.L. 1/99).

Queda prohibido a toda persona hacer, o hacer que se hagan, en una solicitud de registro o en cualquier otro documento presentado a la CNV en virtud del D.L. 1/99 y sus reglamentos, declaraciones que dicha persona sepa, o tenga motivos razonables para creer, que en el momento en que fueron hechas, y a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, eran falsas o engañosas en algún aspecto de importancia (Artículo 200 Registros, informes y demás documentos presentados a la CNV. D.L.1/99).

La persona que viole cualquier disposición contenida en el D.L. 1/99 o sus reglamentos, será responsable civilmente por los daños y los perjuicios que dicha violación ocasione. (Artículo 204 Responsabilidad civil). La CNV podrá imponer multas administrativas a cualquier persona que viole el D.L. 1/99 o sus reglamentos, de hasta Un Millón de Balboas (B/.1,000,000.00) a cualquier persona que viole el D.L. 1/99 o sus reglamentos, por la realización de cualesquiera de las actividades prohibidas establecidas en el Título XII de este Decreto Ley, o hasta de Trescientos Mil Balboas (B/.300,000.00) por violaciones a las demás disposiciones del DL 1/99.

C. Preparación de los Informes de Actualización.

Este no es un formulario para llenar espacios en blanco. Es únicamente una guía del orden en que debe presentarse la información. La CNV pone a su disposición el Archivo en procesador de palabras, siempre que el interesado suministre un disco de 3 ½. El formulario podrá ser igualmente descargado desde la página *Web* de la CNV (www.conaval.gob.pa), bajo el botón "Formularios".

Si alguna información requerida no le es aplicable al emisor, por sus características, la naturaleza de su negocio o por cualquier otra razón, deberá consignarse expresamente tal circunstancia y las razones por las cuales no le aplica.

El Informe de Actualización deberá presentarse en un original y una copia completa, incluyendo los anexos.

Una copia completa del Informe de Actualización deberá ser presentada a la Bolsa de Valores en que se encuentre listados los valores del emisor.

IV PARTE

GOBIERNO CORPORATIVO

De conformidad con las guías y principios dictados mediante Acuerdo No. XXX de XXX de 2003, para la adopción de recomendaciones y procedimientos relativos al buen gobierno corporativo de las sociedades registradas, responda a las siguientes preguntas que se incluyen a continuación, sin perjuicio de las explicaciones adicionales que se estimen necesarias o convenientes. En caso de que la sociedad registrada se encuentre sujeta a otros regímenes especiales en la materia, elaborar al respecto.

Contenido mínimo

1. Indique si se han adoptado a lo interno de la organización reglas o procedimientos de buen Gobierno corporativo? En caso afirmativo, si son basadas en alguna reglamentación específica.

2. Indique si estas reglas o procedimientos contemplan los siguientes temas:

a. Supervisión de las actividades de la organización por la Junta Directiva.

b. Existencia de criterios de independencia aplicables a la designación de Directores frente al control accionario.

c. Existencia de criterios de independencia aplicables a la designación de Directores frente a la administración.

c. La formulación de reglas que eviten dentro de la organización el control de poder en un grupo reducido de empleados o directivos.

d. Constitución de Comisiones de Apoyo tales como de Cumplimiento y Administración de Riesgos, de Auditoría.

e. La celebración de reuniones de trabajo de la Junta Directiva y levantamiento de actas que reflejen la toma de decisiones.

f. Derecho de todo director y dignatario a recabar y obtener la información.

3. Indique si se ha adoptado un Código de Etica. En caso afirmativo, señale su método de divulgación a quienes va dirigido.

Junta Directiva

4. Indique si las reglas de gobierno corporativo establecen parámetros a la Junta Directiva en relación con los siguientes aspectos:

a. Políticas de información y comunicación de la empresa para con sus accionistas y terceros.

b. Conflictos de intereses entre Directores, Dignatarios y Ejecutivos clave, así como la toma de decisiones.

c. Políticas y procedimientos para la selección, nombramiento, retribución y destitución de los principales ejecutivos de la empresa.

d. Sistemas de evaluación de desempeño de los ejecutivos clave.

e. Control razonable del riesgo.

f. Registros de contabilidad apropiados que reflejen razonablemente la posición financiera de la empresa.

g. Protección de los activos, prevención y detección de fraudes y otras irregularidades.

h. Adecuada representación de todos los grupos accionarios, incluyendo los minoritarios.

i. Mecanismos de control interno del manejo de la sociedad y su supervisión periódica.

5. Indique si las reglas de gobierno corporativo contemplan incompatibilidades de los miembros de la Junta Directiva para exigir o aceptar pagos u otras ventajas extraordinarias, ni para perseguir la consecución de intereses personales.

Composición de la Junta Directiva

6. a. Número de Directores de la Sociedad

b. Número de Directores Independientes de la Administración

c. Número de Directores Independientes de los Accionistas

Accionistas

7. Prevén las reglas de gobierno corporativo mecanismos para asegurar el goce de los derechos de los accionistas, tales como:

a. Acceso a información referente a criterios de gobierno corporativo y su observancia.

b. Acceso a información referente a criterios de selección de auditores externos.

c. Ejercicio de su derecho a voto en reuniones de accionistas, de conformidad con el Pacto Social y/o estatutos de la sociedad.

d. Acceso a información referente a remuneración de los miembros de la Junta Directiva.

e. Acceso a información referente a remuneración de los Ejecutivos Clave.

f. Conocimiento de los esquemas de remuneración accionaria y otros beneficios ofrecidos a los empleados de la sociedad.

Comités

8. Prevén las reglas de gobierno corporativo la conformación de comités de apoyo tales como:

a. Comité de Auditoría

b. Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos.

c. Comité de Evaluación y Postulación de directores independientes y ejecutivos clave

d. Otros:

9. En caso de ser afirmativa la respuesta anterior, se encuentran constituidos dichos Comités para el período cubierto por este reporte?

a. Comité de Auditoría

b. Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos.

c. Comité de Evaluación y Postulación de directores independientes y ejecutivos clave.

Conformación de los Comités

10. Indique cómo están conformados los Comités de:

a. Auditoría (número de miembros y cargo de quiénes lo conforman, por ejemplo, 4 Directores -2 independientes- y el Tesorero).

b. Cumplimiento y Administración de Riesgos.

c. Evaluación y Postulación de directores independientes y ejecutivos clave.

VI. CONCLUSIONES

Hay pocos absolutos correctos o incorrectos en el campo de gobierno corporativo, pero hay unos principios de están bien claros:

Primero: Los directores de las sociedades tienen que tener un entendimiento del negocio de su compañía, la naturaleza de sus riesgos y su dirección estratégica. Esto le da la fundación sólida para una correcta administración.

Segundo: La responsabilidad final para asegurarse que los riesgos de la sociedad están siendo propiamente identificados, monitoreados y controlados recae en la junta directiva.

Tercero: Es importante la adecuada representación de directores que no sean parte de la administración y directores independientes y una clara separación de la posición de presidente ejecutivo y Presidente de la Junta Directiva. (Chairman y CEO).

Cuarto: Existe la necesidad fundamental de que los directores sean escrupulosos de forma individual y colectiva sobre conflictos potenciales de intereses para que sean evitados o al menos manejados de forma que no comprometan los intereses de la sociedad

Quinto: Deben existir rigurosos controles de auditoría interna y externa. El auditor externo que sea independiente y no tenga conflicto de intereses con la sociedad.

Finalmente, es fundamental la importancia de divulgación oportuna y completa de los estados financieros de la sociedad. Lo más importante que debe destacarse es que el imperativo de gobierno corporativo no reside solamente en redactar códigos, sino en practicarlos y asumirlos como parte de la conducta de la organización y sus miembros.

Las estructuras y las reglas son muy importantes ya que proveen un marco en el cual se va a motivar y aplicar buen gobierno, pero ellas solas no pueden elevar los estándares de gobierno corporativo. Lo que cuenta es la forma en las cuales son puestos en práctica. El mejor resultado será logrado cuando las empresas ellas mismas comiencen a tratar los códigos no como meras estructuras, pero como una forma de vida. ***Ver Corporate governance en el Sector Financiero Dr. Allan Bollard. Governor of the Reserve Bank of New Zeland. Discurso dado en la Reunión anual del Instituto de Directores de Nueva Zelanda Abril 7, 2003***.

Nota: Las expresiones vertidas en este trabajo son personales y no representa ni comprometen la posición de la Comisión Nacional de Valores ni de las personas que en ella laboran. Trabajo preparado para la presentación en Foro de Actualización Jurídica organizado por Sistemas Jurídicos S.A. Panamá 22 de octubre de 2003.

LA CONCEPCIÓN DE UN BUEN MODELO DE GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS EMPRESAS PÚBLICAS

Por Oliver Muñoz Esquivel
Ex Asesor Legal de la CNV

El origen del interés por la instauración de un modelo de gobierno corporativo como mecanismo de garantía del buen manejo y administración de las empresas públicas (entendiendo por éstas aquellas que cotizan sus acciones en una bolsa de valores) está directamente relacionado con una diversidad de factores, entre los que podemos destacar los siguientes: (1) La globalización de las economías; (2) la adopción de reglas uniformes en materia de libre comercio entre las naciones, y (3) la mayor participación del ahorro privado en el ámbito de las inversiones, fundamentalmente en acciones y títulos de deuda de empresas públicas multinacionales.

Algunos autores atribuyen esta idea a la adopción de un rol más activo y exigente por parte de los accionistas en el desempeño de las empresas públicas (primordialmente de inversionistas institucionales), particularmente luego de la grave crisis financiera que afectó en un principio a países del este asiático, y cuyos efectos se propagaron rápidamente generando un impacto negativo sobre las economías de países como Rusia y Brasil, entre otros.

Sin embargo, no cabe duda que el principal fenómeno causante del renovado interés por el gobierno corporativo no es otro que la grave crisis de confianza asociada a los escándalos financieros y contables de grandes empresas públicas en el ámbito internacional, tales como: Enron, Worldcom, Kmart, Qwest, Tyco y Global Crossing, por mencionar algunas en Estados Unidos, y más recientemente Ahold, en Europa.

Todos estos factores han ejercido una influencia directa sobre la actual percepción global que se tiene respecto a la administración de las empresas públicas, dando lugar además al resurgimiento del clásico debate jurídico y doctrinal en torno a la naturaleza de los objetivos que han de cumplir las empresas públicas dentro del contexto de una sociedad determinada (su *raison d'être*).

En un interesante estudio realizado por dos profesores de la Escuela de Leyes de la Universidad Seton Hall, en el que se analiza el gobierno corporativo desde la perspectiva del Derecho Natural, se concluye que existen dos modelos básicos de gobierno corporativo, a saber: (1) el modelo de autoridad y (2) el modelo de responsabilidad social. (Michael P. Ambrosio y William J. Toth, *A Natural Law Perspective of Corporate Governance*)

El modelo de autoridad reconoce la importancia de otorgar a los administradores de las sociedades públicas poderes amplios de gestión y administración, de tal manera que éstos puedan adoptar libremente y sin presiones cualquier decisión que esté encaminada a producir el mayor beneficio o rentabilidad para los accionistas. En tanto que, el modelo de responsabilidad social está fundamentado en una concepción solidaria de los objetivos sociales o corporativos, en donde se considera a los administradores como fiduciarios de todos aquellos sujetos interesados en el buen desempeño de la empresa, y no como agentes encargados de procurar el máximo beneficio para los accionistas.

Si bien no existe un modelo único y perfecto de gobierno corporativo, se entiende que un buen modelo es aquel que reconoce que el objeto primordial de las empresas públicas es el de procurar la maximización de las ganancias y obtener el mayor beneficio para los accionistas, teniendo en cuenta que para alcanzar tales propósitos es imprescindible observar previamente un conjunto de consideraciones de orden legal, ético y moral.

En nuestro país, a través del Acuerdo 4-2001 de 5 de septiembre de 2001, la Superintendencia de Bancos ha establecido una serie de normas sobre gobierno corporativo aplicables a bancos oficiales, bancos de licencia general y bancos de licencia internacional.

Por su parte, la Comisión Nacional de Valores (CNV) ha conformado recientemente una Comisión de Alto Nivel, cuya misión es la de presentar, antes del 3 de abril del presente año, un informe final que incluya recomendaciones formales sobre las reglas mínimas que debe contener el futuro acuerdo sobre gobierno corporativo que dicte la Comisión.

Una vez presentado el informe final, corresponderá a la CNV evaluar la conveniencia de aplicar estas reglas tanto a los sujetos regulados, como a todas aquellas personas sujetas a reportar periódicamente información financiera y hechos de importancia que deben ser de conocimiento del público inversionista. En tal sentido, atendiendo a que gran parte de las empresas públicas registradas en la CNV son entidades bancarias, es imprescindible que las normas que se adopten sean compatibles con aquéllas que ha establecido la Superintendencia de Bancos. Por último, es importante que las reglas que se adopten estén basadas en criterios objetivos, esto es, que se ajusten a la realidad de nuestras empresas públicas, de manera que su aplicación práctica no se traduzca en una carga excesiva para estas empresas.

Las posiciones reflejadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMA: PASADO, PRESENTE Y FUTURO.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

1. Definición

Un diario local reportaba en el 2003:"Pese a que el concepto "gobierno corporativo" cobró mayor notoriedad después de los escándalos financieros en Estados Unidos, el término aquí no resulta muy familiar. Un 56.9% de los lectores que participaron en el sondeo admitieron no estar familiarizados con el concepto."

El gobierno corporativo (G.C.) es el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del G.C. señala la distribución de los derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la sociedad, tales como el directorio, los gerentes, los accionistas y otros agentes económicos que mantengan algún interés en la empresa. (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OCDE)

2. Pasado.

Antes del 2001 no existía norma en Panamá que contemplara el concepto de G.C. En el 2001 para los bancos, la Superintendencia de Bancos dictó el Acuerdo 4-2001 sobre G.C.. La CNV después de una amplísima consulta ha hecho lo siguiente:

a. En octubre de 2001, nombró una Comisión de Alto Nivel conformada por: Alberto Diamond; Judith Anguizola; Luis Laguerre; Federico Albert y José Chen Barría. El producto entregado por esta Comisión se tradujo en el Acuerdo 7-2002 que ha representado una mejoría en la forma de presentación de información financiera.

b. En febrero de 2003, se nombró una segunda Comisión de Alto Nivel, integrada por Orlando Sánchez; Roberto Eisenmann; Milton Chambonett; Arturo Gerbaud (Bolsa de Valores de Panamá S.A.)(BVP); Paul Smith (American Chamber of Commerce and Industry of Panama) y Ana Melissa Español. Con base a lo anterior, la CNV presentó para consulta pública un proyecto de acuerdo sobre G.C.. El proyecto recibió una fortísima oposición de emisores organizados por la BVP. Quienes se oponían manifestaban no estar en desacuerdo con el aspecto conceptual del G.C. sino con la forma de adopción por la CNV. La CNV decidió intensificar los esfuerzos de consulta y aplicar los métodos de búsqueda de consenso recomendados por el Toronto International Leadership Centre for

Financial Sector Supervision, centro en el cual el caso de la adopción de G.C. en Panamá fue estudiado por reguladores internacionales.

d. La CNV participó en octubre de 2003 en Washington en reunión sobre G.C. organizada conjuntamente con la OECD, la Corporación Financiera Internacional (CFI) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

e. En noviembre de 2003 la CNV adoptó el Acuerdo 12-2003 por el cual se dictan guías y recomendaciones sobre G.C.. El acuerdo se encuentra traducido al inglés.

f. La CNV ha participado en la décima conferencia anual del International Corporate Governance Network que se celebró en Río de Janeiro, Brasil en julio de 2004. El evento es considerado el más importante en el mundo en materia de G.C.

g. En agosto de 2004 se dictó la Opinión 11- 2004 respecto a la forma en que los emisores deben cumplir con la obligación de revelar información sobre G.C..

3. Presente.

a. Los emisores que han registrado valores en el 2004 han debido informar sobre el seguimiento o no de las recomendaciones sobre G.C.. No se ha dado, a pesar de los augurios, disminución en el monto de los valores registrados en la CNV. La tendencia en el 2004 es positiva con 14 valores registrados a 12 de agosto de 2004 por un monto de B/.750,812.823.30 (incluye valores registrados previamente en jurisdicciones reconocidas). El año 2003 las estadísticas indican 9 valores registrados por un monto de B/.166.000.000.00. Es de esperar que el año 2004 rebasara la tendencia del año 2002 que representó 17 valores registrados por un monto de B/.666.280.000.00.

b. La BVP ha informado públicamente su inclinación a la adopción de G.C. para las empresas listadas, en lo que parece un cambio con relación a la oposición inicial.
El tema de G.C. ha cobrado importancia para la integración de los mercados y así para el ingreso de la BVP a la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB) se ha hecho necesario que la BVP requiera a las empresas que informen sobre el tema de G.C..

c. En el mes de agosto, el Banco Mundial (BM) ha puesto a disposición del público en: http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg.html, el resultado de la evaluación sobre G.C. en Panamá conducida a petición de la CNV. La evaluación es parte del programa de Informes de observancia de estándares y códigos del BM (ROSC). Los resultados se encuentran disponibles en www.conaval.gob.pa.

4. Futuro.

a. Los emisores deberán informar a partir del 2005 si siguen o no las recomendaciones en materia de G.C.. En caso de no seguirlas deben informar si siguen otras diferentes, o inclusive deben informar que no siguen ninguna recomendación. Aunque esto pueda parecer curioso, este es el estado actual de la normativa que puede dictar la CNV.

b. Algunos emisores han hecho saber su intención de demandar la inconstitucionalidad del acuerdo sobre G.C.. Corresponderá entonces a la Corte Suprema de Justicia decidir.

c. La CNV ha recomendado formalmente, ante cualquier reforma a las políticas de inversión de la Caja del Seguro Social (CSS), que los administradores de fondos del CSS tengan en cuenta de manera expresa que los valores que adquieran sean emitidos por empresas que cumplen con normas de buen G.C.

d. A la evaluación del BM debe dársele seguimiento. La misma demuestra las áreas en la cuales todavía es necesario trabajar. La divulgación de la evaluación ayudará a poner a Panamá en el mapa de los inversionistas internacionales, los cuales tienen en cuenta estas evaluaciones al tomar decisiones de inversión.

Siendo realistas todavía falta mucho por hacer. Siendo objetivos y frente a la historia, cuando en el futuro otras generaciones analicen estos tiempos y acciones que nos han tocado vivir y ejecutar (*el hombre y sus circunstancias* según Ortega y Gasset) se verá que, cómo toda obra humana, son obras y acciones imperfectas e incompletas. Al mismo tiempo, en el análisis objetivo, se verá que eran también medidas necesarias e impostergables y que llenaron un vacío inexcusable.

El mercado y no el regulador, si el sistema funciona, deberá libremente premiar, favoreciendo los valores de los que cumplan con normas de buen G.C. y castigar con su no aceptación a los que no. Habrá más transparencia.

Nota. Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero Septiembre 2004. El Panamá América y en Revista Centro Financiero de la Asociación Bancaria de Panamá.

¿POR QUÉ UN BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA AMÉRICA LATINA?

Juan Luis Blanco Modelo
Abogado
MALF – MeB
BLANCO, UREÑA & ASOCIADOS

La comunidad internacional ha destacado la necesidad de establecer un conjunto de reglas éticas que contribuyan a lograr mayores grados de control, así como una mejor dirección y eficiencia de la empresa. Por lo que se plantea convertir los principios éticos en una herramienta de creación de valor real tanto para el sector privado como el público.

En América Latina, debido a su condición de mercado emergente, se acentúa la necesidad de implementar normas específicas que garanticen la transparencia y control de los mercados económicos. Fomentadas principalmente por la voluntad autónoma de las personas jurídicas con la finalidad de ofrecer mayores garantías a los inversionistas y lograr una mayor ventaja competitiva.

Se puede señalar que actualmente América Latina atraviesa una crisis de gobernabilidad producto de la mala distribución de las riquezas. Esta crisis va de la mano principalmente de la estructura productiva de la mayoría de los países latinoamericanos, de su inserción en el mercado mundial, de la volatilidad de los recursos financieros y de la enorme dependencia de los Estados de los mismos, de la generación creciente de desempleo y de la pérdida de competitividad.

Dar respuesta a esta crisis dependerá en gran medida de la realidad socio – cultural de cada país, y de las posibilidades que éstos ofrezcan para adaptarse a los nuevos lineamientos.

Los malos manejos corporativos de empresas como Enron, WorldCom o Tyco, entre otras, han derivado consigo la falta de confianza por parte del público en las sociedades del mercado norteamericano. Esta situación ha obligado a los inversionistas a buscar nuevos mercados para destinar sus recursos y es aquí donde las economías emergentes juegan un papel clave. Por lo que las empresas en estos mercados, concretamente en Latinoamérica, deben adaptar su filosofía y hacer para lograr estándares capaces en derivar en una disciplina gerencial, transparencia, independencia, responsabilidad contable, justicia y responsabilidad social.

Para lograr esto es necesario que los países latinoamericanos refuercen su legislación vigente e implementen este tipo de normas de buen gobierno. Así como la difusión de éstas y la formación necesaria para lograr una correcta asimilación de dichos criterios.

Los Códigos de Buen Gobierno deben ajustarse a la actividad comercial de cada sociedad y deben arrojar como resultado un marco autorregulatorio que garantice a los clientes, accionistas y otros aportantes de recursos, la transparencia, objetividad y competitividad con que se realiza la gestión empresarial.

Un buen gobierno corporativo para Latinoamérica también es aplicable al sector público. La aplicabilidad de estos principios debe fundamentar sus pilares en promover un desarrollo sostenible, reducir los índices de pobreza, promover la sostenibilidad y efectividad de los distintos proyectos de desarrollo, fomentar la participación efectiva de los países en los procesos de toma de decisión a nivel internacional. Se debe llegar a una efectiva redefinición de los procesos y estructuras a nivel interno del gobierno y de las administraciones públicas, de las normas que el Estado fije para la sociedad civil y el sector empresarial, y las relaciones entre gobernantes y gobernados.

En la región es esencial la cooperación internacional para el desarrollo y deseado éxito del proyecto, debido al gran grado de dependencia de los recursos externos. Dicha cooperación es efectiva en todos los niveles, incluido el de formación ya que es aquí en donde realmente se pueden aprovechar las experiencias, conocimientos y percepciones de aquellos profesionales y gobernantes que vienen demostrando la viabilidad real del buen gobierno, en los planos sociales, políticos y económicos. Facilitando así el proceso de aprendizaje, unificación de criterios y culturalización corporativa.

¿Qué es el Gobierno Corporativo?

Es un conjunto de normas que regulan el comportamiento transparente de una empresa hacia los grupos de interés (*Stakeholders*) próximos a ésta. Se incluyen además todo lo relacionado con la forma en que las corporaciones modernas son dirigidas y controladas.

Para la Organización Económica para la Cooperación y el Desarrollo (OECD): ***" es aquel sistema por el cual los negocios corporativos son dirigidos y controlados y donde se establecen derechos y obligaciones entre las diferentes personas involucradas en la empresa: propietarios, directores, administradores, accionistas y simple empleados así como también las reglas y los procedimientos para la toma de decisiones sobre esos negocios."*** **www.oecd.org**

Para el Banco Mundial: ***" es aquel gobierno que promueve la equidad, la transparencia y la responsabilidad de las empresas."*** **www.worldbank.org**

Se le conoce también como: Buen Gobierno, Buenas Prácticas Empresariales, Gobierno Societario, Responsabilidad Empresarial, Corporate Governance, Good Governance.

Muy relacionado con temas de: ética empresarial, transparencia, códigos deontológicos, business ethics, control y supervisión.

Se convierte en una herramienta clave para: Control de riesgo jurídico, aplicación de legislación financiera y del mercado de valores, gestión de riesgo reputacional, estructuración financiera, contabilidad financiera, diseño de stock options plan, relaciones con entidades supervisoras, relaciones con Consejos de Administración, diseño y ejecución de fusiones y adquisiciones, asesoría y consultoría; entre otros.

Objetivos del Gobierno Corporativo

- Atraer capitales
- Asegurar el buen manejo y administración de las sociedades, especialmente de aquellas que emiten títulos en el mercado público de valores.
- Proteger los derechos de los inversionistas y otros grupos de interés.
- Fomentar la confianza y transparencia en los mercados financieros.
- Promover la competitividad.
- Crear una cultura de responsabilidad corporativa dentro de las organizaciones.
- Proteger a los inversores.
- Lograr unificar y reforzar criterios a la hora de valorar a las empresas.
- Crear un compromiso de cambio.

Principios del Gobierno Corporativo

Debe basarse en estos cuatro pilares fundamentales:

- El mundo de los valores
- Creación persistente de valor
- Lograr la satisfacción de las partes interesadas
- Desarrollo sostenible

Enfocándose principalmente en: ***Los derechos de los accionistas y su trato equitativo, juntas directivas, transparencia de la información, grupos de interés***.

¿Cómo se aplica un Buen Gobierno Corporativo?

Implementando y adoptando Códigos de Buen Gobierno Corporativo que regulen de manera específica todos los principios del buen gobierno de las empresas.

Estos Códigos de Buen Gobierno Corporativo deben:

- Ajustarse a la realidad económica y comercial de cada sociedad
- Crear un marco autorregulatorio que garantice transparencia, competencia y objetividad
- Incluir políticas sobre medio ambiente, principios éticos y de conducta, así como de responsabilidad social y empresarial
- Políticas específicas para el control de riesgo y compensación
- Gestionar la aplicación efectiva de los principios de Buen Gobierno
- Métodos alternativos de solución de conflictos

La comunidad internacional ha destacado la necesidad de establecer un conjunto de reglas éticas que contribuyan a lograr mayores grados de control, así como una mejor dirección y eficiencia de la empresa. Por lo que se plantea convertir los principios éticos en una herramienta de creación de valor real tanto para el sector privado como el público.

Existe un consenso generalizado sobre la necesidad de extender dentro de cada corporación la sensibilidad y los conocimientos sobre el espíritu y los límites del buen gobierno de la empresa.
El *"Corporate Governance"* se ha convertido en un ámbito multidisciplinar del *management* corporativo, que abarca principalmente cuestiones relativas a:

- Finanzas
- Contabilidad
- Aspectos Legales
- "Compliance"
- Comunicación

¿Qué necesitan las empresas?

Afrontar el reto de identificar de forma rigurosa y sistemática potenciales conflictos de intereses entre directivos, miembros del consejo de administración y accionistas minoritarios; así como prevenir y gestionar posibles desviaciones en las acciones corporativas respecto las mejores prácticas y los Códigos de Buen Gobierno.

Adquirir las capacidades para gestionar las relaciones con auditores, reguladores, analistas de mercado, supervisores bursátiles, agencias de "rating" y medios de comunicación en un entorno de mayor competencia, más globalizado y con requerimientos de mayor transparencia...

¿Por qué lo necesitan?

Resulta necesario para las empresas poder comunicar a los *"stakeholders"* (accionistas, clientes, proveedores, reguladores y supervisores) la capacidad para gestionar desde la ética corporativa los conflictos de interés que se producen en el funcionamiento regular de la economía de mercado.

La reputación de una práctica coherente y sostenida de buen gobierno constituye hoy una ventaja competitiva fundamental en el mundo de los negocios en general y, particularmente, en el caso de las empresas cotizadas en mercado bursátil.

Insuficiente generalización de la sensibilidad sobre la bondad del gobierno corporativo en las plantillas de las empresas.

LA REFORMA A LA CAJA DEL SEGURO SOCIAL Y EL GOBIERNO CORPORATIVO.

Por: César E. Sanjur A.
Estudiante graduando de Derecho y Ciencias Políticas
Universidad de Panamá

Luego de que el Gobierno panameño develara ante la Asamblea el Proyecto de Reformas a la Caja de Seguro Social el pasado 18 de mayo, ha llamado la atención la inclusión del tema de gobierno corporativo dentro de los artículos del citado proyecto. En efecto, el artículo 88 de proyecto versa sobre títulos de deuda o valores en los cuales la Caja podrá invertir. En el ordinal 6 del citado artículo, se exige como requisito para que la Caja pueda invertir en este tipo de títulos que la empresa que los emita tenga "adoptadas formalmente reglas de buen gobierno corporativo".

El gobierno corporativo es la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes de una organización corporativa, tales como la Junta Directiva, Accionistas, entre otros, estableciendo además un conjunto de normas que define las reglas y procedimientos a observar para la toma de decisiones de asuntos corporativos y los mecanismos para la correcta supervisión del cumplimiento de dichas decisiones. El gobierno corporativo o los principios de buen gobierno son considerados como una valiosa herramienta normativa para obtener -y exigir- mayor transparencia y responsabilidad dentro del manejo de corporaciones y empresas.

Debido a los ya célebres escándalos financieros de las empresas estadounidenses Enron, Tyco y MCI, hubo un movimiento de reforma a las prácticas contables y financieras de las empresas que desembocó en la conocida ley Sarbanes-Oxley de 2002, mediante la cual, entre otras cosas, se reforzaron los principios de gobierno corporativo en los Estados Unidos. Asimismo, otros escándalos financieros y contables en Europa han hecho que se adopten nuevas normas jurídicas regulando el tema y reforzando los poderes de supervisión y regulación de las entidades estatales que velan por los mercados de valores y el sector bancario.

En Panamá, cuando después de dos años de estudios y consultas, la mayoría de las empresas listadas en la Bolsa se negaban a adoptar las normas de gobierno corporativo, la Comisión Nacional de Valores (CNV) finalmente aprobó el 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 (el sector bancario ya había dado este paso en el 2001). Pero, como indicamos en una monografía del año 2004, esta norma adolece de una falta crucial: las normas sobre

gobierno corporativo no son obligatorias para los emisores registrados, debido a que el Decreto Ley No. 1 de 1999, que creó a la CNV, no le otorga a ésta la potestad de hacer que esta importantísima norma sea de forzoso cumplimiento para todas las empresas registradas. Los principales empresarios y grupos económicos del país denunciaron que la obligatoriedad que se le quería dar a este acuerdo era inconstitucional y que la Comisión Nacional de Valores excedía sus facultades. Y así quedaron las cosas. Curiosamente, las normas sobre gobierno corporativo de la Superintendencia de Bancos (Acuerdo No.4-2001) sí son obligatorias para los entes regulados.

Pues bien, habiendo expresado lo anterior, nos hacemos la pregunta: ¿Habrá empresa alguna que quiera hacer negocios bursátiles con la Caja de Seguro Social dentro de lo establecido en el ordinal 6 del proyecto de reformas? ¿O tratarán de eliminar esta frase del artículo 88 en el debate parlamentario? Aquí ya ha habido escándalos financieros -bancarios y bursátiles- ampliamente reseñados en la prensa local que pudieron haberse evitado si las empresas en mención hubiesen sido más transparentes en su gestión.

Por otro lado, recientemente la CNV emitió el Acuerdo No.4-2005 de 4 de mayo de 2005 por el cual se procedió a declarar a Costa Rica como jurisdicción reconocida a los efectos del Articulo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999; esto significa que después de su publicación en la Gaceta Oficial los emisores con valores registrados en Costa Rica podrán hacer uso del procedimiento abreviado para el registro de sus valores en Panamá. Y en este país, las normas de gobierno corporativo sí son obligatorias para los emisores registrados en el ente supervisor de valores tico. Entonces, la Caja de Seguro, en vez de invertir en valores panameños, invertiría en valores extranjeros.

El tema de las reformas de la Caja es muy serio, y nos involucra a todos por igual. Tal vez esta sea una buena oportunidad para que el tema del gobierno corporativo y la falta de obligatoriedad del mismo en el mercado de valores panameño vuelva a la palestra, y se tome conciencia de que la transparencia en el manejo de una corporación y la responsabilidad de los que la conducen deben ser obligatorias, por el bien de las empresas, los accionistas y el público en general; de lo contrario, tendremos otro u otros escándalos esperando en la sombra, con los resultados que todos ya conocemos.

EL DERECHO CORPORATIVO PANAMEÑO Y LAS REFORMAS TRIBUTARIAS

Carlos A. Barsallo P.*
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

Las llamadas reformas tributarias permiten hacer ciertas reflexiones en torno al derecho corporativo panameño:

1. El fin de la sociedad anónima en el sistema capitalista puro no es otro que obtener los máximos rendimientos en la inversión de los accionistas. Olvídese de otros fines, por altruistas y agradables que suenen. La sociedad anónima, no tiene otro fin, según los postulados estrictos. Bajo este esquema los dueños de las empresas, que adoptan esta forma societaria, exigen a la empresa y a quien la administra, que sean lo más eficientes posible y generen retornos por medio del pago de dividendos y/o apreciaciones en el valor de las acciones. Los administradores tienen como motivador los incentivos que los accionistas de la sociedad anónima decidan otorgarles para así alinear sus intereses con los de los administradores.

El libre mercado y la competencia se encargan de asegurarse que no sea posible la viabilidad de una empresa que no brinde retorno a sus accionistas o no aprecie el valor de las acciones. No es muy necesario legislar al respecto. El aspecto tributario es fundamental, pero no necesariamente determinante.

En el entorno panameño encontramos ciertas distorsiones a este esquema. Se utiliza la misma figura de la sociedad anónima para el establecimiento de la empresa, pero se observa que al no existir, en una gran mayoría de los casos, una separación entre la propiedad accionaria y la administración, y estar la empresa controlada por muy pocos accionistas- en su mayoría familias- el interés de los dueños de las empresas no consiste necesariamente, por paradójico que pueda parecer para el observador desprevenido, en obtener el mayor retorno posible o necesariamente una apreciación del valor de las acciones.

El interés primordial, en algunos muchos casos, es poder vivir cómodamente de la empresa, generarle a ésta la mayor cantidad de ingresos, pero al mismo tiempo la mayor cantidad de gastos deducibles posible, de manera tal que se disminuya la renta gravable, y a fin de cuentas se logre el pago de impuesto sobre la renta en su menor cantidad posible. Cuando se llega al cálculo de la renta gravable, los propietarios de la empresa ya han satisfecho, ampliamente, sus necesidades personales, y más allá. La empresa puede

terminar formalmente en pérdida, para efectos del pago de impuestos. El aspecto tributario se convierte en elemento determinante.

Es conveniente como país ir pasando, por medio de un mercado de valores desarrollado, a la empresa que tenga una amplia base de accionistas y se interesa en el retorno para ellos y en el aumento del valor de sus acciones. Si no la hacemos localmente, empresas internacionales lo harán por nosotros.

2. En el otro extremo del espectro tenemos que la sociedad anónima es adoptada en ocasiones como forma corporativa por la micro y pequeña empresa. La sociedad anónima existe con el fin de permitir obtener las grandes cantidades de capital necesarias para acometer grandes empresas y que no sería posible acumular con otra forma societaria. Como incentivo para que los accionistas se decidan a emprender estos grandes proyectos y acumular los grandes capitales (sin poner en riesgo su patrimonio), el derecho corporativo mundial creó los dos pilares fundamentales que han hecho tan exitosa a la sociedad anónima. Estos son: La limitación de la responsabilidad de los accionistas y la personalidad jurídica propia de la sociedad *vis a vis* sus accionistas. De esta forma, los accionistas sólo son responsables por el monto que acordaron invertir y no su patrimonio personal. Además, nace una persona jurídica distinta de los accionistas con sus propios derechos y, sobre todo, obligaciones. Estos incentivos son dos medios para alcanzar un fin y no son fines en sí mismos.

En el sistema panameño de la micro y pequeña empresa, los pequeños empresarios utilizan la figura de la sociedad anónima, y no otras que le serían más apropiadas, por los incentivos en sí mismos y no por el interés de la acumulación de grandes capitales para acometer grandes empresas. Esto último no es su intención inicial.

Ésta es otra distorsión en el sistema panameño que produce anécdotas interesantes como por ejemplo, en materia del reciente debate sobre el monto de la tasa única anual que deben pagar las sociedades anónimas. En la sociedad anónima del gran capital, una tasa única de montos bajos no debe ser un problema. Si la tasa única de 350 balboas anuales (aproximadamente 20 balboas mensuales) es un problema serio para una sociedad anónima, probablemente el empresario está usando el vehículo corporativo no apropiado para él.

* *Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora. Publicado en Capital Financiero. Marzo de 2005.*

CAPÍTULO CUARTO

ASPECTOS PENALES Y CONCURSALES EN EL MERCADO DE VALORES

INSOLVENCIAS, QUIEBRAS Y OTRAS NOVEDADES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Aparentemente está destinado a adquirir actualidad el tema de cómo lidiar efectivamente con los deudores que no puedan hacerle frente a sus obligaciones. En el año 2001 la sociedad panameña podría abocarse a discutir (ojalá profundamente) el dilema que ha perseguido a la humanidad desde el derecho romano y del cual se ocupó el país, por primera y última vez de manera sistemática en 1917 (código de comercio) y con carácter especialísimo para algunas personas en los años 1998 y 1999 (decreto leyes de banca y valores).

Convendrá en esa discusión tener presente que, aun cuando desconocido por muchos y repudiado por quienes lo conocen, existe en la actualidad un sistema (la quiebra del código de comercio) el cual por su aparente ineficiencia e inoperancia está siendo dejado de lado por quienes deben y pueden usarlo en un ejemplo patético y preocupante del fracaso total de una institución vital de la economía y de la necesidad imperiosa, por el bien del sistema y evitar que el mismo se corroa, de encontrar su adecuado reemplazo. El resultado es que muchos en lugar de abandonar la quiebra han optado por no hacer uso de ella y por recurrir a soluciones privadas al margen de la ley y del Órgano Jurisdiccional. Confirma lo anterior las noticias recientes que periodísticamente llaman "quiebras" a situaciones privadas que no han sido presentadas en ningún juzgado de la República para su declaratoria correspondiente.

El sistema capitalista se fundamenta en un sistema de libre mercado y de libre competencia. La idea que puedan existir libremente todos los empresarios que deseen dedicarse a una respetiva actividad conlleva inexorablemente que algunos (los más eficientes) provocarán el cierre de otros. Se trata de una especie de ley darwiniana de supervivencia comercial. Es necesario que frente a este evento predecible y promovido por el sistema, existan reglas justas, claras, establecidas previamente, ampliamente debatidas, que involucren a todos los sectores y que organicen el fin o muerte jurídica de la empresa más débil sin mayores traumas para todos aquéllos que mantuvieron con ella algún tipo de relación jurídica. Capitalismo sin reglas de insolvencia satisfactorias es una abusión.

El debate debe ser educativo. Nos tiene que ayudar a entender y aceptar lo que han entendido y aceptado en las economías avanzadas. Y esto es que de poco o nada sirve destruir la empresa en un afán desordenado de recuperar los créditos. Que el sentido lógico (mas no el emocional) indica que resulta más ventajoso para todos permitir a la empresa continuar funcionando y hacerla entrar en un "estado especial" que le permita

hacer frente a sus obligaciones ya que con ello se benefician los acreedores incluyendo entre estos los trabajadores y el propio Estado. Escolio: Si las palabras significan algo en este tema los vocablos utilizados son ejemplos gráficos. Quiebra, voz utilizada en nuestro derecho, dice relación con la ruptura física del banco del comerciante que en la antigüedad no podía hacer frente a sus obligaciones. En el derecho moderno se habla de derecho concursal (viene de con-currere: correr conjuntamente) que responde a la más elemental exigencia de justicia que impone una organización de defensa de los acreedores, como colectividad, evitando que sólo los más astutos o veloces, audaces o como señala una autor: "próximos al afecto del deudor" satisfagan su crédito.

La imperiosa labor didáctica se verá facilitada en la medida en que las medidas protectoras para la colectividad que adoptemos como sociedad no se conviertan en medidas encubridoras de fraudes, falsedades o engaños. Resultaría inmoral e injustificable permitir desaguisadamente protección especial sin sanción a quienes han llegado a una situación financiera imposible producto de evidentes malos manejos. Por ello y por más que se privaticen los procesos de reorganización de empresas en épocas difíciles (por usar el eufemismo) el Estado no podrá, ni debe nunca, renunciar a la sanción ejemplar a quienes quebrantan las leyes indispensables que dan la confianza al sistema. Quienes incurren en obrepción debilitan la confianza que es primordial para que el sistema funcione.

No debe entenderse lo anterior una necesaria recomendación de nuevas y más severas sanciones privativas de libertad, ya tenemos suficientes y aun hoy día se discute si son necesariamente la solución al problema. Creemos que si bien puede argumentarse que no lo son, si pueden ser, si se utilizan, un eficaz elemento disuasivo. El problema radica que en nuestro caso concreto el efecto disuasivo no puede ser científicamente comprobado ya que hasta la fecha nuestro país ha demostrado que las probabilidades de privar de su libertad a una persona por violación de las normas referentes a quiebras culpables o fraudulentas son prácticamente nulas. Debemos añadir que, si bien no es un argumento apodíctico, existe la percepción general de que en nuestro país las sanciones privativas de libertad guardan, lamentablemente, una estrecha relación (así parecen demostrarlo las estadísticas) con la posición de la persona en cuestión en nuestra sociedad. Resulta que cualquier egregio comerciante tiene a su favor las estadísticas en cuanto a no imposición de sanciones privativas de libertad por violación de leyes concursales.

Esperamos con interés el debate y la discusión sesuda de las nuevas reglas de insolvencia, advirtiendo que, si de algo sirve la historia, en la mayoría de los derechos más avanzados las leyes en este tema han sido el producto de trabajos de comisiones de juristas altamente especializados y experimentados y que han tomado tiempo en su discusión y aprobación

(años en la mayoría de los casos). Las razones, más que un capricho esnobista, son la complejidad y amplias ramificaciones de la materia.

Nota: Los anteriores comentarios no reflejan la posición de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Publicado en Internet por Legal Info-Panamá. Diciembre de 2000.

LAS NORMAS CONCURSALES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Jorge Alexander Olivardía
Asesor Legal de la Comisión Nacional de Valores

En todo país que cuente con un mercado organizado en el que una cantidad considerable de empresas financie sus operaciones con el ahorro de los inversionistas debe existir un cúmulo de normas que brinden una adecuada protección a aquéllos que confían en dicho mercado. Entre éstas se encuentran las normas concursales, las cuales deberán brindar adecuadas garantías de protección tanto a inversionistas (accionistas o acreedores) como a la propia empresa.

La evolución de las normas concursales tradicionalmente ha girado en torno a dos objetivos que otrora cumplía la figura de la quiebra: por un lado ser vía de ejecución tendiente a la satisfacción de los acreedores, y por el otro ser una sanción y medio punitivo para el deudor por no cumplir con sus compromisos con su consecuente eliminación del mercado.

Sin embargo hoy día resulta razonable afirmar que un derecho concursal eficiente es aquél que exhibe como derrotero principal la conservación de la empresa y no la liquidación de los activos como solución al resarcimiento de los créditos impagados. Esto se debe a que el mercado ya no ve a la empresa como una simple fuente de ganancias para quienes han invertido su capital en ella y comparten por tanto el riesgo, sino como una fuente de progreso económico colectivo resultando entonces legítimamente importante para todos su conservación.

Las soluciones de corte conservativo-reorganizativas de la empresa se encuentran reguladas en nuestra legislación únicamente respecto a los intermediarios financieros como lo son bancos, cooperativas, aseguradoras, casas de valores y asesores de inversión, ya que estos se encuentran sometidos a leyes especiales que regulan cada materia, mas no así para el caso de emisores de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores a los cuales les es de aplicación, como al resto de empresas, la figura tradicional de la quiebra contemplada en el Código de Comercio

A través de la quiebra se regula las insolvencias empresariales con una figura no solo arcaica sino que además persigue como solución exclusiva a la insolvencia de la empresa, la liquidación de los activos. Esta figura es por naturaleza una solución tardía ya que se presenta una vez producida la insolvencia de la empresa, momento en el cual los activos ya no son suficientes para satisfacer a trabajadores, acreedores, al Estado (cuotas de la Caja de Seguro Social, multas, tarifas) y a los propios accionistas.

Es además un sistema particularmente nocivo, sobre todo en el caso de empresas públicas que cuentan con un pluralidad de acreedores (en el caso de emisores de deuda) o que cuentan con una pluralidad de accionistas que generalmente no participan de forma activa (por motivos que por razón de limitaciones de espacio no vamos a tratar) en el manejo de la empresa, por tanto su quiebra genera un daño colectivo mayor que el producido por una empresa cuyos valores no han sido objeto de una oferta pública.

La empresa en crisis y no la empresa quebrada, debe constituir la principal preocupación de toda norma concursal, procurando la continuidad de la empresa, fundamentándose en tres supuestos que en orden ideal serían: 1. Las reestructuraciones empresariales realizadas a iniciativa del empresario, anticipándose a las situaciones de iliquidez temporal, o a situaciones de insolvencia; 2. *Workouts* y preacuerdos adoptados con carácter preventivo y con una intervención judicial o administrativa mínima; y 3. Mecanismos de saneamiento de la empresa insolvente a través de una correcta protección jurídica que no permita que cada acreedor cobre de forma individual su acreencias. Sobra decir que generalmente en procesos de liquidación forzosa los acreedores no logran ver satisfechas la totalidad de sus acreencias y mucho menos los accionistas la recuperación de su inversión

Resulta imperioso para nuestro sistema una reforma concursal que contenga mecanismos que permitan identificar y sanear situaciones de crisis, constituyendo lo que podría llamarse un derecho preconcursal, que además brinde la protección jurídica suficiente al empresario a fin de que pueda llevar a cabo un plan de reestructuración y saneamiento en acuerdo con los acreedores, una vez identificado el problema.

Este sistema resulta positivo respecto a todos los intereses involucrados, el empresario no ve perdida su fuente de ingresos, los trabajadores podrán mantener sus empleos, los acreedores (incluido el Estado) aun cuando en diferentes condiciones, cobrarán sus acreencias en mejor medida que con la liquidación de los activos, y por su parte la empresa como parte de la colectividad continuará cumpliendo su función generadora de riqueza.

Por tanto nuestra legislación requiere cambios profundos que releguen a un segundo plano la liquidación de los activos, ya sea a través de un sistema suspensión de pagos, convenios de quita y espera u otras figuras que faciliten arreglos amistosos y privados que a su vez permitan separar la idea del hombre de la idea de la empresa, cuya continuidad representa un interés social y colectivo pilar de nuestro sistema.

**Las opiniones del autor son personales y no reflejan necesariamente la posición de la CNV ni del personal que en ella labora*

LOS DELINCUENTES DE CUELLO BLANCO Y EL DELITO ECONÓMICO

Carlos A. Barsallo P.(*)
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

En Panamá existe en la actualidad un proyecto de ley sobre delitos financieros presentado por el Ministerio Público en el cual ha participado la CNV y que ha sido aprobado en primer debate por la Comisión de Gobierno de la Asamblea Legislativa. Es fundamental que dicho proyecto se convierta en ley de la República. No es la solución definitiva a los problemas que presentan los delitos económicos, pero es un primer paso necesario e importante en la única dirección correcta. Sin él, se mantendría el *status quo* que equivale-para muchos-a impunidad para los delincuentes de cuello blanco, con la injusticia y pérdida de confianza en el sistema que ello conlleva.

Es conveniente que se intercambien conocimientos sobre la problemática de los delitos económicos. Este artículo pretende aportar en este sentido y recoge, entre otras fuentes, aspectos fundamentales del interesante trabajo titulado: "Discriminación e ineficiencia en la persecución del delito económico: la inevitable perversión del sistema penal" del autor costarricense, Dr. Fernando Cruz Castro.

Este autor nos recuerda desde un inicio de su trabajo que el derecho penal presenta una deformación fundamental en su estructura: persigue principalmente y con cierta eficiencia, la delincuencia común y con ello el delincuente es casi siempre parte de las llamadas clases humildes. Esta desviación fortalece el estereotipo de delincuente siempre pobre y violento. Como ha señalado otro autor, *el principio de igualdad de oportunidad* exige que a los sectores poderosos se les atribuya también la etiqueta de delincuente. Parafraseando a Pearce, hay que acabar con la visión de la ley penal como una telaraña para los mosquitos e insectos pequeños, que no atrapa a los abejorros gordos.

Sutherland en su obra sobre la criminalidad económica titulada:"Criminalidad de Cuello Blanco" definió la delincuencia de cuello blanco como el quebrantamiento de la ley penal por una persona de alto nivel socioeconómico en el desenvolvimiento de una actividad profesional. El sujeto en este tipo de delincuencia es un individuo "respetable" o de nivel socioeconómico alto, lo que le facilita ejercer influencia para evitar la intervención de la víctima o la persecución estatal.

El delincuente de cuello blanco en su actividad se caracteriza por: Lesionar la confianza en el tráfico comercial; un comportamiento abusivo frente el desconocimiento o ingenuidad

de su víctima y una planificación de la acción delictiva que le permite evitar su descubrimiento.

Se aprovecha de la poca claridad (en ocasiones intencional) de los textos legales que regulan la materia y le permiten a asesores especializados (abogados, contadores, etc.), crear las condiciones con las que impiden la aplicación de la ley, obteniendo así beneficios ilegítimos.

Es muy difícil establecer una explicación patológico-individual sobre el delincuente económico. A través del famoso Psicograma de Mergen se intentó. Se buscaba identificar las características que definen la estructura síquica de este tipo de delincuente. Su contenido, a nuestro juicio, es de lo más interesante ya que retrata de cuerpo entero a muchos personajes conocidos. Este delincuente se caracteriza por: a. *Materialismo* (incontrolable y casi impulsivo); b. *Egocentrismo y narcisismo*. El o ella es la medida y criterio de los demás, además de la ostentación y lujo; c. *Dinamismo y audacia*. Su optimismo le impide calibrar riesgos; d. *Inteligencia* (son refinados más no cultos); e. *Peligrosidad* (no es violento, su gran capacidad de adaptación lo hace peligroso); f. *Hipocresía* e *inmoralidad*. Contrasta con su papel de mecenas y filántropo y g. *Conciencia* de *culpabilidad*.

La delincuencia económica es también una delincuencia relacionada a una actividad profesional, lo que incluiría la también denominada delincuencia de "cuello azul", cuyos sujetos no siempre son parte de las clases privilegiadas. Encontramos aquí la de los profesionales liberales, como ocurre con el asesoramiento que prestan los abogados en la ejecución de acciones ilícitas o delictivas. En ocasiones, dado el poder político o económico que ostenta, el delincuente de cuello blanco logra que terceros o subordinados (asesores profesionales) sean los autores materiales del hecho punible.

Uno de los obstáculos más importantes al intentar atacar el problema de la delincuencia de cuello blanco, entre muchos otros, es lo que Cruz Castro ha denominado la *indulgencia generalizada* frente a la delincuencia económica.

Los delitos económicos requieren planificación e ingenio. Su autor posee conocimientos especializados que le permiten ocultar su acción fraudulenta, todo ello plantea obstáculos al momento de su investigación. En países pobres, quienes deben investigar poseen limitados recursos humanos y materiales a su alcance y carecen de los conocimientos especializados que sí posee el delincuente de cuello blanco. Los jueces, los fiscales o los agentes de policía, en la mayoría de las ocasiones- y producto de un problema estructural de formación- no comprenden los fenómenos económicos y el proceso penal tradicional en sí mismo no se adapta a los procesos cuyo objeto fundamental es de carácter económico.

La globalización de la criminalidad económica es otro obstáculo en la investigación de estos delitos. Las diversas etapas de los fraudes millonarios se realizan en distintos países. Ante esta realidad se requiere más tiempo para determinar los elementos típicos del hecho criminal, así como más recursos, que siempre son escasos en los países pobres, para poder localizar pruebas en otras jurisdicciones.

En la mayoría de los países pobres no existen jurisdicciones especializadas en delitos económicos. Esta especialización es imprescindible, de lo contrario la ineficacia del sistema penal frente a la delincuencia económica seguirá siendo un hecho inevitable. Si se logra crear conciencia de los perjuicios económicos que causan este tipo de delitos, sin duda, se dotaría de mayores recursos a los responsables de su persecución. De acuerdo a datos recogidos por Cruz Castro, el perjuicio económico ocasionado por los delitos económicos, supera las pérdidas productos de todos los robos y hurtos cometidos por la pequeña y mediana delincuencia.

Los perjuicios inmateriales ocasionados por la delincuencia económica incluyen: "la pérdida de confianza en el tráfico mercantil, las deformaciones en el equilibrio de los mercados y la grave distorsión de la competencia." Otro perjuicio intangible ocasionado por la delincuencia económica incluye la profundización de la corrupción de los servidores públicos. En este tipo de delitos casi siempre se requiere la participación, por acción u omisión, de algún funcionario público. Dentro del efecto corruptor debe destacarse la financiación ilegítima de los partidos políticos.

Finalmente y en cuanto a las sanciones se refiere debe tenerse en cuenta que el delincuente económico no es un marginado. Pertenece a los sectores dominantes de la sociedad. Los delincuentes económicos no requieren resocialización, sino que el objetivo primordial de la pena frente a estos infractores es la intimidación. Para los delincuentes económicos, como bien señala Cruz Castro, prima el efecto "shock" de la pena. Son eficaces otro tipo de sanciones como: la publicidad del proceso, el cierre de la empresa; la inhabilitación profesional. Todas estas sanciones tienen un claro objetivo disuasorio.

(*)Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Prensa y El Panamá América. Diciembre 2002.

BREVE RESEÑA DE LOS DELITOS BURSÁTILES

Por: William Antonio Parodi Pugliese.
Abogado de la Procuraduría General de la Nación
Mgtr. Derecho de los Mercados Financieros

Delitos Bursátiles es una denominación más bien doctrinal, y hace referencia exclusivamente a dos tipos penales que en su conjunto se conocen como "**Abuso de Mercado**".

Uso Indebido de Información Privilegiada

Manipulación de Mercado

Las prácticas de abuso de mercado se producen cuando un inversor o participante en el mercado se ve favorecido directa o indirectamente por otros participantes que han usado en su favor información que no está disponible públicamente (*información privilegiada*), o han creado una impresión falsa y engañosa que distorsionan la libre formación de precios en el mercado (*manipulación de mercado*).

UTILIZACIÓN INDEBIDA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA.

Sus orígenes se remontan al año 1723, en el que Sir. Barnard, conocedor de los negocios londinenses, denunció que personajes vinculados a la Compañía de las Indias Holandesas se habían enriquecido a costa de los demás accionistas, al tener conocimiento anticipado de la disminución de dividendos que dicha empresa iba a otorgar, vendieron las respectivas acciones obteniendo grandes ganancias, sin embargo cuando la noticia fue de conocimiento público, el valor de las acciones bajó en un 50%.

En Panamá la prohibición de utilización indebida de información privilegiada es prohibida, administrativamente, a través del Decreto Ley No. 1 del 8 de julio de 1999 y, penalmente, a través del artículo 393-E del Código Penal.

Si bien, hasta el momento, no ha habido precedentes documentados en materia penal, la sola existencia de normas tanto administrativas como penales en materia de uso indebido de información privilegiada, brindan un ambiente de seguridad al inversionista al momento de participar dentro del mercado de valores panameño.

Es pues el "*uso indebido de información privilegiada*" la utilización particular de una información procedente del interior de una empresa u otra institución inclusive gubernamental que en caso de hacerse pública, haría variar la cotización de valores

negociables, ejemplos típicos sobre esta materia tenemos la divulgación de información anticipada de beneficios o pérdidas de una empresa muy superior a los esperados, el descubrimiento o la introducción de un nuevo producto que se estima muy rentable, un plan de investigación que arroja buenas perspectivas, cambios en la alta dirección de la compañías, ampliaciones de capital, Ofertas Públicas de Acciones, proyectos de fusiones y otras más que pueden determinar la venta o compra de un determinado valor negociable.

Un caso famoso es el de Martha Steward, en la cual vendió más de 4000 acciones de la empresa "Imclone" justo dos días antes que la Federal Drugs Administration negase la autorización de un medicamento presentado por la compañía, se logró determinar que el presidente de la compañía Samuel Waksal, era amigo de Steward y en particular de su hija que igualmente vendió sus acciones.

Definitivamente la comprobación de utilización de información privilegiada es de difícil acreditación, no obstante es la prueba indiciaria la que en este tipo de procesos arroja gran cantidad de elementos que aportan resultados positivos a la investigación.

MANIPULACIÓN DE MERCADO.

La manipulación de Mercado es regulada, administrativamente, a través del artículo 201 del Decreto-Ley 1 del 8 de julio de 1999, y penalmente, a través del artículo 393-G del Código Penal.

Mediante la manipulación de mercado, los agentes utilizan su poder de influencia en los participantes del mercado, para hacerlos tomar decisiones equivocadas, con el fin que se produzcan modificaciones en el precio, y así por medio de una operación a la inversa beneficiarse.

Entre las conductas que pueden ser consideradas como Manipulación del Mercado tenemos:

1. Transacciones con valores, que no impliquen cambios en la propiedad que genera beneficios.
2. Operaciones en las que tanto las órdenes de compra como de venta se registran al mismo tiempo, con el mismo precio y cantidad, por partes distintas pero en connivencia.
3. Inicio de una serie de operaciones que se comunican en un medio abierto al público para dar la impresión de actividad o de movimiento de precios en un instrumento financiero ("painting The Tape").

4. Inicio de una actividad diseñada por una persona, o personas que actúan en colaboración, para elevar el precio de un instrumento financiero a un nivel artificialmente alto (inflar los instrumentos financieros en el mercado) para posteriormente vender sus propios instrumentos financieros de forma masiva en el mercado ("reactivación y dumping").
5. Aumento de la oferta para que un instrumento financiero aumente su precio (creando una impresión de fuerza o la ilusión de que la subida ha sido causada por la actividad de las existencias) "Reactivación de la oferta"
6. Asegurar un control tal de la oferta o de la demanda tanto del activo derivado como subyacente, que la persona que realiza la manipulación tiene una posición dominante que puede aprovecharse para manipular el precio del activo derivado o del activo subyacente.
7. Compra o venta de instrumentos financieros al cierre del mercado, con el fin de alterar la cotización del instrumento financiero a la hora del cierre, llevando por tanto a engaño a quienes actúan sobre la base de cotizaciones al cierre.
8. Difusión de información en el curso ordinario de la actividad de un broker o dealer sobre valores o swaps ligados a éstos, para que a través de las operaciones de mercado inducidas, el precio de dichos valores se vea modificado al alza o a la baja.
9. Realización por un broker o dealer de una declaración falsa o engañosa respecto a cualquier evento en concreto, conscientemente o con probabilidad elevada de que se crea que era falsa o engañosa.

ANÁLISIS DE ALGUNOS ASPECTOS PROCESALES RELACIONADOS CON LOS DELITOS FINANCIEROS

Licda. Delia A. De Castro D.
Asistente de Fiscal de la Fiscalía Decimocuarta del
Primer Circuito Judicial de Panamá.

I. **Introducción**:

A través de la Ley 45 de 4 de junio de 2003, se introdujeron al Código Penal diversos tipos penales sobre delitos financieros con el propósito de prevenir y reprimir la comisión de esa clase de ilícitos.

Antes de esa fecha, nuestro país no contaba con una legislación especial en la materia, lo que ocasionaba serias dificultades al momento de enmarcar las conductas cometidas contra el sistema bancario, financiero y de valores en la normativa penal existente.

La referida ley, además de contener delitos financieros, incorporó a nuestro ordenamiento jurídico algunos aspectos procesales importantes que vinieron a complementar la legislación penal sustantiva y que merecen ser analizados, debido a que tendrán que ser puestos en práctica al momento en que las Fiscalías especializadas en Fraude Bancario y Tarjetas de Créditos, tengan que instruir sumarios por los delitos contemplados en la Ley 45 de 2003.

II. **Algunos aspectos procesales relacionados con los delitos financieros**:

Los aspectos procesales cuyo análisis nos interesa y que enseguida pasamos a mencionar, se encuentran en el artículo 1957-A, adicionado al Código Judicial por la Ley 45 de 2003, a saber: la necesidad de presentación de querella para los delitos contenidos en los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal, la cual debe ser acompañada de un indicio del hecho querellado; la necesidad de que la Comisión Nacional de Valores o la Superintendencia de Bancos, según sea el caso, rindan un informe técnico cuando se presente querella ante el Ministerio Público por la presunta comisión de alguno de los delitos señalados y la posibilidad de inicio de la instrucción sumarial de oficio cuando la Comisión Nacional de Valores tenga conocimiento de hechos y circunstancias que pudieran configurar los delitos financieros ya mencionados.

Necesidad de presentación de querella:
El artículo 1957- A del Código Judicial contempla la necesidad de que la parte ofendida presente querella para que pueda iniciarse una investigación relativa a los delitos contemplados en los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal; es decir, el delito de abuso de información privilegiada en el mercado de valores, también conocido como "*insider trading*"; la conducta consistente en omitir, negar o proporcionar información falsa a las autoridades de supervisión y fiscalización, y la manipulación de valores, respectivamente.

Estos tres artículos del Código Penal, guardan relación con acciones ilícitas que afectan al mercado de valores, a las instituciones bancarias y financieras, entre otras.
Una de las razones por las que se hizo necesario que se contemplara la querella como un requisito de procedibilidad o presupuesto procesal de la instrucción sumarial de estos delitos, es que el mercado de valores es sumamente susceptible a los eventos que le ocurren a sus componentes. Por tanto, cualquier anuncio indebido, publicidad exagerada, negativa o positiva que sea incierta, puede afectar el precio de los valores (aumentándolo o disminuyéndolo) y, en consecuencia, producir efectos perjudiciales para quienes participan de las transacciones.

Sobre el particular, señala MUÑOZ CONDE que el mercado de valores es "sensible por definición a todo tipo de especulaciones, rumores, noticias de todo tipo que pueden influir en el ánimo de los inversores para decidirles a realizar una determinada operación de compra o venta de acciones."(1)

Esto no quiere decir otra cosa que si se permitiera que cualquier persona denunciara la presunta comisión de estos ilícitos y que por ende las autoridades iniciaran la respectiva investigación, dicha facultad se podría convertir en un instrumento perjudicial para el correcto desempeño del mercado de valores, puesto que ese mecanismo de iniciación del proceso penal podría ser utilizado por los inversionistas o por otros emisores de valores, tanto para desprestigiar a un emisor a quien consideren como competidor, como para comprar a un precio más bajo los valores que ofrece quien resulte denunciado, a sabiendas que el hecho que se puso en conocimiento del Ministerio Público no era real.

Así mismo, estimamos que una querella temeraria por la comisión del artículo 393-F del Código Penal, podría afectar a las entidades bancarias, puesto que el tipo penal exige que la información que se omita o niegue o si se proporciona información falsa, sea para ocultar situaciones de insolvencia e iliquidez permanente, y al conocer el público ahorrista que existe una instrucción sumarial por ese motivo, se produciría una alarma que podría

1 MUÑOZ CONDE, Francisco. **Derecho Penal, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch. 12ma. Edición. Valencia, 1999. pág. 493.

traer como consecuencia retiros masivos de dinero, lo que perjudicaría tanto al banco denunciado como a la economía nacional.

Respecto al uso de la querella como forma de iniciación del proceso penal en el ámbito del Derecho Penal Económico, señala GUTIERREZ ZARZA que "su uso, sin embargo, deberá estar dotado de las necesarias garantías para evitar que se convierta en un <<arma arrojadiza>> contra el prestigio o la imagen de ciertas empresas o directivos frente a los que se ejercite la acción penal por parte de sujetos que, a falta de un interés directo en el proceso penal, por no haber sido directamente perjudicados por el hecho delictivo, han tenido que acudir a la siempre recurrente acción popular."(1)

Así mismo, no sería prudente que las autoridades penales iniciaran de oficio, investigaciones por los delitos financieros contenidos en los artículos 393-E y 393-G del Código Penal, cuando quien conoce real y directamente si se ha usado o divulgado indebidamente una información confidencial, y si se ha producido o no una afectación es el inversionista, el emisor de los valores registrados en la Comisión Nacional de Valores o incluso esta última entidad por ser organismo de supervisión y fiscalización, caso en el cual se plantea una excepción, tal como veremos más adelante.

En resumidas cuentas, el primer párrafo del artículo 1957 – A del Código Judicial lo que nos indica es que quien podrá ejercer la acción penal a través de una querella, será únicamente el afectado producto de la acción delictiva ejecutada.

La norma procesal antes citada, es una más que contempla la figura del querellante necesario en nuestra legislación y tal como lo señala FUENTES, este sujeto procesal aparece cuando "el delito exige como requisito de procedibilidad que el titular del bien jurídico protegido por la norma penal y que ha sido afectado por la comisión del hecho delictivo, se presente ante la autoridad competente y reclame la intervención del Estado a través del Ministerio Público para que investigue el hecho delictivo y se imponga la sanción a los autores del mismo."(2)

Cabe indicar que una vez presentada la querella por la presunta comisión de los delitos financieros que así lo exigen, la instrucción sumarial deberá continuar de forma oficiosa, tal cual lo estipula el artículo 1951 del Código Judicial.

---

1 GUTIERREZ ZARZA, Angeles. **Investigación y enjuiciamiento de los delitos económicos**. Editorial Colex. Madrid, 2000. pág. 239.

2 FUENTES, Armando. **La víctima en el ámbito del Proceso Penal**. Revista de Derecho Procesal en homenaje al Maestro Hernando Devis Echandía. Universidad de Panamá. Panamá, 2001. Pág. 255.

Presentación del indicio del hecho:

En nuestro ámbito, la querella debe cumplir con los requisitos exigidos por los artículos 2000 y 2004 del Código Judicial, lo que implica lo siguiente:

Debe presentarse verbalmente o por escrito.
Se debe solicitar al funcionario de instrucción que el delito se investigue y se imponga al imputado la sanción penal respectiva.

Quien presenta la querella debe comprobar en el acto de su presentación que tiene legitimidad procesal para actuar.

La querella debe presentarse dentro del término de 2 meses luego de cometido el hecho punible instantáneo o después de la realización del último acto delictivo si se trata de un delito continuado y dentro del término de 1 año si la víctima estuviera en el extranjero.

Además de lo anterior, la Ley 45 de 2003, a través del artículo 1957 – A del Código Judicial, introdujo a nuestro ordenamiento jurídico una innovación, en el sentido que quien interpone la querella debe presentar un indicio del hecho para que ésta sea admitida.

La definición de lo que es un indicio la podemos encontrar en el artículo 982 del Código Judicial, que a la letra dice:

"**Artículo 982**: Se llama indicio cierto hecho que indica la existencia de otro. Para que un hecho pueda considerarse como indicio, deberá estar debidamente probado en el proceso."

La necesidad de la presentación de un indicio del hecho, es decir, de algún elemento probatorio del que se pueda deducir la probable existencia del ilícito que se pone en conocimiento de las autoridades a través de la querella, obedece, por un lado, a un mecanismo de control para evitar querellas injustificadas o temerarias, y por otro, a flexibilizar un tanto la posibilidad de acceso a la justicia, en búsqueda de tutela judicial efectiva, puesto que ese indicio tiene una categoría menos formal que la prueba sumaria, la cual, según el artículo 2467 del Código Judicial, es "cualquier medio probatorio que acredite el hecho punible atribuido."

En la doctrina, FIERRO MENDEZ(1) señala que el indicio está compuesto por un hecho indicador, una inferencia y un hecho indicado, definiendo cada uno de ellos, así:

1 Cfr. FIERRO-MENDEZ, Heliodoro. **Manual de Derecho Procesal Penal**. Editorial Leyer. Bogotá, 2001. Págs. 632-634.

Hecho indicador: contenido probatorio deducido de uno cualquiera o de varios medios de prueba obrante en el expediente dentro del cual se estudia al indicio.
Inferencia: búsqueda ponderada de elementos de juicio en el interior de la prueba, que permitan inducir la conclusión de un hecho indicativo.

Hecho indicativo: corresponde a la conclusión a la cual se arriba como producto de la inferencia, a partir de una o varias pruebas.

Así es pues, que el indicio que se presente con la querella, por inferencia, debe llevar al Agente del Ministerio Público a cargo de la instrucción sumarial, a concluir que el hecho ilícito querellado existe y ser suficiente para iniciar la actividad sumarial tendiente a cumplir con los propósitos contenidos en los artículos 2031 y 2044 del Código Judicial.

Informe técnico:

La instrucción sumarial de los delitos financieros, es sumamente compleja y delicada.

Al realizar esa tarea, el Agente de Instrucción a cuyo cargo esté la tramitación del sumario, deberá hacerse de toda la ayuda técnica posible para poder comprobar la comisión del hecho punible, de existir, y establecer la vinculación al mismo de la persona o personas que lo hayan perpetrado.

En esa labor, resalta la importancia que tienen para la instrucción sumarial tanto la Comisión Nacional de Valores como la Superintendencia de Bancos, entidades encargadas de la supervisión y fiscalización del negocio de valores y bancario, respectivamente. Ello, por cuanto que por los temas que manejan, pueden dar mayores luces al Ministerio Público respecto a las acciones perpetradas, a la calidad de los infractores de la ley penal, los perjuicios ocasionados, entre otras cosas.

Esa colaboración es importante para conseguir un proceso penal libre de dilaciones indebidas, lo cual a nuestro juicio, es lo que procura la norma estudiada al establecer la obligatoriedad del auxilio de parte de la Comisión Nacional de Valores y de la Superintendencia de Bancos, así como el término máximo de 2 meses como aquél en el cual debe ser rendido el informe solicitado por el Ministerio Público.

Inicio de la investigación por conocimiento de la Comisión Nacional de Valores:

El último párrafo del artículo 1957-A del Código Judicial, contiene una excepción al carácter semi-público o si se quiere semi-privado de los delitos financieros relativos al mercado de valores, consistente en que cuando la Comisión Nacional de Valores en el

ejercicio de sus atribuciones tenga conocimiento de hechos y circunstancias que pudieran configurar alguno de esos delitos, deberá adelantar la investigación conforme se lo permite el artículo 263 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 (modificado por la Ley 45 de 2003), tomar las medidas de protección pertinentes, para luego remitir el expediente al Ministerio Público.

Toda vez que una de las funciones del Ministerio Público es la de perseguir e investigar los delitos, tan pronto la Comisión Nacional de Valores remita la documentación pertinente, corresponderá a alguna de las Agencias de Instrucción especializadas en Fraude Bancario y Tarjetas de Crédito, instruir el respectivo sumario y ejercer la acción penal ante los tribunales, de ser pertinente.

Sobre este tema, podemos señalar como información adicional que en la legislación española, se exige denuncia de la persona agraviada o de su representante legal para iniciar la respectiva investigación por el delito de uso de información privilegiada, pero cuando el agraviado sea menor de edad, incapaz o persona desvalida, se permite que el Ministerio Fiscal pueda denunciar.(1) Esto quiere decir, que como en Panamá, en ese país existe una requisito de procedibilidad para ese tipo de delito económico, como se le ha denominado, y una excepción a éste en casos especiales.

Por otro lado, tenemos que al cumplirse el primer aniversario de la Ley 45 de 4 de junio de 2003, el Licenciado JOSE JAVIER RIVERA, en su propio nombre, interpuso demanda de inconstitucionalidad contra el tercer párrafo del artículo 1957-A del Código Judicial, por considerar que dicha parte de la norma demandada viola el numeral 4º del artículo 271 de la Constitución Nacional, pues a través del mismo se otorga a la Comisión Nacional de Valores, entidad administrativa creada por la Ley 1 de 8 de julio de 1999, facultad para adelantar las investigaciones y las medidas de protección pertinente y remitir el expediente incoado al Ministerio Público, en un término no mayor de dos meses.

La inconstitucionalidad demandada aún no ha sido resuelta por la Corte Suprema de Justicia, no obstante, el Procurador General de la Nación al emitir concepto al respecto mediante la Vista Fiscal No. 33 de 24 de junio de 2004, opinó que no es viable dicha solicitud, entre otras consideraciones, por las siguientes:

Se indicó que la norma infringe el numeral 4 del artículo 217 de la Constitución Nacional, pero no se invocó el numeral 6 de dicho artículo que establece una reserva legal para adicionar por ley otras funciones, entre las que se encuentran conferir facultades investigativas o de instrucción y hasta de juzgamiento a algunas asociaciones

1 Cfr. MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Económico, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch libros, Valencia, 1999. pág. 197./ GUTIERREZ ZARZA, Angeles. Op. cit. pág. 242.

profesionales, gremiales y sindicales, y con mayor razón, puede y debe otorgársele a la Comisión Nacional de Valores.

Los objetivos e intención del tercer párrafo del artículo 1957-A del Código Judicial, son claros, puesto que dado lo delicado de la actividad bursátil, se requieren conocimientos especiales para evitar un colapso de la actividad financiera, que requieren una prueba o indicio grave preconstituido para iniciar una investigación formal, y es la Comisión Nacional de Valores la llamada a acreditar, de una forma discreta o segura, los hechos que posiblemente constituyan delitos financieros.

Nada se opone constitucionalmente a que la ley delegue las funciones de agente de instrucción a la Comisión Nacional de Valores, para que como entidad pública competente y especializada en los negocios bursátiles, inicie o adelante las investigaciones y medidas de protección pertinentes, con el objeto de recabar las pruebas específicas y otros elementos que puedan constituir uno o varios actos ilícitos y luego remitirlo al Ministerio Público en un término perentorio.

Los planteamientos esbozados por el Ministerio Público nos parecen los adecuados, pues esa facultad asignada a la Comisión Nacional de Valores se convierte en un instrumento más para la lucha contra la delincuencia financiera que tanto perjuicio ocasiona a la Economía Nacional. No obstante, habrá que esperar el pronunciamiento de la Corte Suprema de Justicia al respecto para conocer si la norma demandada mantendrá su vigencia.

Otras consideraciones:

Problemática del bien jurídico tutelado:

El tema del bien jurídico tutelado en los delitos financieros ha sido muy debatido en la doctrina y cobra relevancia para el presente análisis debido a que sólo el titular de dicho bien, puede concurrir ante las autoridades del Ministerio Público a incoar un proceso penal a través de una querella.

En nuestra legislación los delitos financieros fueron introducidos en el Capítulo VII del Título XII del Código Penal que trata sobre la Economía Nacional, pero es menester analizar si ese es el bien jurídico directamente tutelado por cada uno de los tipos penales.

Este aspecto lo aborda muy ampliamente MARTINEZ-BUJAN PEREZ, quien indica que la noción de bien jurídico directamente tutelado o inmediato, "sirve para reflejar la institución del bien jurídico protegido en sentido técnico, en tanto que elemento básico de

todo delito. Por el contrario, la noción de bien jurídico mediato posee un significado diferente, que se vincula a llamada <<*ratio legis*>> o <<finalidad objetiva de la norma>> y que, dicho sintéticamente, expresa las razones o motivos que conducen al legislador penal a criminalizar un determinado comportamiento."(1)

Respecto a este tema, consideramos que la Economía Nacional, vendría siendo el bien jurídico mediato; aquel bien general a que se le quiso dar una mayor protección al elevar a rango penal diversas conductas que lo pueden afectar, y de la que forman parte el mercado de valores cuyo correcto funcionamiento a través del respeto de la igualdad de oportunidad de los inversionistas, se quiere resguardar; así como el sistema bancario.

Como todos sabemos, la Economía Nacional no es un bien jurídico disponible por los particulares, pero es allí en donde cobra importancia la existencia de un bien jurídico inmediato que, en ocasiones, puede coincidir con el bien jurídico mediato, como también puede ser uno distinto para cada tipo penal que contiene un delito financiero en nuestro ordenamiento punitivo. Ello va a depender de la forma como esté integrado el tipo penal, así como por ejemplo, de la necesidad de acreditar un perjuicio u otro resultado lesivo.

Autores como G. CUSSAC, y QUERALT, forman parte de un sector doctrinal que considera que en esta clase de delitos existen bienes jurídicos mixtos que se producen por la combinación de un interés supraindividual y de un interés concreto particular que se ve afectado por la conducta punible realizada.(2)

A nuestro criterio, es la disponibilidad del bien jurídico tutelado por la norma, la que debe determinar primordialmente, la posibilidad de exigir como requisito procesal la presentación de una querella para el inicio de la instrucción sumarial y no será poco frecuente que en los delitos financieros se vea afectada una colectividad compuesta con una pluralidad de sujetos difícil de identificar particularmente.

Facultad oficiosa de la Superintendencia de Bancos para denunciar la presunta comisión del delito contenido en artículo 393-F del Código Penal:

Tal cual se facultó legalmente a la Comisión Nacional de Valores para remitir al Ministerio Público los elementos constitutivos de alguno de los delitos financieros mencionados en el artículo 1957-A del Código Judicial, consideramos que para el caso específico del artículo 393-F del Código Penal, debió conferirse la misma facultad a la Superintendencia de Bancos, debido a que en el cumplimiento de sus atribuciones de supervisión y fiscalización

1 MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Penal Económico, Parte General**. Editorial Tirant lo blanch. Valencia, 1998. Pág. 90.
2 Cfr. MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Penal Económico, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch, Valencia, 1999. pág. 137.

bancaria, muy probablemente va a ser la primera en conocer si los sujetos activos que describe la norma, han omitido o negado presentar información o han proporcionado información falsa, puesto que es a ella a quien le corresponde realizar inspecciones en los entes jurídicos mencionados y también de tiempo en tiempo, recibe informes financieros de los mismos.

Según el contenido del artículo 17 del Decreto Ley 9 de 1998, el Superintendente de Bancos tiene entre sus funciones las siguientes:

Artículo 17: ATRIBUCIONES DEL SUPERINTENDENTE:
Corresponderá al Superintendente el ejercicio de las siguientes atribuciones:
"...
Supervisar a los Bancos, atendiendo en todo caso a lo dispuesto en los convenios internacionales ratificados por la República de Panamá y a normas y criterios internacionalmente aceptados.

Supervisar a los Grupos Económicos de los cuales Bancos formen parte, a través de inspecciones regulares, del análisis de estados financieros auditados y otros informes, así como obtener información sobre las transacciones y relaciones entre las empresas del Grupo Económico, tanto nacionales como internacionales, para fines de supervisión.

Ejecutar las inspecciones bancarias ordenadas por este Decreto-Ley o por la Junta Directiva y, aquéllas que, por su propia iniciativa, considere necesaria o prudentes.
…
23. Establecer programas de prevención que permita un conocimiento de la situación financiera de los Bancos, así como verificar la veracidad de los informes que los Bancos remitan a la Superintendencia.
…
27. Adoptar medidas para evitar o corregir irregularidades o faltas en las operaciones de los Bancos que, a su juicio, pudieran poner en peligro los intereses de sus depositantes, la estabilidad del Banco o la solidez del sistema bancario.
…"

Más ampliamente sobre las facultades antes descritas, se expresan los artículos 54, 55, 57, 74, entre otros, del Decreto Ley 9 de 1998.

En esos artículos se establece el derecho que tiene la Superintendencia de Bancos para solicitar información a los bancos o a grupos económicos, la obligación que tienen los bancos de licencia general e internacional de presentar dentro de los 3 meses siguientes al cierre de cada ejercicio fiscal, sus estados financieros auditados y dentro de los 30 días

calendario luego de cada trimestre del año los estados financieros no auditados, así como la facultad de ese ente estatal de realizar inspecciones a los bancos del sistema cada dos años.

De esas normas surge claramente la facilidad con que la Superintendencia de Bancos podría conocer si se ha vulnerado alguna norma penal e informar al Ministerio Público la presunta comisión del delito financiero contenido en el artículo 393-F del Código Penal, por parte de alguno de los miembros de una entidad bancaria.

Pese a la existencia del mandato contenido en el artículo 1996 del Código Judicial, que obliga a todos los funcionarios públicos que tengan conocimiento de la comisión de un hecho delictivo a informarlo a las autoridades competentes, esa norma hace referencia a los delitos cuya instrucción sumarial puede iniciarse de oficio.

Es en virtud de lo anterior, que estimamos que a la Superintendencia de Bancos se debió asignar tal facultad expresamente en la norma procesal, tal cual se hizo en el caso de la Comisión Nacional de Valores, para así evitar nulidades procesales, puesto que los delitos contenidos en los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal, son investigables a instancia de parte, salvo la excepción planteada en el último párrafo del artículo 1957-A del Código Judicial.

La importancia que tienen otras entidades que manejan temas administrativos relativos al mercado bancario y de valores, en el inicio de la instrucción sumarial por los delitos con incidencia en el ámbito financiero, la podemos apreciar en las palabras de GUTIERREZ ZARZA, quien es de la opinión que "durante la tramitación de un procedimiento administrativo sancionador, y muy especialmente con motivo de la práctica de alguna de las diligencias de investigación e inspección, las autoridades administrativas pueden tener conocimiento de unos hechos que, con independencia de su calificación como infracción administrativa, parecen constitutivos de un delito de naturaleza económica. En tal caso, la autoridad o funcionario responsable del expediente tiene el deber de comunicar la *notitia criminis* al Ministerio Fiscal, a la autoridad judicial o a la Policía, a los efectos de la posible iniciación de un proceso penal por delitos económicos."(1).

III. **Conclusiones**:

Los requisitos procesales contemplados en el artículo 1957-A del Código Judicial para determinados delitos financieros, buscan proteger tanto el mercado de valores como el sistema bancario panameño, de una forma efectiva, contra denuncias temerarias y

1 GUTIERREZ ZARZA, Angeles. Op. Cit. Pág. 234.

personas malintencionadas que quisieran utilizar el sistema penal para propósitos distintos a aquéllos para los cuales fue concebido.

Así mismo, se pretende brindar un proceso sin dilaciones indebidas y con un acceso efectivo a la justicia en búsqueda de tutela judicial para aquellos que resulten afectados por la comisión de alguno de los ilícitos contemplados en los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal.

Nuestro ordenamiento jurídico punitivo ha logrado un gran avance con la incorporación al mismo de los delitos financieros establecidos en la Ley 45 de 2003, cuyo propósito primordial es proteger al mercado de valores y al sistema bancario panameño de aquellos que pretenden vulnerarlos y que por ende, causan perjuicios al correcto desempeño de nuestra economía.

Recomendación:

A efectos de hacer más viable la persecución y sanción de los delitos financieros, recomendamos que las autoridades pertinentes hagan los esfuerzos necesarios a fin que a través de la ley se faculte expresamente a la Superintendencia de Bancos para que una vez tenga conocimiento de la presunta comisión del delito financiero contemplado en el artículo 393-F del Código Penal, lo comunique al Ministerio Público y esta institución estatal pueda iniciar la instrucción sumarial sin necesidad de querella de persona ofendida.

III. **Bibliografía**:

FIERRO-MENDEZ, Heliodoro. **Manual de Derecho Procesal Penal**. Editorial Leyer. Bogotá, 2001.

FUENTES, Armando. **La víctima en el ámbito del Proceso Penal**. Revista de Derecho Procesal en homenaje al Maestro Hernando Devis Echandía. Universidad de Panamá. Panamá, 2001.

GUTIERREZ ZARZA, Angeles. **Investigación y enjuiciamiento de los delitos económicos**. Editorial Colex. Madrid, 2000.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Penal Económico, Parte General**. Editorial Tirant lo blanch. Valencia, 1998.

MARTINEZ-BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Económico, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch libros, Valencia, 1999.

MUÑOZ CONDE, Francisco. **Derecho Penal, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch. 12ma. Edición. Valencia, 1999.

LA LEY DE DELITOS FINANCIEROS Y SUS IMPLICACIONES EN EL MERCADO DE VALORES

Por Oliver Muñoz Esquivel
Ex Asesor Legal de la
Comisión Nacional de Valores

La adopción de la Ley 45 de 4 de junio de 2003, mejor conocida como "Ley de Delitos Financieros", es un acontecimiento sin precedentes dentro de la evolución histórica del derecho penal patrio y la regulación de nuestro sistema financiero. Siguiendo las modernas tendencias del derecho penal, esta ley establece nuevos tipos delictivos asociados a conductas irregulares cometidas dentro del contexto del mercado de valores.

La Ley 45 de 2003 adiciona un nuevo capítulo denominado "Delitos Financieros" al Libro Segundo del Código Penal, en el que se atribuye el carácter "delito" a algunas conductas que antes eran únicamente entendidas como faltas administrativas en nuestro ordenamiento jurídico. Tal es el caso de las siguientes conductas:

(i) La captación masiva y habitual de recursos financieros del público sin contar con la previa autorización de la CNV (art. 393-D)

Nuestra legislación de valores establece qué tipo de negocios y actividades vinculadas al mercado de valores requieren la obtención de una licencia expedida por la CNV. Entre ellas tenemos las propias de una bolsa de valores, central de valores, casa de valores, corredor de valores, asesor de inversiones y administrador de inversiones.

(ii) El uso o divulgación indebida de información confidencial obtenida por medio de una relación privilegiada, relativa a valores registrados en la CNV, o a valores que se negocian en un mercado organizado (art. 393-E):

La conducta tipificada penalmente consiste en este caso en la utilización o divulgación de información confidencial, obtenida por medio de una relación privilegiada, relativa a valores registrados en la CNV, o a valores que se negocien en un mercado organizado, de manera que se ocasione un perjuicio u obtenga un provecho para sí o para un tercero.

Este delito puede ser cometido tanto por un sujeto calificado, como por un sujeto indeterminado. El sujeto calificado no es más que el *insider* o, en otras palabras, aquella persona que por la naturaleza de su relación con un emisor de valores posee información confidencial de carácter privilegiado (directores, dignatarios, asesores legales y financieros). En tanto que el sujeto indeterminado es toda persona que adquiere o recibe dicha información de éstos (*tippees*), lo que le permite ejecutar operaciones en el mercado

de valores beneficiándose injustamente de su posición de ventaja frente al resto de los inversionistas.

(iii) La no divulgación o negativa a proporcionar información a la autoridad de supervisión y fiscalización, o la revelación de datos falsos con el propósito de ocultar situaciones de iliquidez o insolvencia permanente (art. 393-F)

La comisión de esta conducta es atribuible únicamente a los siguientes sujetos: director, dignatario, gerente, administrador, representante legal o empleado de una empresa financiera que capte o intermedie con recursos financieros del público inversionista.
Para que se concrete el tipo penal previsto en la norma es preciso que la información negada o no divulgada, o los datos falsos proporcionados a la CNV, tengan como propósito la ocultación de situaciones de iliquidez o insolvencia permanente, esto es, que revelen una situación financiera de tal gravedad que sea inminente la quiebra de la empresa.

(iv) La manipulación fraudulenta del mercado y de los precios de cotización de los valores registrados (art. 393-G).

El bien jurídico específico que protege esta norma es el mecanismo de la libre formación de precios en el mercado con la finalidad de garantizar la transparencia e igualdad de oportunidades entre los inversionistas. Los precios formados en estas circunstancias garantizan a su vez la eficaz asignación de los recursos económicos, y permiten alcanzar la transparencia e integridad del mercado bursátil.

La Ley 45 de 2003 establece en su artículo 4 que para proceder a investigar los delitos financieros a que se refieren los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal, se requiere querella de la parte ofendida, quien deberá presentar indicio del hecho, sin lo cual no será admitida la querella. Cuando se presente ante el Ministerio Público la querella, éste solicitará a la CNV un informe técnico que será rendido en un término no mayor de dos meses. Asimismo, se establece que cuando la CNV tenga conocimiento de hechos y circunstancias que pudieran configurar alguno de los delitos financieros antes señalados, deberá adelantar las investigaciones y las medidas de protección pertinentes y remitir el expediente incoado al Ministerio Público en un término no mayor de dos meses.

Esta norma instituye una novedosa e interesante modalidad de coordinación institucional dentro del ámbito de la instrucción penal, entre el Ministerio Público y la CNV. Esto obedece a que nos encontramos frente a delitos sumamente técnicos, en los que el análisis, valoración e interpretación de los hechos y circunstancias que pueden configurar alguno de éstos no es un tema sencillo, toda vez que requiere de conocimientos especializados en

el mercado. Se entiende, por tanto, que siendo la entidad reguladora del mercado una autoridad especializada en la materia, debe asumir la responsabilidad de coadyuvar con el Ministerio Público en la difícil tarea que se le ha encomendado, para lo cual deberá preparar un informe técnico dentro de un término no mayor de dos meses. Lo anterior no impide a la CNV ordenar o adoptar *motu proprio* todas las investigaciones y medidas que considere adecuadas para la protección de los intereses del público inversionista, pudiendo incluso, a nuestro juicio, convertirse en querellante legítimo dentro del proceso penal, cuando los delitos afecten intereses colectivos o difusos de los inversionistas.

Aparte de la creación de estos nuevos tipos penales, la Ley 45 de 2003 modifica el Decreto Ley 1 de 1999 con el propósito de dotar a la CNV de herramientas más efectivas para el mejor cumplimiento de sus tareas de supervisión y fiscalización, lo que viene a representar un complemento apropiado a la labor de que lleva a cabo la CNV en materia de prevención de las conductas delictivas contempladas en esta legislación, y de cualesquiera otras que puedan afectar el buen funcionamiento del mercado de valores.

Las posiciones reflejadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora.

CAPÍTULO QUINTO

LA INVERSIÓN COLECTIVA
(SOCIEDADES Y ADMINISTRADORAS DE INVERSIÓN)

LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

Cristina Vence
Asesora Legal
Comisión Nacional de Valores

Las sociedades de inversión constituyen instrumentos de inversión por medio de los cuales se obtiene una cantidad considerable de recursos del público inversionista y se invierten o negocian directamente o a través de administradores de inversión en valores, divisas, metales e insumos o cualesquiera otros bienes autorizados.

El dinero es obtenido por la suscripción de cuotas de participación e invertido administrado y manejado por un profesional el cual deberá contar con una licencia de administrador de inversiones expedida por la CNV y cumplirá con determinados requisitos que exige la ley de valores como demostrar capacidad técnica, administrativa y financiera.

Las sociedades de inversión requieren registro en la CNV si ofrecen públicamente sus cuotas de participación en la República de Panamá o si son administradas en la República de Panamá o desde ésta.

Existen sociedades de inversión abiertas que ofrecen al inversionista el derecho de solicitar periódicamente la redención de sus cuotas de participación y cerradas que no ofrecen este derecho antes de la liquidación de la sociedad de inversión.

Dentro de estas sociedades participan el inversionista, el administrador de inversiones, los directores , el custodio y el auditor externo, toda la información sobre estas personas al igual que sobre los riesgos que implica esta inversión la puede encontrar el inversionista en el prospecto informativo, que es el documento que emite la sociedad de inversión sobre las condiciones y términos, objetivos, políticas de inversión y demás información relevante que debe ser evaluada por el inversionista antes de invertir.

Estos mecanismos presentan características que los hacen atractivos para los inversionistas que pueden ver en las sociedades de inversión un producto idóneo para canalizar sus ahorros.

Dentro de sus ventajas tenemos la rentabilidad, seguridad, manejo profesional, información, acceso a pequeños y medianos inversionistas a mercados donde no podrían participar de manera individual, liquidez puesto que algunas sociedades de inversión permiten la redención de sus cuotas de participación, y la **diversificación**, con lo que se reducen o distribuyen los riesgos mediante la inversión en una multiplicidad de valores, o

en la composición de una cartera variada de activos o empresas, en lugar de depender de un solo producto o sector.

- Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

UNA NUEVA REGULACIÓN PARA ADMINISTRADORES DE INVERSIÓN

Cristina Vence
Asesora Legal
Comisión Nacional de Valores

Existen inversionistas que evalúan la seguridad que les proporciona el manejo de sus inversiones a través de un administrador de inversión, en quienes delegan la facultad de administrar, invertir y disponer de los valores o bienes de una determinada sociedad de inversión.

Si bien es cierto que la ley de valores establece la obligatoriedad de la licencia de administrador de inversiones para quienes se dediquen a este negocio recientemente la CNV ha adoptado el Acuerdo No. 5-2004 por el cual se desarrolla el Título IX de la ley de valores sobre sociedades y administradores de inversión.

Se implementan no sólo requisitos para la obtención de la licencia de administrador sino también para su conservación como contar con un patrimonio total mínimo de ciento cincuenta mil balboas, dedicarse en exclusiva a actividades propias del negocio de administrador, la actualización de la información presentada ante la CNV, la adopción y mantenimiento de un reglamento interno de conducta, contar con una junta directiva con no menos de 3 miembros, con una cantidad de ejecutivos principales según el volumen de negocios que la entidad demande, con un oficial de cumplimiento con licencia de ejecutivo principal, y la designación de al menos una persona natural titular de licencia de Ejecutivo Principal de Administrador de Inversiones.

Otro aspecto a resaltar es que se señalan las obligaciones del administrador de inversiones como informar a la CNV sobre las inversiones en que materialicen sus recursos propios y por cuenta de las sociedades que administren, desarrollar sus funciones según su contratación, ejercer derechos inherentes a los valores de la cartera de inversión en exclusivo beneficio de los participantes, seleccionar los valores, informar de forma suficiente y oportuna a los inversionistas sobre las características de las sociedades que administren.

El administrador podrá nombrar sub-administradores pero esta subcontratación será parcial y el administrador no dejará de asumir la responsabilidad principal por la administración, también se establece un término de tres meses para el inicio de operaciones de un administrador de inversiones, a partir de la notificación de la resolución porque de no hacerlo la licencia podría ser revocada.

En conclusión, estos cambios beneficiarán la actuación y el manejo de los administradores de inversión lo que coadyuvará a una adecuada administración en beneficio de los inversionistas.

- Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

LAS SOCIEDADES DE INVERSION REGISTRADAS EN LA REPUBLICA DE PANAMA (CARACTERÍSTICAS GENERALES) Al 31 de diciembre de 2004

Por: Jorge Navarro
Oficial de Inspección y Análisis
Dirección Nacional de Registro de Valores
e Informes de Emisores
Comisión Nacional de Valores

Las Sociedades de Inversión en la República de Panamá han seguido para su constitución el modelo corporativo aunque según el Acuerdo No. 5 de 23 de julio de 2004 que regula las sociedades de inversión, éstas pueden constituirse también a través de un fideicomiso o arreglo contractual.

Su estructura interna se caracteriza generalmente por la emisión de dos tipos de acciones o cuotas de participación denominadas comúnmente Acciones de Clase A y Acciones de Clase B. Las Acciones de Clase A generalmente no tienen derecho de voto. El derecho de voto le corresponde a las Acciones de Clase B a razón de un voto por cada acción.

Las Sociedades de Inversión registradas en la Comisión Nacional de Valores al 31 de diciembre de 2003 cuentan para operar con una Administradora de Inversiones, la cual administra, maneja, invierte y dispone de los valores y los bienes de la Sociedad de Inversión y un Custodio que es la entidad donde se depositan los valores, activos financieros y dinero en efectivo de las Sociedades de Inversión. El Custodio de una Sociedad de Inversión podrá designar Subcustodios. No obstante, el Custodio será responsable de la custodia de los valores, sin que esta responsabilidad se vea afectada por la designación de tales subcustodios.

En Panamá, cada Sociedad de Inversión, su Administradora de Inversión y su Custodio pertenecen a un mismo Grupo Económico.

Al 31 de diciembre de 2002, las Sociedades de Inversión registradas en Panamá poseían un total de activos de 336.47 millones de balboas, cifra que se incrementa significativamente en un 24.5% al 31 de diciembre de 2003 al registrar un total de activos de 419.04 millones de balboas. Sin embargo, es importante señalar que solamente cuatro (cuyas carteras de inversiones están orientadas a instrumentos de deuda) de las dieciocho Sociedades de Inversión registradas en el año 2003 tenían activos por 343.98 millones de balboas lo que equivale al 82.1% del total de activos.

Al 31 de diciembre de 2003, del total de dieciocho Sociedades de Inversión registradas en la República de Panamá, solamente una de ellas está constituida en el extranjero.

Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

COMERCIALIZACIÓN DE FONDOS O SOCIEDADES DE INVERSIÓN CONSTITUIDOS Y ADMINISTRADOS EN EL EXTERIOR

Yolanda G. Real S.
Directora Nacional de Registro de Valores e
Informes de Emisores
Comisión Nacional de Valores

El Capítulo Octavo del Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004 trata de la comercialización de fondos o sociedades de inversión constituidos y administrados en el exterior.

El objetivo de la norma recién adoptada es conocer y tener disponible al público los tipos, características y el volumen de ventas en la República de Panamá.

Las condiciones de los fondos o sociedades de inversión son:

- Estar autorizado como fondo o sociedad de inversión y registrado ante el ente regulador de un mercado de valores regulado.

- Contar con un periodo mínimo de registro y de operaciones de 1 año desde su jurisdicción de origen.

- Ser administrado por un Administrador de Inversiones, con experiencia mínima de 5 años en la actividad.

- Su custodio debe tener experiencia mínima de 5 años.

El Comercializador de dichos fondos extranjeros deberá tener licencia otorgada por la CNV de Administrador de Inversiones o Casa de Valores.

El Comercializador requerirá presentar ante la CNV como requisito de notificación el Formulario SI-EX. Tanto el formulario como los documentos que deben acompañarlo se encuentran en el sitio de Internet www.conaval.gob.pa

El Comercializador tendrá las siguientes obligaciones:

Cumplir con las disposiciones sobre publicidad que establece el Acuerdo.

Tomar las medidas necesarias para que la compra, los pagos o el reembolso de participaciones se asegure a los inversionistas nacionales, en la misma forma que se hace en el país de origen.

Poner a disposición de los partícipes nacionales la misma información que el administrador provee a los partícipes del país de origen.

La CNV, al solicitar este requisito de notificación no ejercerá supervisión sobre el fondo o sociedad de inversiones extranjero debido a que no es un ente registrado en esta Institución, pero sí llevará la supervisión sobre el comercializador.

El día 22 de septiembre de 2004 a las 4:00 p.m. en las oficinas de la CNV se ampliará sobre el tema. Para mayor información contactar a la Unidad de Educación al Inversionista al 265-2514, o a las direcciones de correo electrónico pramirez@conaval.gob.pa o cvence@conaval.gob.pa.

Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

EL EJECUTIVO PRINCIPAL ADMINISTRADOR DE INVERSIONES

Neibys Quintero de Holguín
Jefa de la Unidad Técnica de Pensiones
Comisión Nacional de Valores

De acuerdo a la ley de valores (Ley 1 de 1999) los administradores de inversión tienen la obligación de administrar, manejar, invertir, y desempeñar sus obligaciones como administradores de inversión, de acuerdo a los términos de los contratos celebrados con la sociedad de inversión y a los objetivos y políticas de inversión establecidos por la sociedad de inversión.

En la reglamentación sobre este tema (Acuerdo No.5-2004), se estipula que todos los administradores de inversiones deberán nombrar al menos a una persona que sea titular de Licencia de Ejecutivo Principal de Administrador de Inversiones.

A continuación las características de esta persona y los requisitos:

Desempeñarse en funciones claves de Gerente General, el Oficial de cumplimiento, así como otros cargos ejecutivos de dirección y operación del negocio de la entidad, con funciones de alta administración, dirección, estrategia, control o asesoramiento a la entidad.

El hecho de ser dignatario o miembro de la junta directiva no determinará por sí mismo el tener el carácter de ejecutivo principal.

Haberse desempeñado, durante un plazo no menor a dos años, en funciones como ejecutivos principales o funciones de similar responsabilidad en otras entidades públicas o privas, del sector financiero.

Que en los últimos diez años no hayan sido condenados por delitos contra el patrimonio, por delitos contra la fe pública, por delitos relativos al lavado de dinero, por delitos contra la inviolabilidad del secreto, por la preparación de estados financieros falsos o que hayan sido condenados por cualquier otro delito que acarree pena de prisión de uno o más años.

Que en los últimos cinco años no le hayan revocado una autorización o licencia para desempeñarse como asesor de inversiones, ejecutivo principal, corredor de valores o analista.

En la actualidad sólo hay 12 Licencias de Ejecutivos principales de administrador de Inversiones vigentes, por lo que vemos una oportunidad para desarrollar una carrera para los ejecutivos que se encuentran en la industria financiera bursátil.

Indudablemente vivimos en un mundo de "especialistas" y cada vez las empresas son más exigentes en contratar ejecutivos con experiencia y, en este caso, que tengan la licencia idónea exigida por la ley. Sólo aquellas personas que en su Hoja de Vida tienen algo especial que ofrecer tienen oportunidad de ser contratados por Casas de Valores o cualquier otra entidad "regulada" en Panamá.

CAPÍTULO SEXTO
FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS (REGULADOS POR LA LEY 10 DE 16 DE ABRIL DE 1993)

LA CNV COMO ENTE REGULADOR DEL AHORRO PREVISIONAL PRIVADO

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

El tema de los sistemas de ahorros previsionales cobra cada día mayor importancia y nuestro país no escapa a esta tendencia mundial. Para la Comisión Nacional de Valores de Panamá, ente encargado de regular el mercado de valores, la materia es de vital importancia por diversas razones:

Existe un mandato legal expreso contenido en la Ley 10 de 1993 (artículo 275 del Decreto Ley 1 de 1999) que otorga a la CNV la regulación y fiscalización de los planes o fondos voluntarios y complementarios a los beneficios que concede el sistema del seguro social para pagar jubilaciones, ***pensiones*** y otros beneficios similares a los empleados de un contribuyente o en beneficio del propio contribuyente. La CNV debe expedir licencia de administrador de inversiones a los administradores de los planes antes indicados. (Ver Opinión de oficio de la CNV No. 15 de 26 de septiembre de 2000 publicada en la Gaceta oficial 24168 de 25 de octubre de 2000)

La CNV debe fiscalizar las actividades de los administradores de inversión que manejen fondos del sistema de ahorro y capitalización de ***pensiones*** de los servidores públicos, creado por la Ley 8 de 1997 y conocido por sus siglas como SIACAP. Este sistema, según dispone la normativa de valores, en el momento que la CNV de valores lo determine, quedaría sujeto expresamente al régimen de sociedades de inversiones contemplado en la legislación de valores (artículo 104 y 279 del Decreto Ley 1 de 1999).

La CNV tiene que supervisar los planes de ***pensiones*** privados creados por empresas privadas que con anterioridad regulaba la Caja del Seguro Social. Posición sentada por el Ministerio de la Presidencia en junio de 2003 al dirimir conflicto de competencia negativo originado entre la CNV y CSS con opinión favorable de la Procuraduría de la Administración. (Fundamento de derecho interpretación de la Ley 10 de 1993).

La CNV tiene que registrar a los administradores de ***fondo de cesantía*** figura creada mediante reforma a la legislación laboral (Código de trabajo y Decreto Ejecutivo 106 de 1995).

Frente a este panorama de deberes en materia de ahorro previsional se trabaja en estos momentos, y con el apoyo económico del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), en el desarrollo de una consultoría internacional para una revisión integral de la normativa

existente que es variada y dispersa, así como el fortalecimiento de la medidas de supervisión y fiscalización por el ente regulador.

Se hace evidente que, ante las atribuciones que le señalan distintas leyes a la CNV, es imprescindible que ésta asuma y desarrolle sus importantes responsabilidades de forma plena y dotada de todos los recursos humanos y económicos necesarios para acometer sus atribuciones legales. En este sentido próximamente debe observarse una transformación sustancial de la estructura misma de la Comisión. El apoyo decidido de las instancias tales como el Ministerio de Economía y Finanzas a la hora de tratar el tema presupuestario es fundamental y estamos seguros que podremos contar con él.

Creemos que es importante que la CNV contribuya decididamente a imprimir toda la seriedad y credibilidad en cuanto a la calidad de la regulación y la calidad de su supervisión, ahora en este tema del ahorro provisional. Estos pilares seriedad y credibilidad son indispensables para brindar la seguridad al público de que un tema tan importante y delicado, como lo es el manejo de sus futuras jubilaciones y pensiones, se encuentra debidamente regulado y adecuadamente supervisado y fiscalizado. De esta forma se contribuye significativamente a generar la confianza necesaria para que el ahorro provisional y el mercado de valores panameño se desarrollen plenamente.

Nota: Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Discurso pronunciado en ocasión de Seminario Internacional sobre pensiones privadas organizado por APREVISOR. Panamá. Julio 2003.

NUEVA REGLAMENTACIÓN EN MATERIA DE FONDOS DE JUBILACIÓN PRIVADOS

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores de Panamá

La Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV) ha dictado el Acuerdo 11 de 2005 por el cual se desarrollan las disposiciones de la Ley 10 de 1993 sobre fondos para jubilados, pensionados y otros beneficios y las actividades de administradores de estos fondos.

El Acuerdo 11-2005 contempla novedades que deben ser conocidas por el público, y en particular por todas aquellas personas que tienen un plan de jubilación privado de los regulados por la Ley 10, o que piensan afiliarse a uno en el futuro.

La nueva reglamentación ha sido dictada en seguimiento a los estándares internacionales y con el objetivo de regular y fiscalizar debidamente esta importante actividad de manera que se brinde confianza a las personas que decidan optar por un sistema de jubilación privada.

La nueva reglamentación, ni el ente regulador, la CNV de Panamá, son un seguro ni garantía de ninguna especie sobre los resultados de un plan y/o fondo, ni este escrito descriptivo de la nueva reglamentación es una invitación a adquirir determinado servicio o producto. Toda persona interesada debe asesorarse e informarse con la asistencia de profesionales independientes y objetivos.

Lo que constituye un elemento a destacar son novedades que contiene el nuevo Acuerdo y que resumimos a continuación, concentrándonos en aquéllas que han sido diseñadas para establecer derechos y obligaciones, brindar información y protección a los afiliados, de manera que reduzcan algunos de los riesgos asociados con la materia.

1. Definiciones. Se introducen 18 definiciones que vienen a brindar mayor claridad en cuanto al significado de los conceptos básicos. Entre ellas destaca la de Defensor del Afiliado de Administradora de Inversiones de Fondos de Jubilación y Pensiones (AFP). Consiste en la designación voluntaria por la AFP de entidades independientes de reconocido prestigio, a cuya decisión se someten las reclamaciones que formulen los afiliados.

2. Se establece la naturaleza y principios básicos de los planes y se desarrolla la forma excepcional de hacer retiros antes de los 10 años de afiliación al plan, que es el mínimo establecido por ley.

3. Se indica cuál debe ser el contenido mínimo del prospecto del plan de pensiones, el cual junto con el documento de adhesión conforman el contrato de plan de pensiones. Toda variación que afecte a los términos contractuales deberá recogerse en la correspondiente addenda.

4. Se establece el principio de confidencialidad de la información del afiliado y beneficiarios.

5. Se exige la autorización previa por parte de la CNV para los Fondos de Pensiones.

6. Se establece que las AFPs actuarán en interés de los Fondos que administren siendo responsables frente a afiliados y beneficiarios de todos los perjuicios que se les causarán por el incumplimiento de sus obligaciones.

7. Se establece la obligatoriedad de licencia para las entidades que deseen actuar como AFPS. Las AFPs deberán cumplir, entre otras, ciertas condiciones tales como:

   * Contar con una Junta Directiva formada por no menos de tres miembros, todos ellos personas de reconocida honorabilidad empresarial o profesional. Al menos una tercera parte de los miembros de la Junta Directiva deberán tener además conocimientos y experiencia adecuados en materias relacionadas con el mercado de valores o el sector financiero en general.

   * Contar con la cantidad de ejecutivos principales que el volumen de negocios de la entidad demande, quienes deberán contar con las correspondientes licencias expedidas por la CNV.

   * Contar con un Oficial de Cumplimiento, quien deberá ser titular de Licencia de Ejecutivo Principal expedida por la CNV, y con los Manuales y Reglamentos que sean necesarios para que la AFP cumpla con las medidas de prevención de blanqueo de capitales.

   * Adoptar y mantener en funcionamiento un Reglamento Interno de Conducta, en el que de modo expreso, se prevea el régimen de operaciones personales de los dignatarios, directores, ejecutivos principales, empleados y apoderados.

* Contratar y mantener vigentes las pólizas, fianzas o garantías necesarias para cubrir los riesgos de hurto, robo o apropiación indebida, por parte de sus directores, dignatarios, ejecutivos principales y empleados. La garantía deberá asegurar, como mínimo, el 2.5% de cada Millón de Balboas bajo administración, al cierre del año anterior.

8. Se regula el tema de sustitución de AFPs. En ningún caso podrá la AFP renunciar, dejar o abandonar el ejercicio de sus funciones, hasta tanto no se haya designado la nueva entidad que le sustituya.

9. Se regula el tema de la intervención o liquidación forzosa de una AFP. En todo caso la nueva Administradora deberá respetar los derechos y obligaciones pactados originalmente con los afiliados y beneficiarios.

10. Se establecen los Principios Básicos para las AFPs, las cuales deben actuar de buena fe y con el buen juicio y cuidado de quien administra sus propios negocios, atendiendo a los principios de seguridad, rentabilidad, diversificación y congruencia monetaria.

11. Se requiere que las AFPs establezcan por escrito una Declaración de Principios Básicos de Inversión para cada uno de sus Fondos administrados.

12. Las AFPs deberán conformar un Comité de Riesgos cuya función será la de analizar periódicamente y calificar el riesgo crediticio de las inversiones.

13. Se establecen los activos en los que los Fondos de Jubilación y Pensiones podrán invertir.

14. Se establecen límites de concentración por emisor. Se establecen las actuaciones en caso de excesos en cuanto a los límites.

15. Se establece que la valoración de los activos de los fondos debe ser diaria y a precios de mercado.

16. La AFP deberá presentar a la CNV sus Estados Financieros interinos y auditados. Existen multas por presentación incompleta y mora en la presentación de estados financieros.

17. La AFP deberá presentar semestralmente a la CNV los Estados Financieros interinos y auditados de todos y cada uno de los Fondos de Jubilación y Pensiones que administre.

Con periodicidad mensual, las AFPs deberán presentar a la CNV un balance y un estado de cambios en el patrimonio de los distintos Fondos de Jubilación y Pensiones que administren.

Asimismo, con periodicidad quincenal, las AFPs deberán presentar a la CNV dos informes, uno de posiciones de la cartera y otro de novedades de las transacciones realizadas.

18. Se regula la publicidad y se establece que el objetivo de la publicidad es proporcionar a los afiliados y al público una información suficiente, clara, veraz y oportuna, en un formato de fácil comprensión. Las condiciones ofrecidas en la publicidad tendrán carácter vinculante. La publicidad debe permitir al público comparar de forma equitativa entre las diversas ofertas de Planes y Fondos de Pensiones realizadas por las AFPs, y a los afiliados evaluar si el Fondo o Fondos a los que tienen adscritos sus Planes de Pensiones, satisfacen sus necesidades o expectativas.

19. Se establece la obligación de las AFPs de brindar información a afiliados y beneficiarios.

    * De formal anual mediante una certificación sobre las aportaciones realizadas en cada año y el valor, al final del año, de sus derechos económicos acumulados. Una vez causada la prestación, deberán recibir información apropiada sobre las opciones de cobro.

    * De forma semestral deben recibir información sobre la evolución y situación de sus derechos económicos en el Plan, así como otras circunstancias que pudieran afectarles, especialmente las modificaciones normativas, cambios en el Prospecto del Plan, en la política de inversiones, o en las comisiones de administración y custodia.

    * Deben recibir un estado-resumen de la evolución y situación de los activos del Fondo o Fondos a los que estén adscritos los Planes, los costes y la rentabilidad obtenida, y se les informará sobre la contratación de la gestión con terceras entidades.

    * La AFP debe mantener a disposición de los afiliados, la totalidad de los gastos del Fondo o Fondos de Pensiones, en la parte que sean imputables al Plan, expresados en porcentaje sobre el monto administrado.

20. Se regula la modificación al Prospecto de los Planes por decisión de la AFP. Previa comunicación por la AFP, con al menos 2 meses de antelación, a los afiliados, éstos podrán optar, en el plazo máximo de 2 meses por mantener su afiliación o trasladar sus derechos a otro Plan y/o otra AFP.

En la actualidad algunos de los puntos arriba resumidos son cumplidos de la forma en que vienen planteados y/o en forma más estricta de manera voluntaria por las AFPs que se dedican hoy al negocio. Otros puntos no se cumplen por no existir normativa. Con la adopción del Acuerdo 11-2005 se establecen todos como de cumplimiento obligatorio y la supervisión y fiscalización de que así se haga es responsabilidad de la CNV.

El Acuerdo 11-2005 entrará en vigencia en 6 meses a partir de su publicación en Gaceta Oficial.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en La Estrella de Panamá. Agosto 2005.

FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS EN PANAMA

Neibys Quintero de Holguín
Jefa de la Unidad Técnica de Pensiones
Comisión Nacional de Valores

Los fondos de Pensiones privados en Panamá están amparados bajo la ley 10 de 16 de abril de 1993, cuyo objetivo es promover la formación de fondos de jubilación y pensión a través de instituciones y planes aprobados para tal efecto. Los fondos de pensiones privados creados mediante esta ley tienen las siguientes características: son voluntarios, de capitalización individual, gozan de incentivo fiscal, los registros pueden ser mediante una cuenta individual o planes contributivos, son planes de contribución definida y se pueden hacer traspasos entre administradoras (en plazos no menores a 30 ni mayor de 60 días). A continuación los principales aspectos de los planes de pensiones privados en Panamá:

MARCO REGULATORIO

Competencia Tripartita: La ley 10 establece que serán regulados por la CNV, para las Administradoras de fondos de inversión; para los que tienen Licencia Fiduciaria, será la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Seguros, para las compañías de Seguros. Igualmente el Art. 275 (Ley 1/1999) que reforma al Art. 4 (Ley10/1993) indica que dichas personas deberán tener licencia de administrador de inversiones y serán regulados y fiscalizados por la CNV.

Permanencia de 10 años en el fondo: la ley establece claramente que los afiliados deberán permanecer en el fondo 10 años, por otro lado, si se afilia a los 55 años o más, podrá retirarse del plan en 5 años.

Incentivo de hasta el 10% de ingreso bruto anual: el afiliado podrá deducirse hasta un 10% del ingreso bruto anual de la renta gravable. Para el caso que el empleador haga aportes a favor de los trabajadores, podrán deducir igual cantidad.

PROCESOS OPERATIVOS

Los fondos de pensiones tienen múltiples procesos, a su vez cada uno de ellos tienen sub-procesos, dependiendo de la complejidad que cada administrador le imprima a los productos ofrecidos, a continuación detallamos: afiliación, recaudación, registro de aportes, retiros anticipados de los fondos, cobro de comisiones, actualización de saldos por aportes, actualización de saldos por retiros, cálculo del valor cuota y confección de los estados de cuentas.

DE LAS INVERSIONES

La principal responsabilidad de los planes de pensiones es administrar el dinero de manera tal que produzca los mejores rendimientos con el menor riesgo. El administrador de inversiones de un plan de pensiones debe iniciar su trabajo con el objetivo del plan, de este objetivo dependerán las políticas de inversiones, las selecciones de los emisores y la ejecución de las transacciones. No hay una reglamentación acerca de las inversiones para los fondos de pensiones, por lo que cada empresa deberá invertir de acuerdo a las teorías de administración de portafolios y de diversificación de carteras. En cuanto a la inversión de los fondos administrados es sumamente importante el método de valorización que utilizará la empresa, que usualmente son varios, por tener diferentes títulos en un portafolio. Esto tiene un impacto importante en el rendimiento del portafolio. A continuación les presentamos los principales métodos de valorización, utilizados por un administrador de inversiones para valuar los portafolios: valor de mercado, flujos descontados, costo amortizado y rendimiento al vencimiento.

FORMAS DE RETIRO

La ley no establece parámetros sobre la forma de retiro; sin embargo, las administradoras de inversiones le ofrecen a sus afiliados las siguientes alternativas:

Lump-sum: llevarse todo el dinero de una sola vez

Pagos periódicos: el afiliado puede establecer pagos periódicos hasta que se agoten sus ahorros.

Compra de renta vitalicia: esto es a través de una compañía de seguros, la cual le hará pagos mensuales mientras viva la persona.

Adicional a esto existen unas causales para retiro antes de los 10 años ley, establecidas en el Art.276, Ley 1 de 1999, que reforma el artículo 5 de la ley 10 de 1993, a continuación detallamos: por causa de muerte, incapacidad, urgencias médicas, catástrofes personales, grave situación financiera, otras circunstancias similares

BASE IMPOSITIVA

El Artículo 10 de la ley dice que el beneficiario pagará el impuesto sobre la renta sobre el equivalente a los aportes que se haya realizado al fondo, al momento en que éste se liquide o se comiencen a hacer efectivos los pagos periódicos del fondo. Lo que indica que la

responsabilidad recae sobre el beneficiario y no sobre el administrador del fondo de pensiones.

ESTADÍSTICAS DE LA CNV:

Actualmente hay registradas 4 administradoras de fondos de pensiones que son: Profuturo Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantía, S.A., Progreso Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías, S.A., Multicredit Bank y Credicorp Bank.

CAPÍTULO SÉPTIMO

ASPECTOS FISCALES, CONTABLES Y DE AUDITORÍA EN LOS MERCADOS DE VALORES

CUANDO 2 + 2 DEJÓ DE SER 4: LA NECESIDAD DE REGRESAR A LOS PRINCIPIOS BÁSICOS

Ana Isabel Díaz V.
Abogada (1)

En breves líneas me permitiré el atrevimiento de abordar un tema que no forma parte de mi formación académica como abogada, pero que creo mucho interesa a todos los que estamos, desde distintas posiciones, observando la forma en que los actores y participantes del sector financiero absorben el *shock* provocado por la apreciable disminución (pérdida?) de credibilidad en los estados financieros de empresas emisoras de valores e intermediarios financieros.

Desde una óptica de ente oficial, es un hecho evidente que todo el mundo de la regulación, pero en particular de los mercados de valores, se divide en: Antes de Enron (AE) y Después de Enron (DE). A partir del período DE ha resurgido con gran fuerza un extenso intercambio de opiniones alrededor del gran tema: ¿cuál es el verdadero rol del contador público autorizado y en particular, de aquél que funge como auditor externo?

Con la ligereza que me permite no ser contador, creo que la gran mayoría de las opiniones (hablando específicamente de auditores externos) se pueden situar en uno de dos extremos: 1. los que piensan que los estándares actuales, o bien no son lo suficiente claros, y/o son interpretados y aplicados convenientemente según cada caso, o que en general le dan suficiente latitud a los auditores para ser responsables de muy pocas cosas (manifestándose generalmente en contra del sistema actual); o 2. los que defienden las bondades del sistema predominante en la actualidad, fundamentado en el cumplimiento de reglas o procedimientos objetivos de auditoría (*rule-based system*).

En cualesquiera de las posiciones que se quiera tomar, y a pesar de las diferencias de enfoque, creo sinceramente que todos aspiramos a lo mismo y es que aquella frase habitual en los dictámenes de los auditores externos: "*consideramos que los estados financieros representan razonablemente la situación financiera de la empresa en todos sus aspectos de importancia"*, vuelva a tener el peso que sólo se adquiere con la credibilidad.

Y es que un examen superficial de los casos que han escandalizado al mundo entero, así como aquéllos que han estremecido el ámbito local, se aprecia un fino cordón que los une a todos, un común denominador y que consiste en alguna norma o procedimiento contable que fue doblado, manipulado, acomodado a las circunstancias, o bien,

1 La autora es actualmente Directora Nacional de Mercados de Valores y Fiscalización de la Comisión Nacional de Valores. Las opiniones vertidas en este artículo son personales de su autora, y no representan la posición oficial de la Comisión Nacional de Valores.

simplemente ignorado, pero casi siempre bajo algún mecanismo de escape proveído por el propio cuerpo normativo. En efecto, una norma de contabilidad puede establecer que tales activos se tienen que registrar de esta manera (lo cual hasta ese momento hace perfecto sentido), y unas cuantas normas después, aparecerá alguna otra bajo la cual se permita que aquel activo que debía ser registrado de tal manera, **también** pueda ser registrado de esta otra manera, siempre que tales y cuales condiciones se den. Este momento en que al CPA y a la administración se les abre la ventana de la discrecionalidad para elegir uno u otro método, es quizás el más delicado de todos, pues la subjetividad será inevitable. No lo digo en forma peyorativa, sino en el sentido de que humanamente la tendencia sería de tratar de "verse" mejor ante sus acreedores e inversionistas y si puede hacerse bajo alguna práctica contable permitida, pues cuánto mejor.

Lo anterior a nivel de la construcción de un estado financiero, que como sabemos, es responsabilidad exclusiva de la administración. La siguiente escena de este drama la representa el hecho de que el escrutinio de una auditoría no parece haber sido suficiente en algunos casos para detectar una práctica aplicada en un estado financiero que produzca como resultado la no-razonabilidad del mismo. Ese es otro momento crucial, en que el auditor debe ejercer una función coadyuvante con la regulación, para disuadir que información financiera que no es razonable (*fair*) sea diseminada al público, usuario al final de esos informes.

Se observa también que en varios de esos casos, los auditores externos involucrados han ejercido defensas técnicas del tipo "*yo cumplí con el procedimiento de auditoria No. X*." Lo anterior es extensivo a los casos que ha vivido esta plaza, y las defensas descansan en ese algo etéreo que se denomina el cumplimiento de los procedimientos de auditoría, que para el público lego en la materia (entre el cual me incluyo) es un poco difícil de entender, pues lo seguimos viendo de forma muy simplista: cuánto tengo y cuánto debo. Bajo este enfoque basado en reglas *(rule-based approach*) ha podido ocurrir que una compañía que reportó tener x cantidad de millones en activos en cuentas por cobrar, en realidad no las tenía; que una compañía haya podido registrar impropiamente costos operativos como cuentas de capital, y que inversiones en valores no hayan sido adecuadamente registradas, todo lo anterior con el efecto de presentar un Balance de una compañía rentable, o al menos de que puede continuar como un negocio en marcha, **sin que ello fuera así** y sin que los auditores externos durante el transcurso de la auditoria hayan logrado hacerse un juicio correcto o acertado sobre la razonabilidad de los reportes elaborados por la administración.

Parece entonces que el único camino a seguir es regresar a los principios básicos en los cuales descansan todos estos sistemas normativos: substancia sobre forma, que ponga en cabeza de la administración y después de los auditores, el ejercicio de un juicio profesional

que asegure que la interpretación contable es veraz y razonable (*fair and reasonable*) y no enfocado principalmente en el cumplimiento de las reglas. En síntesis, que las administraciones de las compañías logren en sus reportes que 2 + 2 vuelva a ser 4 y si no lo hacen así, que otro profesional con independencia pueda detectarlo u objetarlo y ejercer un rol en evitar que información falsa llegue al público.

LAS NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA EN PANAMÁ

Por: Sonia Selles de Díaz
CPA y
Ex - Oficial de Inspección y Análisis de la
Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización
de la Comisión Nacional de Valores

Panamá, "Centro del Mundo y Corazón del Universo" como decimos orgullosamente todos los panameños, ha introducido en la famosa reforma tributaria la presentación de estados financieros auditados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera antes Normas Internacionales de Contabilidad (NICs), obligando a todo contador público autorizado que no forme parte de una firma de contadores públicos reconocida mundialmente, a capacitarse en solo un año porque tendrá que ponerlas en práctica en el año 2006. De lo contrario, no podrá competir ni ejercer su profesión de manera exitosa.

Los estados miembros de la Unión Europea, las adoptaron desde el año 2000 para ser aplicadas a partir de 2005 (5 años para capacitación) y así tendrán que seguir otros continentes para mantener una interpretación financiera comparable más allá de sus fronteras.

Sin embargo, Panamá, "Centro del Mundo y Corazón del Universo", quiere que en un año sean aplicadas a nivel nacional.

Las instituciones educativas que imparten la enseñanza de la contabilidad tanto a nivel escolar como universitario, deberán tener listo para este período educativo el nuevo plan de estudio, que deberá tener incluido las Normas Internacionales de Información Financiera como materia básica para ejercer la contabilidad en Panamá.

Por otro lado, los profesores de la contabilidad en Panamá, deben estar capacitados y actualizados con las 41 NICs., 5 NIIFs en cuando a reconocimiento, medición, registro contable y presentación, así como de todas sus modificaciones y cambios que éstas han sufrido; además de estar informado de las otras NIIF que están próximas a aprobarse.
Así mismo, el profesional de la contabilidad debe tener presente, que de ahora en adelante, deberá asumir el costo de una capacitación continua sobre Normas Internacionales de Información Financiera.

Para finalizar nuestro artículo y teniendo presente todo lo anterior, debemos ser conscientes del reto que se nos ha impuesto a todos los contadores públicos autorizados, lo que hace imprescindible tener un conocimiento amplio de todo lo concerniente a las Normas Internacionales de Información Financiera.

Las opiniones vertidas son personales y no reflejan necesariamente la opinión de la CNV ni la del personal que en ella labora.

CÁPSULA CONTABLE PARA EL INVERSIONISTA

Por: Sonia Selles de Díaz
CPA y
Ex - Oficial de Inspección y Análisis de la
Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización
de la Comisión Nacional de Valores

Señor inversionista ¿Sabía usted que una de las cuentas de importancia en los estados financieros son las Partes Relacionados?

Partes Relacionadas:(1)

a) son las empresas que, directa o indirectamente a través de intermediarios, controlan, son controladas o están bajo el control común de la empresa que presenta los estados financieros (incluyendo empresas dominantes y dependientes, ya sean estas últimas únicas o conjuntas).

b) empresas asociadas

c) individuos que posean, directa o indirectamente, alguna participación en los derechos de voto de la empresa que presenta los estados financieros, de manera que les permite ejercer influencia significativa sobre la misma, así como los familiares próximos (2) de tales individuos;
(2) Son familiares próximos de una persona todos aquéllos de los que se pueda esperar que influyan, o sean influidos, por ella en su relaciones con la empresa.

d) personal clave de la gerencia, es decir, aquellas personas que tienen autoridad y responsabilidad en la planificación, la gerencia y el control de las actividades de la empresa que presenta los estados financieros, incluyendo directivos y administradores de la compañía y familiares próximos a los mismos; y

e) empresas en las cuales, cualesquiera de las personas descritas en los apartados c) y d) posean una participación sustancial en los derechos de voto, o sobre las cuales tales personas pueden ejercer influencia significativa; se incluyen en este punto las empresas propiedad de directivos o accionistas importantes de la empresa que presenta los estados financieros, así como las empresas que comparten con ella algún miembro clave en la

1 Normas Internacionales de Contabilidad 2001.

gerencia.

Señor inversionista, es fundamental que los Estados Financieros, reflejen los resultados de las sociedad y personas vinculadas, así como también las otras partes independientes.

Si usted observa la presencia de transacciones entre partes relacionadas, en los Estados Financieros de un emisor, esto debe provocar en usted preguntas en cuanto a cómo afectan las mismas los resultados y en la fiabilidad de la información financiera suministrada por este (El emisor).

Es por todo lo anterior, que se requiere que estas transacciones estén desglosadas para el público inversionista.

Revelaciones entre partes relacionadas que deben exigir el público inversionista en la información financiera presentada por un emisor:

La naturaleza de la transacción
Una descripción completa de la transacción
El importe de las transacciones y los efectos que puedan darse en cuanto al cambio en la forma de establecer las condiciones o métodos que fueron empleados en el período anterior.
El monto de los saldos por cobrar y pagar de partes relacionadas y sus condiciones de liquidación.

¿Para qué?

Para obtener información que pueda ayudar a resolver las interrogantes que surgen con respecto a la esencia y forma legal en las transacciones entre partes relacionadas tales como:

Préstamos sin establecer condiciones de vencimientos.
Prestamos sin intereses o a tasas de interés significativamente altas o bajas con respecto al mercado.
Ventas de propiedades a precios que difieren considerablemente de su valor actual.
Intercambio de propiedades similares en una transacción no monetaria.

Relacionado con fraudes:

Exija tener conocimiento de la esencia de las transacciones entre partes relacionadas.
Solicite los soportes que sustente las mismas.

¿Para qué?

Para conocer que no existan transacciones ficticias en las que se cancelan bienes y/o servicios sin que realmente se efectuaran o prestaran.
Para conocer que no se estén valorando los bienes o servicios por encima del valor con respecto a un tercero, lo cual resultaría un aumento en la utilidad para una empresa y para la otra en una pérdida.

"La transparencia en la información financiera es la Piedra Angular del Mercado de Valores"

LAS REFORMAS FISCALES Y TRIBUTARIAS Y EL MERCADO DE VALORES

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

Las reformas fiscales y tributarias tienen incidencia en el mercado de valores panameño en los siguientes aspectos:

1. Se corrige una distorsión en materia del fondo especial de compensación de intereses (FECI). Hace años, la CNV había informado al Ministerio de Economía y Finanzas, ante el incremento inusitado de emisiones privadas, la necesidad de reformar la ley de manera que se cerrará la posibilidad legal del uso indiscriminado de este tipo de emisiones como mecanismo para obviar el pago del FECI. Creemos que el FECI, o se elimina, o se mantiene. Si se mantiene, lo correcto es que se pague por todo el que deba hacerlo. De existir excepciones, éstas deben tener una muy buena justificación técnica. La reforma implica que las emisiones exentas de pago de FECI son las de valores registrados en la CNV.

2. Se introducen, para todos, las normas internacionales de información financiera (NIIFS) y los auditores externos deben seguir las normas internacionales de auditoría (NIA). Esto elimina otra distorsión que existía de que sólo los bancos, compañías de seguros y empresas registradas en la CNV o que reportan a ésta, debían ajustar sus estados financieros a las NIIFS.

3. Se introduce la declaración jurada que debe firmar el presidente de la empresa, y otros, en cuanto a la veracidad de la información financiera. Ésta no es una novedad en el mercado de valores. Desde el año 2002, mediante Acuerdo 7-02 (www.conaval.gob.pa) la CNV estableció esta obligación que sigue muy de cerca la Ley Sarbanes Oxley de los Estados Unidos.

4. Se elimina el tratamiento fiscal especial para las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS). Esto es correcto en las circunstancias actuales y muy coyunturales del mercado de valores panameño, de poca dispersión de la propiedad accionaria. Del año 2000 al 2004, se notificaron a la CNV siete OPAS por un monto total de más mil millones de dólares, las cuales, en cumplimiento del decreto ley 1 de 1999 (no ley formal), no estaban sometidas al pago de impuesto sobre la renta. Sería interesante conocer las razones técnicas para este tratamiento especial.

5. Se mantiene el tratamiento fiscal positivo de los planes de pensiones y jubilaciones privados complementarios a la seguridad social y que fiscaliza la CNV.

6. Se mantiene el tratamiento fiscal positivo para las ganancias de capital e intereses de los valores registrados en la CNV. Este tratamiento se confirma por ley formal, que es lo correcto desde el punto de vista jurídico, y no por vía de decreto ley, como era hasta el presente. La medida es necesaria para que puedan competir, en igualdad, los productos del mercado de valores con los depósitos bancarios que en Panamá no pagan impuesto sobre la renta por los intereses que generan. De no tratarse igual, como lo recomiendan organismos técnicos internacionales, (ver informe de la OEA para Panamá de 1970, entre otros) existiría una distorsión injusta. Cabe advertir que la recomendación técnica es de trato igual, independiente de cual sea el trato. Esto varía de acuerdo con cada país. (Es decir, gravarlos ambos o no). Se observa que de 1970 a 1991, el mercado de valores panameño nunca superó, como volumen negociado, la suma 50 millones de dólares, en su mejor año. De 1991, al introducirse el tratamiento fiscal actual, a la fecha, ha superado, en su año record, la barrera de los 1,400 millones de dólares de volumen negociado.
La reforma técnicamente pudo ir más allá. Para lograr mayor equidad, el tratamiento fiscal pudo limitarlo a los valores que tengan lo que se denomina *bursatilidad* o dicho de otra forma, que se negocien activamente. Hay ejemplos concretos en los mercados chileno y colombiano, entre otros. De esta manera pudo incentivar realmente a las empresas a que tengan acciones para la venta (*float* como se conoce en inglés) y no se concentre la tenencia accionaria en pocas manos que no desean o no negocian sus acciones. Lo que sucede es que si no hay de donde negociar, no puede haber crecimiento en el mercado de valores.

Los seis aspectos arriba reseñados tienen efectos positivos y pueden lograr, al eliminar distorsiones entre empresas registradas y no registradas en la CNV, facilitar que las empresas consideren el mercado de valores como una alternativa atractiva de financiamiento y promover la transparencia. No habría las excusas de que no estar registrado en la CNV "*conviene*" a la empresa ya que así *no usa las NIIFS*, *no tiene que hacer declaración jurada especial*, y *puede obviar igualmente*, con emisiones privadas, el pago del *FECI*. Ahora el trato es igual, como debe ser.

Esperamos que las futuras reformas al tema de la seguridad social recojan la recomendación formal de la CNV (acogida ya por la Caja del Seguro Social CSS) en el sentido de que las inversiones de los fondos que ésta mantiene para pagar las futuras jubilaciones y pensiones se hagan en empresas que siguen reglas de buen gobierno corporativo. Con ello se eliminan distorsiones, se protege al inversionista y se promueve la transparencia.

**Las opiniones del autor son personales y no reflejan necesariamente la posición de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en la Revista Centro Financiero. Asociación Bancaria de Panamá. Abril 2005.*

EL FUTURO INELUDIBLE DE LA AUDITORÍA. UN ENFOQUE REGULATORIO

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)

La importancia de la auditoría para la sociedad.

Considero que en un futuro, que no puedo anticipar si está próximo o un tanto más lejano,-depende del querer de la sociedad panameña- profundos cambios se tendrán que dar en la manera en que se regula el tema de la auditoría en Panamá.

Panamá ha disfrutado, si se le compara con su entorno, del acceso y el uso de prácticas de contabilidad y auditoría internacionales propias de mercados desarrollados, y ha contado, mucho antes que otros países del área, con profesionales panameños que se han capacitado y conocen dichas prácticas. No obstante lo anterior, el mundo ha cambiado y sigue cambiando a una velocidad que ni siquiera nos imaginamos. Lo que teníamos como prácticas avanzadas, ya no lo son. Las conocidas prácticas aceptadas, hoy son cuestionadas por parte de un mercado internacional cada vez más exigente en cuanto a la eficacia y efectividad real de dichas prácticas para lograr los objetivos del mercado.

No es posible dormirse en los laureles. Los acontecimientos en el mundo financiero en los últimos 5 años, -y un poco más-, han sido de tal magnitud que deviene obligatorio reflexionar sobre lo que es necesario tener en cuenta para dotarnos, lo más pronto, de un moderno modelo regulatorio y fiscalizador en un área tan sensitiva, vital e importante como lo es la auditoría. Los cambios mundiales profundos en el tema de regulación contable y de auditoría, la adopción (con algunos tropiezos en Panamá) de las normas internacionales de información financiera (NIIFs) y las normas internacionales de auditoría (NIAs), el debate sobre la autorregulación, las nuevas normas de gobierno corporativo que afectan a las empresas y el énfasis en la figura del comité de auditoría y su rol, las sanciones ejemplares impuestas por organismos reguladores a nivel mundial, todos estos temas tienen que ser tomados en cuenta a la hora de regular el tema del servicio público de auditoría.

Es indispensable brindar mayor transparencia a la información contable y económica de la empresa, no importa a qué se dedique la misma. Por ello se reconoce mundialmente la existencia de probadas, siempre mejoradas y actualizadas técnicas de revisión mediante las cuales se puede obtener una opinión sobre el grado de certeza con que la documentación contable y económica representa la situación económica, patrimonial y financiera de determinada empresa.

Esta transparencia en la información oportuna de una empresa es un elemento consustancial al sistema de economía de mercado. Algunos países, como por ejemplo España, recogen el principio inclusive en su carta magna.

Esto nos lleva necesariamente a un nivel superior en cuanto al planteamiento de las ideas y lo que se quiere transmitir en este escrito es que cualquier cambio en las reglas actuales y en el modelo de supervisión panameño debe evaluarse con esta importante función pública siempre en mente. Es necesario que se piense en el interés público y económico general.

En otras palabras, y en lo que atañe a este artículo, hay que tener siempre presente lo importante que es la auditoría para el sistema de economía de mercado en general, con lo cual interesa- y permite opinar- a más personas que a los profesionales que se dedican a ella.

Se transmite mejor la idea si recordamos qué debemos entender por auditoría. Así tenemos que auditoría es: "*la actividad que utilizando técnicas de revisión, tiene por objeto la emisión de un informe acerca de la fiabilidad de los documentos contables auditados de una empresa.*" "*La auditoría,* no puede limitarse, *a la mera comprobación de que los saldos que figuran en sus anotaciones contables concuerdan con los ofrecidos en el balance y en la cuenta de resultado, ya que las técnicas de revisión y verificación aplicadas permiten, con un alto grado de certeza y sin la necesidad de rehacer el proceso contable en su totalidad, dar una opinión responsable sobre la contabilidad en su conjunto, y además, sobre otras circunstancias que, afectando a la vida de la empresa, no estuvieran recogidas en dicho proceso*". Fuente: Exposición de motivos de la legislación española que regula la llamada en dicho país auditoría de cuentas (Ley 19/1988),

La auditoría es, por lo antes indicado, un importantísimo servicio y es sobre todo un importante servicio público en el sentido de que, si bien se brinda por un profesional o profesionales privados a la empresa privada, afecta e interesa no sólo a la propia empresa, sino también a numerosos terceros que mantienen o puedan mantener relaciones con la empresa auditada. Interesa a la economía y a la sociedad en general.

II. Algunos elementos indispensables que debe contener un marco regulatorio y de supervisión moderno en materia de auditoría.

Un marco regulatorio moderno debe contemplar expresamente, entre otros, los siguientes elementos (la lista no es exhaustiva).

Que la empresa auditada esté en la obligación legal de facilitar cuanta información fuera necesaria para realizar el trabajo de auditoría. Igualmente debe requerirse legalmente que quienes efectúen el trabajo de auditoría estén obligados a requerir cuanta información sea necesaria para emitir su informe u opinión.

Debe quedar bien claro en la ley que los informes u opiniones de auditoría se deben emitir bajo la responsabilidad de quien los ha efectuado.

Los que efectúen auditorías deben seguir cursos de educación continua.

Los que efectúen auditorías deben, usando terminología española *ser y parecer independientes*, en el ejercicio de su función, de las empresas que auditan. El regulador de estos profesionales debe velar por el cumplimento efectivo del deber de independencia.

El listado actual de normas panameñas debe actualizarse para tomar en cuenta las últimas tendencias mundiales en materia de independencia. Temas como la prestación de servicios de auditoría interna al cliente, prestación de servicios de otro tipo de profesión simultáneamente (por ejemplo, abogacía), participación en la contratación de altos ejecutivos o personal clave para el cliente y la rotación, ya sea del equipo de auditores cada cierto tiempo, son todos temas que no pueden faltar en una nueva y moderna regulación. La Opinión 8-2003 dictada por la CNV de Panamá para el ámbito del mercado de valores puede servir de referencia.

Hay que revisar las normas de responsabilidad profesional. En materia civil debe haber, como ya lo contempla las normas generales, responsabilidad por los daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de sus obligaciones de acuerdo al derecho privado. Cuando se brinda el servicio por una sociedad debe contemplarse claramente la responsabilidad solidaria del auditor que firma el informe u opinión como la sociedad profesional. Igualmente se debe reforzar el tema de la responsabilidad administrativa para que el regulador o supervisor del profesional pueda también de manera real y efectiva fiscalizar el cumplimiento de las obligaciones administrativas y sancionar la violación, cuando fuera el caso.

Debe contarse en la esfera administrativa, con un régimen sancionador conocido y apegado al debido proceso. Un régimen sancionador con infracciones perfectamente tipificadas y consecuencias varias o más complejas y creativas en atención a la gravedad del hecho y daño causado, es decir que vaya más allá de la cancelación de licencia para sancionar violaciones.

Es imprescindible mejorar la normativa relativa al secreto profesional para reforzarlo como principio general rector de la importante relación privada. Al mismo tiempo se debe

dejar claramente establecido que el secreto profesional tiene limitaciones necesarias para el buen funcionamiento del sistema como un todo. Entre estas limitaciones que quede claro y superado que el secreto profesional no es compatible con el objetivo que persigue toda regulación y por ende su ejecutor frente al bien común. Por tanto, debe incluirse necesariamente la obligación y deber del profesional de brindar información que pueda requerir el órgano de regulación y supervisión de los profesionales en su labor fiscalizadora y otros entes especializados que tengan competencia específica en áreas tales como la banca, en la supervisión de bancos y el supervisor del mercado de valores para la supervisión de casas de valores y, en cuando corresponda, de emisores que ofrecen valores al público. Estos entes, como lo autoriza la más moderna doctrina, legislación y práctica mundial deben poder obtener información por parte de los auditores, cuando dicha información no ha sido suministrada por el sujeto obligado a hacerlo. Debe quedar claro por ley que al suministrar dicha información el profesional no viola su deber de secreto sino, todo lo contrario, cumple con una obligación legal especial y necesaria.

Debe contarse con un ente regulador y supervisor de la profesión el cual debe ser autónomo, transparente, que rinda cuentas de sus actuaciones y decisiones y formado por personal integro y competente profesionalmente. Es necesario dotarlo con recursos monetarios y humanos, de otra manera toda la labor de modernización de la economía panameña estaría incompleta.

Hay mucho trabajo por hacer y todos los profesionales deben insistir en que se dé una positiva transformación. Hay que fijarse metas superiores y a tono con los tiempos que nos corresponden, en los cuales es indispensable normativa moderna, eficaz y eficiente y un ente supervisor con iguales atributos.

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no representan la posición oficial de la CNV ni del personal que en ella labora. Publicado en Revista conmemorativa del Colegio de Contadores Públicos de Panamá. Julio 2005.

CAPÍTULO OCTAVO

PROTECCIÓN Y EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA, LICENCIAS Y PROCEDIMIENTOS

¿QUIÉN PUEDE INVERTIR EN EL MERCADO DE VALORES?

Zaida H. Llerena S.
Asesora Legal
Comisión Nacional de Valores

Es la pregunta que muchas personas se hacen al leer en las noticias el monto negociado en la Bolsa de Valores de Panamá o la nueva emisión de valores de Banistmo. Sin embargo, ¿quién es la persona indicada para contestar esta interrogante?

Los corredores de bolsa debidamente autorizados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) pueden darle una respuesta. Para esto, usted tiene que seleccionar, primero, un corredor de bolsa y entrevistarse con él en las oficinas de la casa de valores (con licencia de la CNV) donde labore y en ese momento él le va a solicitar una serie de información como la cantidad de dinero que tiene para invertir, el tiempo durante el cual no se va a disponer de esos recursos, el rendimiento que se quiere obtener de la inversión y el riesgo que quiere asumir.

Con esta información, su corredor de bolsa va a responder unas preguntas, por ejemplo, ¿cuál es su capacidad financiera?, ¿cuál es su perfil de riesgo?, ¿cuál es su objetivo al realizar la inversión?, con la finalidad de crearse una aproximación de su perfil financiero, para diseñarle un plan de inversiones que se adapte a sus circunstancias personales y donde se le sugerirá si invertir en bonos, acciones o fondos mutuos.

Por lo antes expuesto, es importante que a la hora de elegir su corredor de bolsa, considere factores como su personalidad, la filosofía de inversión de la casa de valores donde labora, la calidad de las investigaciones realizadas por él o por la casa de valores, otros servicios que le pueda ofrecer y las ***comisiones*** que le va a cobrar. Es fundamental que entienda toda la información que él le explica porque usted tiene la última palabra y es el responsable en la decisión de invertir.

Ahora, mientras selecciona su corredor de bolsa, le podemos decir que algunos asesores financieros recomiendan que invierta en acciones o bonos a largo plazo cuando posea un seguro de salud y vida, un plan de jubilación, una vivienda y dinero ahorrado para atender cualquier urgencia familiar durante algunos meses.

LO QUE SE DEBE CONSIDERAR AL TOMAR LA DECISIÓN DE INVERTIR EN ACCIONES:

Zaida H. Llerena S.
Asesora Legal
Comisión Nacional de Valores

Las acciones son partes alícuotas del capital social de una empresa (sociedad anónima) y se consideran activos financieros de renta variable porque su rentabilidad depende de los beneficios que reparta la sociedad en concepto de dividendos.

Por lo tanto, cuando un inversionista decide comprar acciones se convierte en propietario de una parte de la empresa y esto, por lo general, lo realiza con la expectativa de recibir al menos un retorno adecuado sobre su inversión, es decir, una cantidad de dinero suficiente para justificar el riesgo adquirido con la transacción. No obstante, se puede decir que el inversor podrá obtener sus mayores ganancias por su capital invertido, de acuerdo, con la revalorización que se haya efectuado en esas acciones entre el momento en que se compraron y en el que se vayan a vender.

Es importante recordar que una acción solamente vale lo que una persona está dispuesta a pagar por ella. Sin embargo, existen algunos factores que se pueden considerar para calcular el valor de estos instrumentos financieros:

Perspectiva de ganancias.
Las expectativas de dividendos.
Situación financiera de la empresa.

Adicionalmente, al valor de una acción, se deben estudiar otras variables al momento de tomar la decisión de invertir en acciones, como las que a continuación se mencionan:

El medio en que se realiza la inversión (rentabilidad potencial que ofrecen todas las acciones vs las otras oportunidades de inversión como podrían ser los bonos o fondos mutuos).
El valor de la acción en relación con el valor de otras acciones
El valor de la acción con base en sus méritos individuales.
Se debe conocer la empresa de la cual se van a comprar acciones.
¿Cuál es el negocio de esta empresa?
Misión y Visión de la empresa.
Saber el objetivo corporativo.

Por último, resulta significativo que todo inversionista sepa que la información antes señalada la podría conseguir a través de tres fuentes importantes:

Literatura sobre la empresa (informes anuales, estados financieros, discursos del gerente, periódicos)
Investigaciones realizadas por analistas de valores.
Medios informativos (periódicos, canales de televisión financieros y páginas de internet)

TIPOS DE EXÁMENES QUE ADMINISTRA LA CNV (ART. 49, DECRETO LEY 1 DE 1999 – LEY DE VALORES)

Sandra C. de Zubieta
Oficial de Inspección y Análisis
Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización
Comisión Nacional de Valores

Las personas que deseen desempeñarse como intermediarios en el Mercado de Valores panameño deben obtener previamente una Licencia expedida por la CNV.

En ese sentido, una de las atribuciones legales que tiene la CNV es la aplicación de exámenes de conocimiento general del mercado bursátil y la Ley y reglamentos que lo rigen.

El Acuerdo 2-2004 de 30 de abril de 2004 establece las normas y procedimientos para los exámenes que la CNV aplica:

Examen General Básico: El examen consta de 200 preguntas. Se compone de la siguiente forma: 75% técnico y 25% legal (Ley de Valores y reglamentos). Aprobado dicho examen, se puede aplicar para la Licencia de Corredor de Valores y/o de Analista.

Examen Complementario: para optar por Licencia de Ejecutivo Principal. Este examen contiene 100 preguntas de las cuales 40% son de orden técnico y 60% son de orden legal.

Por otro lado, el Examen Complementario para optar por la Licencia de Ejecutivo Principal de Administrador de Inversiones consta de 100 preguntas de las cuales 85% es técnico y 15% es legal.

Cabe señalar que para poder desempeñarse como Oficial de Cumplimiento de una entidad regulada por la CNV se requiere ser titular de la Licencia de Ejecutivo Principal.

La CNV organiza sesiones de exámenes todos los meses. El puntaje mínimo de aprobación de cualquiera de éstos es de 70 puntos.

Para poder presentarse a una sesión de exámenes sólo debe haber cancelado, mediante cheque de gerencia o cheque certificado, la suma de B/.50.00.

Una vez aprobado el examen, el interesado tiene un (1) año para solicitar la respectiva Licencia ante la CNV, acompañada de los documentos que indica el Art.42 del Acuerdo No.2-2004.

La CNV publica, en las Oficinas de la CNV y en la página *web*, los resultados de cada sesión dentro de los tres (3) días hábiles siguientes a la fecha de examen.

Durante el año 2004, se organizaron 13 sesiones de exámenes en las que participaron un total de 187 personas. De ese total, 89 aprobaron el examen (48%).

Las opiniones de la autora son personales y no reflejan necesariamente la posición de la CNV ni del personal que en ella labora.

LA IDENTIFICACIÓN ADECUADA DEL CLIENTE

Priscila Ramírez Mirabal
Abogada y
Ex - Oficial de Inspección y Análisis
de la Dirección Nacional de Mercado de Valores
y Fiscalización de la Comisión Nacional de Valores

La Comisión Nacional de Valores (CNV), adoptó el 19 de febrero de 2001, el Acuerdo No. 4-2001. Mediante el mismo, la CNV enmarca las obligaciones que tienen los sujetos regulados para prevenir este delito. Dentro de estas obligaciones, podemos encontrar el *identificar adecuadamente a sus clientes*.

La identificación adecuada es realizada mediante la *Política "Conozca a su Cliente"*, cuyo objeto es el prevenir, detectar y eliminar la posibilidad de que a través del sujeto regulado, se realicen transacciones sospechosas o irregulares que estén relacionadas con actividades ilegales; y se empieza a aplicar desde el momento en que el cliente (ya sea persona natural o jurídica) realiza la apertura de su cuenta.

En caso de que el sujeto sea una persona natural, se deberá identificar la verdadera identidad del cliente, determinar a qué se dedica, y los tipos de negocio que tiene. De igual forma, se solicitará la dirección, domicilio o residencia; copia cotejada de la cédula, pasaporte y otro documento de identidad personal apto para identificar la veracidad de la persona. Si la apertura de cuenta es solicitada por una persona jurídica (fideicomiso o fundación) es importante determinar quiénes son las personas naturales que sean beneficiarias de las cuentas, para que se pueda documentar adecuadamente el verdadero dueño o propietario efectivo de la cuenta.

El cliente puede estar seguro de que toda esta información, solicitada al momento de acercarse a una apertura de cuenta se encontrará en una estricta confidencialidad, y únicamente podrá ser suministrada a las autoridades judiciales o administrativas nacionales debidamente facultadas para solicitarlas (Artículo 5, Acuerdo 4-2001).

CLASES DE ACCIONES: COMUNES Y PREFERIDAS

Priscila Ramírez Mirabal
Abogada y
Ex - Oficial de Inspección y Análisis
de la Dirección Nacional de Mercado de Valores
y Fiscalización de la Comisión Nacional de Valores

El término "Acción", es indicativo de una participación en el capital social de una empresa. Por tanto, al adquirir acciones de una sociedad, la persona está invirtiendo en un medio viable (la mayoría de las veces) de crear riqueza. De esta manera, podemos aseverar que una acción es un "valor" que es representativo del capital en una compañía, y es el medio principal para reunir capital de negocio.

"*Todo lo que una empresa posee (sus activos), menos los derechos de sus acreedores (sus pasivos) pertenece a los propietarios del negocio*" (Passtrak, Serie 7, General Securities Representative p.2). Así las cosas, el comprador de acciones se convierte en propietario de acuerdo a la proporción del total de acciones de una compañía, asumiendo riesgos en proporción directa a su porcentaje accionario adquirido.

Al respecto, el Decreto Ley 1 de 1999, por medio del cual se crea la Comisión Nacional de Valores, señala que dentro del término "Acción", se incluye las acciones, comunes o preferidas, los certificados de participación o inversión y cualquier otro título o derecho que represente un interés participativo en una sociedad anónima, persona jurídica o fideicomiso.

Las **acciones ordinarias** o **comunes** otorgan a su tenedor o titular la participación en las utilidades, los dividendos y a ejercer derecho a voto en las decisiones de la empresa, siempre en proporción directa a su tenencia (ejemplo: elección de Junta Directiva).

Las acciones ordinarias se clasifican en:

Autorizadas: Son el número expuesto en el Pacto constitutivo de la compañía para emitirse o venderse.

Emitidas: Son las autorizadas y distribuidas a los inversionistas.

En circulación: Son las emitidas y no recompradas, están efectivamente en manos del Inversionista.

De Tesorería: Son las emitidas y que después recompradas.

También encontramos las **acciones preferentes**. Son las que representan una participación del capital, pero no gozan de los mismos derechos de las ordinarias (ejemplo: el voto). A cambio, le otorga al inversionista derecho a dividendo fijo con preferencia sobre los tenedores de acciones comunes y preferencia sobre los tenedores de acciones comunes en caso de liquidación de la empresa (más ventajas para salvar su inversión).

PROCEDIMIENTO PARA SOLICITAR LICENCIA DE CORREDOR DE VALORES, ANALISTA O EJECUTIVO PRINCIPAL

Alina Lyma Young De Montemayor
Oficial de Inspección y Análisis
Dirección Nacional de Mercados de Valores y Fiscalización
Comisión Nacional de Valores

Toda persona que desee obtener alguna de las Licencias indicadas en el título deberá presentar una solicitud conjuntamente con la siguiente información y documentación:

Nombre completo, nacionalidad, número de cédula, lugar y fecha de nacimiento, teléfono, fax, dirección residencial, dirección de correo electrónico, dirección de apartado postal y copia del documento de identidad personal en caso de contar con la nacionalidad panameña. En el caso de extranjeros, copia del pasaporte o del documento que acredite su estatus de residente en la Republica de Panamá y su permiso de trabajo expedido por las autoridades competentes.
Fecha en que aprobó el examen correspondiente a la Licencia que solicita.

Identificación de la Casa de Valores o Asesor de Inversiones para la cual ejercerá las funciones propias de la Licencia que solicita.

Copia del Recibo de Pago de la tarifa de registro (Art. 17 del D.L. 1/1999, esto es B/. 250.00.)
Carta intención de la Casa de Valores o Asesor de Inversiones con la cual el solicitante laborará.

En caso de que el solicitante sea extranjero, historial policivo del solicitante expedido por la autoridad de su país de origen y de residencia por los últimos diez (10) años, en caso de ser distinto.

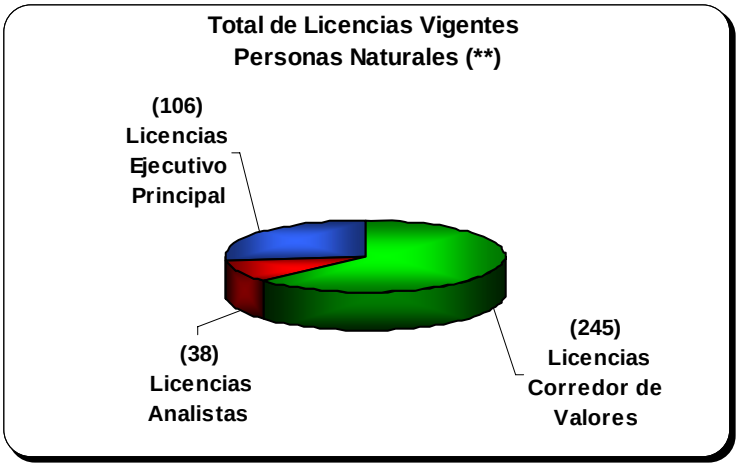
Declaración jurada por parte del solicitante en la cual certifique que no está incurso en las causales de incapacidad establecidas en el Artículo 50 del Decreto Ley 1 de 1999, cuando el solicitante sea nacional panameño. Formulario DMI-1.

La Comisión Nacional de Valores cuenta con Formularios / Guías disponibles en la página web de la Comisión, para ayudar al interesado en la presentación de la solicitud. El tiempo estimado de atención del trámite es de once (11) días. *

En la actualidad la Comisión Nacional de Valores ha otorgado las siguientes Licencias de Personas Naturales vigentes a la fecha:

Licencias de Corredor de Valores:	245
Licencias de Analista:	38
Licencia de Ejecutivo Principal:	106

(*) Promedio de trámites atendidos durante el año 2005.
(**) Información al 21de marzo de 2005



LA NECESIDAD DE EDUCACIÓN FINANCIERA

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (*)

Importancia

La Organización para el desarrollo y la cooperación Económica ha comunicado recientemente el lanzamiento de una campaña para mejorar la educación financiera. Consideramos útil y oportuno compartir parte de la documentación puesta a disposición por la OECD.

La combinación de productos financieros sofisticados y la creciente responsabilidad individual en la toma de decisiones financieras conllevan que las personas necesitan una mejor comprensión de cómo lidiar con los mercados financieros. Hoy día hay una falta de comprensión de los mercados financieros entre los consumidores.

La OECD ha publicado recientemente un conjunto de principios y buenas prácticas para la educación financiera y la toma de conciencia en esta materia. Estos principios están diseñados para promover que las firmas de servicios financieros y las organizaciones de consumidores hagan más para educar a los ciudadanos en esta área. Las medidas también están destinadas a las personas que necesitan saber cómo manejar, por ejemplo, su hipoteca, la deuda de consumo y ahorrar para su retiro.

Recientes encuestas demuestran que muchas personas tienen un muy bajo nivel de conocimiento financiero y mucho menos conciencia de la necesidad de educación financiera. En Estados Unidos encuestas sobre conocimientos financieros básicos conducidas en el año 2000 indican que menos del 60% de los estudiantes de secundaria encuestados contestaron correctamente pruebas destinadas a medir la habilidad del estudiante a escoger y manejar una tarjeta de crédito, conocimientos sobre el ahorro y la inversión para el retiro, la conciencia sobre el riesgo y la importancia de asegurarse contra el mismo.

En Japón una encuesta del año 2000 revela que el 71% de los adultos que la respondieron no tienen conocimiento sobre acciones y bonos, 57% no tiene conocimiento de productos financieros en general y 29% no tiene conocimiento sobre seguros, pensiones ni impuestos.

Se estima que si no se mejora la toma de conciencia en materia de educación financiera se van a presentar serios problemas económicos y sociales en el futuro cercano.

Definición

La educación financiera puede ser definida como el proceso por el cual consumidores financieros/inversionistas mejoran su entendimiento de productos financieros, conceptos y riesgos, y a través de la información, instrucción y/o consejos objetivos, desarrollan las habilidades y confianza para volverse más concientes de los riesgos financieros y las oportunidades, para tomar decisiones informadas, para conocer dónde acudir para obtener ayuda, y para tomar otras acciones efectivas para mejorar su bienestar financiero. La educación financiera va más allá de promocionar información financiera y consejo, materias que deben ser reguladas, como en efecto lo son.

La educación financiera debe ser considerada como una herramienta para promover el crecimiento económico, la confianza y la estabilidad junto con la regulación de instituciones financieras y la protección al consumidor.

La promoción de la educación financiera no debe ser un sustituto para la regulación financiera, la cual es esencial para proteger a los consumidores, por ejemplo, contra el fraude. La educación financiera complementa la regulación, no la reemplaza, así como no reemplaza los importantes servicios de asesores financieros profesionales.

Recomendaciones de la OECD:

Los gobiernos y todas las partes interesadas deben promover educación financiera sin discriminaciones, justa y coordinada.

La educación financiera debe iniciar en la escuela para que las personas sean educadas lo más temprano posible.

La educación financiera debe ser parte de un buen gobierno corporativo de las instituciones financieras, cuya rendición de cuentas y responsabilidad debe ser promovida.

La educación financiera debe ser claramente diferenciada de consejos comerciales y códigos de conducta para el personal de las instituciones financieras deben ser desarrollados.

Las instituciones financieras deben promover la revisión de que los clientes lean y comprendan la información que reciben, especialmente cuando se relaciona con

compromisos a largo plazo o servicios financieros con consecuencias financieras potencialmente significativas.

Los Programas de educación financiera deben enfocarse particularmente en aspectos importantes de planificación, tales como ahorros básicos, deudas, seguros y/o pensiones.

Los programas deben estar orientados hacia construir capacidad financiera y cuando sea apropiado dirigirse a grupos específicos y hacerlos lo más personalizados posible.

Los futuros jubilados deben ser advertidos de la necesidad de evaluar la adecuación financiera de sus esquemas de pensiones actuales (públicos y privados).

Campañas nacionales, sitios Web específicos, servicios gratuitos de información y sistemas de alerta/advertencia en temas de alto riesgo para los consumidores financieros (tales como fraude) deben ser promovidos.

Resultados concretos.

Como sucede con la educación en general, y la financiera no es la excepción, el conocimiento es poder, y da libertad a quien lo posee. La ignorancia es semillero de abusos e injusticias. Hay que dar la oportunidad a todos de educarse financieramente.

Los fines positivos y beneficios de la educación financiera están ampliamente demostrados. No obstante, algunas personas necesitan conocer de resultados más concretos y que les produzcan beneficios económicos inmediatos y directos para interesarse en el tema.

De acuerdo con estudios, la educación financiera afecta el comportamiento del consumidor/inversionista. Por ejemplo:

Seminarios sobre planes de retiro ofrecidos en el trabajo incrementan la participación en planes voluntarios de retiro entre un 6 y 12%, así como aumentan la cuota de contribución a estos planes.

Programas de entrenamiento financiero han ayudado a los consumidores a aumentar sus ahorros (en promedio más de US$1,500) y reducir sus niveles de deuda (en promedio más de US$2,000).

(*) Las opiniones son personales, no representan la posición de la CNV ni de su personal. Publicado en Capital Financiero. Agosto 2005.

EDUCACIÓN CONTINUA Y SALVAMENTOS DE VOTO

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

La Corte Suprema de Justicia ha declarado inconstitucional una norma que exige a determinados profesionales (corredores de seguros) presentar certificados de educación continua a su ente regulador. El artículo 96 de la ley 59 de 1996 viola el artículo 40 de la Constitución Nacional, según el fallo del Pleno de 12 de abril de 2002.

La decisión del más alto tribunal se dio con 7 votos a favor y 2 en contra. Entre los votos en contra, o salvamentos de voto como se les llama técnicamente, tenemos el del actual Presidente de la Corte Suprema de Justicia, Magistrado Adán Arnulfo Arjona.

Las decisiones de la Corte en esta materia son finales, definitivas y de obligatorio cumplimiento. Poco puede decirse o hacerse sobre esta materia. Por lo anterior, preferimos concentrarnos en el problema subyacente y que no es otro que con el fallo, lamentablemente, en nuestra opinión, aumenta la posibilidad de que se produzca un deterioro en la calidad y la preparación de determinados profesionales como los contadores públicos, los corredores de seguros y los corredores de valores.

Los profesionales antes citados se encuentran sujetos a programas de educación continua en sus respetivas leyes o reglamentaciones, más sin embargo, a raíz de este fallo, quedan de hecho, jurídicamente y de forma práctica, liberados de dicha obligación.

Igualmente, disminuyen o se hacen nulas las aspiraciones de muchos ciudadanos de que otros profesionales como médicos, abogados, profesores universitarios, por mencionar solo algunos, quedasen sujetos a requisitos de educación continua, de darse futuras reformas a las legislaciones que los regulan. Esto ahora con el fallo se hace imposible.

Nadie parece discutir las bondades de la educación continua, ni quien demandó la inconstitucionalidad, ni la mayoría del Pleno de la Corte. Esta última es categórica en señalar su importancia y necesidad. Lo que señalan los Magistrados es que toda norma que imponga la educación continua con carácter obligatorio como requisito para el ejercicio de una profesión liberal, viola la Constitución actual. No hay más camino que en una futura reforma a la Constitución.

Lo anterior si no queremos quedarnos atrás en el mundo civilizado en el cual se exige a los profesionales acreditar periódicamente ante alguien (sean sus colegios profesionales,

gremios o un ente regulador) que se mantienen en constante educación dados los inevitables avances y modificaciones en las ciencias, letras y artes. (Véase el caso de los abogados en los Estados Unidos.)

El control de este tema, como sugerirán algunos, se puede dejar al libre mercado y que cada comprador o usuario de un producto o servicio se atenga a elementos subjetivos para determinar lo actualizado que se encuentra el profesional con el que desea tratar. Evidentemente los más interesados, como siempre los encontraremos, se mantendrán educados continuamente, sin que exista norma que se los requiera. El resto no lo hará, ya que no encuentra *incentivo*. Por ello una advertencia: Consumidor o usuario: ¡Cuídese que no le toque tratar con un profesional no actualizado! Nuestra recomendación: Pídale información a su proveedor de servicios sobre los últimos cursos a los que ha asistido.

Si bien la educación continua no es necesariamente garantía de destreza y efectivo conocimiento profesional, es una buena base y presunción de que por lo menos el profesional se mantiene educado y tiene una mínima noción de los más recientes cambios en su profesión. Suponemos que la presunción admite prueba en contrario, como muchas presunciones.

El otro tema es el papel del Estado en todo esto. El Estado no se puede desentender del problema ya que a todos los profesionales, citados en estas líneas, los ha autorizado para operar. El Magistrado Arjona en su salvamento de voto, compartido con la Magistrada Dixon, lo señala en debida forma al indicar: "la interpretación que orienta al fallo de mayoría contradice en nuestro criterio las nuevas concepciones educativas que imperan en las políticas públicas que se reconocen al Estado de hoy y que *persiguen que éste no se margine del mejoramiento constante que debe exigírsele a profesionales que prestan sus servicios a la comunidad*."

El Magistrado Arjona, se está caracterizando por interesantes salvamentos de voto en lo cuales, elegantemente y con mucho profesionalismo, disiente respetuosamente de la mayoría de sus colegas. Así lo ha hecho en temas de interés nacional como las partidas circuitales, la solicitud de información sobre declaraciones juradas de funcionarios públicos, entre otros. Nos parece que, con independencia de la opinión que cada uno pueda tener sobre los temas, dichos salvamentos han sido muy didácticos, necesarios y dignos de comentario positivo.

Estos salvamentos de voto, junto a la política de transparencia del órgano que preside, que se refleja por ejemplo en página del Órgano Judicial en el nodo de transparencia de la Defensoría del Pueblo, así como en los avances tecnológicos en el sitio de Internet del Órgano Judicial, unido todo al reconocimiento y aceptación pública de los serios

problemas que socavan a la administración de justicia y que nos preocupan gravemente a todos, dan un panorama más prometedor.

Los magistrados no deben actuar en función de aplausos o de criticas, pero nada prohíbe ni limita, en especial a los estudiosos o interesados en el derecho, exteriorizar sus apreciaciones personales sobre un determinado fallo o como en este caso más bien en un salvamento de voto.

Finalmente, con justo derecho cualquiera puede cuestionarse qué hace un Comisionado de valores expresando opiniones sobre temas de corredores de seguros y su educación continua. La explicación es muy sencilla. Este fallo afecta al mercado de valores y a la Comisión Nacional de Valores (CNV). Se pierde la eficacia de las normas que exigen a los corredores de valores cumplir horas de educación continua. Para demostrarlo más gráficamente basta reemplazar en la siguiente cita, contenida en el salvamento de voto que comentamos, el nombre de Superintendencia de Seguros por CNV y la frase corredores de seguros por corredores de valores y podemos entender la razón. Dice el salvamento: "La interpretación que propicia el fallo de mayoría *en algún modo debilita, cierra o limita el poder de supervisión y vigilancia que la ley le ha reconocido a la Superintendencia de Seguros como autoridad sectorial encargada de reglamentar la idoneidad profesional de los corredores de seguros*."

Las opiniones expresadas en este artículo son personales y no constituyen ni comprometen la posición de la CNV ni de los funcionarios que en ella laboran. Publicado en La Prensa. Mayo 2002.

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES
Unidad de Educación al Inversionista

I Concurso de Monografía
(2004)

"IMPORTANCIA DE LA PROTECCIÓN AL INVERSIONISTA EN EL MERCADO DE VALORES"

LA TRANSPARENCIA Y EL GOBIERNO CORPORATIVO COMO SALVAGUARDAS DEL INVERSIONISTA EN EL MERCADO DE VALORES

Por: César Elías Sanjur A.

Introducción

El factor más importante para una protección efectiva de las inversiones es el inversionista informado y prudente – U. S. Securities and Exchange Commission

Hay un dicho popular, citado muchas veces al referirse a nuestra era tecnológica y computarizada, que dice más o menos así: "la información es poder".

Este dicho tiene una certera vigencia en todo lo relacionado al mercado de valores. En efecto, éste es un lugar lleno de riesgos que pueden traer muchos beneficios pero también muchos reveses. Es un mundo complejo, lleno de reglas económicas, contables y legales que deben ser comprendidas en un mínimo por el inversionista –sobre todo aquél que va a invertir por vez primera – para garantizar que éste tenga los suficientes conocimientos que le permitan identificar las mejores opciones a su alcance para tomar una decisión que le permita un margen de ganancias satisfactorio con un mínimo de riesgos. Y para el accionista de una empresa o corporación, el valor de su inversión dentro de ésta depende en que la marcha de los negocios sea lo suficientemente transparente para que pueda también saber en todo momento cuáles son sus opciones: comprar, vender, invertir en valores y bienes de la empresa. Y estas decisiones también dependerán del oportuno acceso a toda la información disponible, actualizada y veraz, sobre los negocios y la administración de la misma; sabiendo que cuando su empresa cotice en Bolsa y sea supervisada por los entes reguladores del mercado de acuerdo con esa misma información, su inversión será más sólida y estable, procurándole mayores beneficios y oportunidades de acrecentar su patrimonio.

Pero, ¿qué sucede cuando la información no es completa o no existe? ¿Cuando se distorsiona u oculta la misma? ¿O cuando no está actualizada? Los escándalos financieros y los problemas corporativos que se han venido dando en los últimos tres años han revelado dramáticamente las consecuencias de omisiones, engaños, o negligencias en el manejo de dicha información por parte de las administraciones y altas gerencias de las corporaciones y de sus empresas asesoras. Nombres de empresas como Enron, WorldCom, Tyco y Parmalat, y de empresas auditoras como Arthur Andersen son ahora parte de la historia bursátil, contable y económica de varias naciones.

¿Desde dónde realmente comienza la protección que debe tener el inversionista? Desde que éste demuestra su interés de invertir en valores, comenzará a investigar sobre las posibilidades de inversión que le ofrezca el mercado: cuáles son los rubros más atractivos, cuáles son los que prometen un mayor rendimiento a menor costo y riesgo a largo o corto plazo, etc. Una vez colocadas y negociadas las acciones y demás valores bursátiles en bolsa, el inversionista esperará a ver los frutos de su arriesgada incursión en el volátil mundo del mercado de valores, dependiendo de los instrumentos en que invirtió y del tipo de inversionista que sea: privado, estatal; a título personal o dentro de un grupo de inversionistas que se hayan aglutinado para conformar un fondo mutuo, por ejemplo.

Es por ello que, con el fin de proteger tanto al inversionista como al accionista, la regulación por parte de los entes fiscalizadores del mercado de valores debe enfatizar y ser más enérgica sobre la transparencia de la información corporativa: haciendo cumplir los mecanismos existentes en materia de la información presentada a los inversionistas por los emisores; de la veracidad y exactitud de los estados financieros presentados por éstos ante las organizaciones autorreguladas y el ente supervisor; y de políticas de mejoramiento y transparencia de la gestión administrativa de las empresas registradas tales como el gobierno corporativo.

El Inversionista y el Mercado de Valores

Desde su concepción hace cuatro siglos, cuando el primer mercado de valores moderno fue el establecido en el año 1531 en la ciudad belga de Amberes, la piedra angular de todas las negociaciones y comercio que tiene su centro en los valores han sido aquellas personas que arriesgaban su peculio y su futuro en las primeras transacciones bursátiles que recoge la historia.

En efecto, desde que estos mercados fueron abiertos a aquellos con el suficiente capital (personal o combinado entre varias personas) para invertir en valores, el inversionista típico era y es aquél quien desea asegurar su futuro: tener el dinero suficiente para satisfacer sus necesidades básicas: pagar una casa, para dar educación a sus hijos, mejor

atención médica… y por supuesto, también para aquellos que sencillamente querían y quieren aumentar sus fortunas.

El inversionista actualmente es aquel agente económico que a través de la compra o venta de diferentes instrumentos financieros (valores) tiene el propósito de obtener los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir. Aquí podemos encontrar a personas naturales y jurídicas tanto panameñas como extranjeras; el Estado panameño; las llamadas sociedades de inversión; los inversionistas institucionales y por último las instituciones financieras. Todas estas personas son accionistas e inversores a la vez, y todos ellos entran en la actividad de bolsa con el interés de, como ya hemos dicho, obtener de sus inversiones los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir.

Con respecto a esta clasificación que hemos hecho, surge una pregunta: ¿Quién es el inversionista que hay que proteger? Mucho se habla de los accionistas minoritarios, y de la protección que estos reciben en calidad de tal frente a los accionistas mayoritarios o dominantes. Históricamente, los accionistas que poseen la mayor cantidad de acciones de una empresa también tienen acceso a una mejor información sobre el valor de éstas y las circunstancias que influyen en dicho valor, ventaja estratégica que no posee el pequeño inversionista. Esto se da sobre todo dentro de las compañías consideradas como familiares, donde los miembros más importantes de la Junta Directiva y los tenedores de la mayoría de las acciones con voto pertenecen al mismo tronco familiar (un ejemplo de ello son la Parmalat y la FIAT en Italia); igualmente, al tener el control de la empresa, tiene el control de la propiedad de la misma, ya sea en acciones, ya sea en otros bienes. Muchas empresas familiares no listan en Bolsa ni tienen sus valores registrados ni están registrados como emisores en el ente supervisor en materia bursátil. Por otro lado, hay personas que, aun siendo poseedoras de grandes paquetes de acciones de una determinada compañía, haciéndolos propietarios de acciones mayoritarios tienen muy en claro el riesgo económico de las transacciones en Bolsa, de los altibajos que sufre el valor adscrito a sus acciones, y por lo tanto desean que estas negociaciones se hagan en un ambiente de *fair play* (juego limpio).

Pero estos accionistas mayoritarios no son todos empresarios codiciosos interesados únicamente por su propio beneficio, si se quiere ver así. También los inversionistas institucionales tales como los bancos, entidades financieras, fondos de pensiones, son personas jurídicas quienes muchas veces representan un interés colectivo de terceros de lucrar con la negociación de valores en Bolsa. Y muchos de ellos son nombres reconocidos (*household names*), entidades nacionales e internacionales de mucho prestigio que cuando deciden arriesgarse en el volátil mundo bursátil quieren hacerlo con un gran margen de seguridad tanto económica como jurídica, con el fin de recuperar la inversión para sus clientes.

Pero el inversionista también tiene otra faceta: aquél que lo es dentro de una estructura corporativa, es decir, dentro de una empresa comercial o sociedad de inversión. Es aquel que posee acciones e instrumentos que le proporcionan un beneficio económico de forma periódica en proporción a su inversión o aportación al capital social de la o las empresas en donde ha realizado su inversión. Por lo tanto, este inversionista tiene un sumo interés en que los negocios de la empresa sean manejados de forma responsable y transparente que garantice no solamente su normal giro de negocios sino también el éxito comercial de la misma.

Pero, ¿cómo lograr la protección del inversionista? ¿Qué principio debe ser el que rija a los organismos reguladores y a las organizaciones supervisadas por éstos? ¿Cómo garantizar el éxito de estas medidas? Para contestar esta pregunta dividimos la respuesta en dos puntos focales: la transparencia y las normas que la encuadran a través de entidades reguladoras.

Transparencia: la verdad por delante.

Desde que una persona demuestra interés de invertir en valores, comenzará a investigar sobre las posibilidades de inversión que le ofrezca el mercado: cuáles son los rubros más atractivos, cuáles son los que prometen un mayor rendimiento a menor costo y riesgo a largo o corto plazo, etc. Una vez sopesada la información recabada, entonces comenzará su carrera como inversionista.

Aun sin saberlo conscientemente, la persona que quiere invertir desea que sus transacciones sean regidas por tres principios, enunciados por el peruano Roberto Carlos Escalante Fachin (1): la seguridad, la liquidez y la transparencia. En la seguridad, el inversionista busca un mercado bursátil en el cual sus inversiones sean adecuadamente protegidas con la debida seguridad jurídica proporcionada por un conjunto de reglas preestablecidas; en la liquidez, un mercado que permita la compra y venta de valores en forma rápida y a precios determinados de acuerdo a la oferta y demanda y en la transparencia, los inversionistas deben contar en forma oportuna y veraz con información referente no sólo a los valores cotizados y transados en el mercado sino también a las empresas emisoras a través de las diversas publicaciones y sistemas de información para poder contar con los elementos necesarios para tomar adecuadamente sus decisiones de inversión.

¿Qué busca la transparencia? O mejor dicho, ¿por qué la información bursátil debe ser transparente para el inversionista? En la comunicación anteriormente citada del *Securities*

1 ESCALANTE FACHIN, Roberto Carlos. La Bolsa de Valores. Universidad Nacional de Ucayali, Perú, 2000. http://www.monografias.com/trabajos5/bols/bols.shtml

and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos esta organización reguladora del mercado de valores establece claramente cuál es su misión: que "todos los inversionistas, grandes instituciones o individuos, deberán tener acceso a ciertos hechos concretos básicos acerca de sus inversiones, antes de hacerlas" (1). Más adelante, el SEC considera que para lograr esto, esta institución debe exigir a las empresas con valores bursátiles negociables "revelar al público toda la información financiera pertinente a su disposición, como banco común de información para que los inversionistas puedan juzgar y decidir por sí mismos si la inversión en los títulos y obligaciones de determinadas empresas constituyen una buena inversión. Sólo a través de un flujo regular y oportuno de información completa y precisa, podrán los inversionistas tomar las mejores decisiones".

En estas palabras se revela toda la enorme importancia que tiene la transparencia como elemento de la supervisión y fiscalización que ejerce una entidad reguladora como el SEC sobre los emisores sujetos a ésta.

Y en esta búsqueda de información que le ayudará a elegir de acuerdo a sus intereses particulares por lo general se asesorará con una persona natural o jurídica que se especializará en materia bursátil. Por supuesto, es un tanto utópico pensar que todos los inversionistas, sean personas naturales o corporaciones, privados o estatales van a tener ese caudal de conocimientos necesarios para poder negociar valores bursátiles –sin hablar de los conocimientos obtenidos de la diaria experiencia que tienen por lo general los agentes de bolsa. Es por ello que los organismos de regulación y fiscalización en materia de valores establecen reglas destinadas a que la actuación de estos agentes especializados en la negociación bursátil sea lo más profesional y transparente posible, con el fin de que la asesoría brindada por éstos refleje no solamente sus principios ético-profesionales sino, más importante aún, un alto grado de confianza en la información proporcionada que tenga como resultado la inversión sostenida, fluida y continuada en valores de bolsa a través del tiempo.

¿Qué ha sucedido cuando estos agentes de bolsa no han realizado su labor de forma transparente? Un claro ejemplo de ello fue el escándalo provocado por Henry Blodget, jefe de analistas de valores de Internet en la célebre firma Merrill Lynch, cuando, tras haberse hecho pública su correspondencia interna en la cual reconocía que valores que dicha firma recomendaba públicamente a inversionistas realmente no tenían ningún valor, fue demandado por la Sociedad Nacional de Agentes de Bolsa (NASD) (2). Como

1 The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors and Maintains Market Integrity. Publicado el 11 de junio de 2004 en http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml .
2 GASPARINO, Charles: NASD Prepares to Take Action Against Henry Blodget. The Wall Street Journal, 3 de enero de 2003.

resultado de esta demanda y la posterior investigación por el SEC a Blodget le fue prohibido de por vida el negociar con valores. (1).

Dentro de la transparencia, los accionistas e inversores deben saber que no solamente tienen el derecho de tener acceso a la información sobre el status de la empresa, sino también el derecho de exigírsela a los directivos de la misma. En esto, no solamente el inversionista debe recurrir al cumplimiento de los estatutos y reglamentos internos con el fin de que esto suceda. Las entidades fiscalizadoras, cumpliendo con sus objetivos de supervisión, emiten normas que prescriben claramente el modo, tiempo y lugar en el cual los emisores deberán informar a los inversionistas de todos los aspectos relevantes de una compañía, tales como la información que debe llevar el prospecto previo al lanzar una OPA; de cómo deben éstos presentar la información requerida al ente supervisor (los estados financieros); y la más reciente, la información sobre la adopción por parte del emisor registrado, en las solicitudes de registro y de terminación de registro y en los informes de actualización ante la Comisión Nacional de Valores, de las normas de gobierno corporativo (Acuerdo No.12-2003 de 2003). Pues bien, es importante y necesario educar al inversor acerca de estos deberes que tienen los emisores registrados que a su vez constituye el derecho que tiene el accionista o inversionista a la información. Una muestra de esto lo encontramos en un reciente artículo del Financial Times sobre la disputa de los accionistas de la trasnacional petrolera Royal Dutch Shell con la Junta Directiva de esta empresa sobre la revisión que se está haciendo de la administración en relación con sus últimos problemas corporativos y de gerencia: en este caso, son accionistas mayoritarios los que piden saber cuáles son los directivos a quienes se está investigando, qué parámetros se están usando para hacer la revisión y a quién le reportarán sus hallazgos. A estos accionistas no se les proporcionó la información y ahora quieren llevar el problema a la opinión pública (2). Otro artículo de la misma publicación comienza diciendo: "¿Cuál es el punto de tener reuniones con los accionistas acerca del gobierno corporativo si no hay una discusión libre y sincera sobre las alternativas?" (3).

Creemos que este ejemplo ilustra la importancia de no sólo la exactitud y veracidad de la información concerniente a todos los aspectos de una compañía que es vital para los intereses de los inversionistas presentes y futuros de una empresa, sino también de la transparencia de la información respecto de los manejos y administración de la misma. Sin

1 The Securities and Exchange Commission, NASD and the New York Stock Exchange Permanently Bar Henry Blodget From the Securities Industry and Require $4 Million Payment. Nota de Prensa del SEC, 28 de abril de 2003.

2 TUCKER, Sundeep: Investors press Shell to name executives under review, Financial Times, 15 de junio de 2004

3 FULLER, Jane: Dialogue of the deaf, Financial Times, 15 de junio de 2004

los conocimientos ciertos y sólidos productos de una información oportuna, actualizada, detallada y veraz, no sólo de todos los aspectos económicos de una empresa sino de su gestión y manejo, los inversionistas y los accionistas solamente devendrán en ser simples suministradores de capital sin verdadera voz ni voto en los asuntos corporativos de la empresa.

A nivel corporativo, la transparencia es vital y crucial para que los objetivos del o de los inversionistas sean alcanzados. A primera vista, el observador no entrenado podría pensar que entre los valores bursátiles y una Junta Directiva de una empresa hay tan solo un nexo económico derivado del giro normal de la empresa y del registro de dichos valores en bolsa o en una entidad supervisora. Pero así como hay un resultado económico producto de las decisiones tomadas en las Juntas Directivas y de Asambleas Generales de Accionistas de una corporación, hay también un efecto bursátil producto de estas acciones y decisiones. Por ello, la transparencia no es un principio que sólo debe pesar como un sambenito sobre los agentes bursátiles y las casas de bolsa. Hay otra forma de lograr la transparencia dentro de una empresa, como medio de protección de los inversionistas. Nos referimos a las llamadas prácticas de buen gobierno o gobierno corporativo.

El Gobierno Corporativo como protección del inversionista

Parafraseando a nuestra Constitución Política, en una corporación existen varios órganos independientes –la Junta Directiva, las Asambleas de Accionistas- que separadamente actúan "en armónica colaboración". Pero cuando se dan controversias, desavenencias, diferendos y todo tipo de conflictos entre las gerencias, las Junta Directivas y los accionistas, éstos pueden provocar – como suele suceder- que los mandos y la administración de una compañía tomen las decisiones equivocadas con respecto a las operaciones y a la estrategia que tienen como lógico resultado errores y pérdidas económicas que son sufridos tanto por los accionistas minoritarios como por los accionistas mayoritarios. Y no solamente hay peligro en las decisiones erróneas; la gerencia o la Junta Directiva pueden cometer otro tipo de error mucho más grave: el transgredir la ley y las normas de la empresa o sociedad con el fin de enriquecerse ilícitamente utilizando los activos de la compañía o en algunos casos simplemente robándolos mediante fraude y otros delitos.

Con respecto a este último planteamiento, debemos añadir que en el sistema corporativo latinoamericano la propiedad tiende a estar altamente concentrada en pocas familias o grupos empresariales; es más, el 66% de los participantes en una encuesta realizada por la revista América Económica en el año 2002 a ejecutivos de América Latina mencionaron que la concentración de la propiedad en grandes grupos económicos familiares entorpece la gestión, da pie a excesos y arbitrariedades, por no hablar de los lazos entre los intereses

empresariales y los gobiernos, el llamado "capitalismo colaborador" (1). Frente a este panorama político-económico, ¿cuál puede ser la solución para el accionista o accionistas que no es mayoritario ni por lazos familiares ni empresariales? ¿Hay alguna vía para detener o prever estos "excesos y arbitrariedades"? En un ambiente empresarial de semejantes características, ¿podríamos esperar que exista la debida transparencia en relación al manejo de las actividades corporativas? La respuesta –o parte de ella- ha sido, al parecer, encontrada en la figura del gobierno corporativo.

Las llamadas prácticas de buen gobierno o de gobierno corporativo, son definidas por el ordinal 1 del artículo 2 del Acuerdo No. 12-2003 de 2003 de la Comisión Nacional de Valores como "la distribución de derechos y responsabilidades entre los distintos participantes de una organización corporativa, tales como la Junta Directiva, Accionistas, entre otros". Sigue diciendo esta definición que gobierno corporativo también es el "Conjunto de normas que define las reglas y procedimientos a observar para la toma de decisiones de asuntos corporativos, y que provee la estructura a través de la cual los objetivos de la sociedad son establecidos, así como los mecanismos para la obtención de los objetivos establecidos y la correcta supervisión del cumplimiento de los mismos".

En suma, el gobierno corporativo delimita dentro de una corporación los derechos y sobre todo las responsabilidades de todos los miembros de la misma, especialmente de los participantes en la toma de decisiones, y la forma en que se verifique que estas responsabilidades son cumplidas en la forma prescrita en los estatutos internos y de acuerdo a las normas legales que rigen la materia.

¿Por qué son tan importantes para el accionista de una empresa o corporación? En primer lugar, le da al accionista la seguridad de que las decisiones que se han de tomar a un nivel estratégico y operacional van a ser transparentes y legales; a través de los instrumentos de supervisión interna como lo son los comités de auditoría y los comités de cumplimiento y administración de riesgos, se evitan los engaños contables y los conflictos de intereses con relación a auditores, analistas, bancos de inversión, etc. Es importante además en el plano bancario y financiero porque el buen gobierno de las empresas es un pilar fundamental de la confianza de los inversores y, por tanto, juega un papel muy importante en el coste y en la obtención de financiación para los proyectos de inversión de las empresas y, a largo plazo, en el crecimiento y bienestar de la sociedad (2).

1 CONTRERAS, Arturo Rodrigo: ¿Gobierno Corporativo en los Mercados Emergentes? El Diario de Hoy, El Salvador,1º de abril de 2003 / **http://www.elsalvador.com/noticias/2003/04/08/editorial/edito4.html**
2 GIL, Gonzalo: Encuentro sobre el Buen Gobierno en las Empresas, Conferencia dictada en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, Santander, 27 de junio de 2003

No podemos exagerar la importancia de la seguridad jurídica dimanante de una sólida estructura interna y externa empresarial en razón del cumplimiento de las normas legales vigentes en materia corporativa y de valores. En efecto, si nos salimos por un momento del ámbito bursátil del presente trabajo, la adopción y aplicación de estas normas por parte de los bancos a nivel mundial –aquí fueron adoptadas mediante el Acuerdo No.4-2001 del 2001 por la Superintendencia Bancaria- no solamente ha elevado los niveles de transparencia de la actividad de los bancos sino que, inclusive, existen bancos que para dar su consentimiento a préstamos de gran envergadura exigen que las empresas solicitantes tengan incorporados entre sus estatutos las normas de gobierno corporativo (1).

La transparencia de las decisiones tomadas por la administración de una empresa (Junta Directiva), debe, por el bien de los accionistas e inversionistas y de la buena marcha de los negocios, alcanzar los niveles de necesidad básica. De las decisiones y acuerdos que tomen los miembros de los organismos rectores de las empresas depende el funcionamiento de éstas tanto a nivel operacional como estratégico. Como ya habíamos expresado, estos organismos de dirección deben tener delimitados sus deberes y sus responsabilidades para con los accionistas y los inversionistas y aun con los terceros, como fue evidenciado en la reciente publicación de grabaciones hechas a agentes bursátiles de Enron en las cuales con increíble cinismo describían cómo su empresa manipuló en formas no muy legales el mercado energético de California (2). Porque si algo sale mal, si hay un problema que desemboque en una calamidad financiera y económica, entonces alguien debe ser el responsable. En los recientes escándalos financieros –nacionales e internacionales- se pudo apreciar por las declaraciones de los encausados que nadie era responsable de nada, ni mucho menos culpable de trasgresión alguna a los estatutos internos de la empresa o a las normas vigentes. En resumen, no hay lo que se llama *accountability*, o sea la responsabilidad personal de aquél o aquellos que tomaron las decisiones. Y surge entonces la pregunta: ¿Se atrevería un inversionista, sobre todo un inversionista institucional, y después de todos los escándalos financieros que se han dado desde el affaire Enron a arriesgarse con una corporación en la cual las responsabilidades de su Junta Directiva no estén claramente delineadas y establecidas mediante un estatuto de gobierno corporativo vigente, y que dichas normas no estén reforzadas por la supervisión de un ente fiscalizador de valores?

La protección del inversionista comienza desde adentro de la estructura corporativa, y después de la supervisión de las Juntas Directivas, la supervisión interna a través de los comités de auditoría es la segunda en importancia. Ante el fallo generalizado de la autorregulación y supervisión –tanto interna como externa- en empresas tales como

1 COHEN, Moisés: Normas y Pautas de Gobierno Corporativo en Bancos y Empresas. Conferencia dictada en la Facultad de Derecho de la Universidad de Panamá, 20 de noviembre de 2003

2 Enron's Awesome Cynicism. Editorial del New York Times, 6 de junio de 2004

Enron, hubo un replanteamiento de las responsabilidades de los comités de auditoría internos y de los auditores externos independientes a través de las distintas jurisdicciones de valores. Tal como expresara Roel Campos, comisionado del SEC, una de las lecciones que esta entidad reguladora aprendió de los escándalos financieros en los Estados Unidos fue que ellos entendieron "… que la transparencia en el trabajo que hacían los auditores fue deficiente, tuvimos que restaurar la exactitud y la confianza de los informes financieros" (1).

En América Latina, el impacto de los colapsos financieros estadounidenses y europeos ha calado tan hondo que, como dijo el especialista de mercados bursátiles del Internacional Finance Corporation (IFC) Mike Lubrano, "Las prácticas han ido cambiando en muchas de las empresas de la región. Hace tres años, prácticamente ninguna empresa brasileña tenía un comité de auditoría. Ahora muchas lo tienen. Una serie de empresas mexicanas han suscrito el Código Mexicano de Prácticas Óptimas y todas las empresas inscritas en bolsa están obligadas a informar acerca de su cumplimiento en el informe anual. Las empresas colombianas que quieren que sus papeles negociables puedan ser adquiridos por los fondos de pensiones deben informar públicamente acerca de sus prácticas de gobierno corporativo en el área de protección de los derechos de los accionistas, prácticas de la Junta Directiva, transparencia y publicación de la información. Muchas empresas han utilizado los nuevos requerimientos para mejorar sus prácticas y comunicarles la calidad de su gerencia a los mercados financieros, distinguiéndose así de empresas menos transparentes y evitando el "descuento de gestión" (2).

Pero el proteger al inversionista a través del gobierno corporativo no es patrimonio exclusivo de las empresas registradas o de las organizaciones autorreguladas. La principal protección debe ser brindada por medio de normas legales emitidas por una entidad fiscalizadora y supervisora. Al respecto, recordemos que en materia de valores la Comisión de Valores de los Estados Unidos fue creada en 1933 debido al *crack* financiero de Wall Street en 1929, con el fin de no sólo regular los valores sino también de evitar los abusos financieros y especulaciones que se daban hasta ese momento, y de quienes fueron víctimas muchos estadounidenses inocentes e ignorantes sobre todo lo relacionado a la Bolsa.

Así pues, la participación del Estado a través de una entidad fiscalizadora de la negociación bursátil, como garante de seguridad jurídica de dichos negocios o transacciones, reviste una gran importancia. Prueba de ello es que a nivel regional, seis países latinoamericanos (México, Perú, Colombia, Chile, Venezuela y Argentina) crearon

1 DELGADO, Tilcia Elena: Luego de los Escándalos, Suplemento Martes Financiero, La Prensa, 27 de abril de 2004

2 El Gobierno Corporativo. Entrevista con Mike Lubrano, Revista Poder, 23 de diciembre de 2002 / http://www.revistapoder.com/NR/exeres/83C27C93-24C7-455D-8162-532FD19BC620.htm

el Instituto Latinoamericano de Gobierno Corporativo, el cual tiene como finalidad principal entrenar a las empresas de los países miembros y fomentar los procesos de Gobierno Corporativo. Estos países, tal como lo expresara Alvaro Clark, Superintendente de Valores y Seguros de Chile, han apostado por mostrar que los mercados bursátiles latinoamericanos son dignos de confianza: "Lo que más aporta en términos de confianza, en mi opinión, es que dentro del propio marco regulatorio se incluyan aspectos del gobierno corporativo que hoy en día son ampliamente consensuados internacionalmente… Si uno mira la evolución de este tema en el mundo, en general lo avances más importantes se han dado en el plano legal más que en el área de la autorregulación. En lo personal, creo más en lo primero que en lo segundo" (1). Por cierto, Panamá ha sido invitada a formar parte de este Instituto.

Nosotros concordamos con la opinión del Superintendente Clark, y mucho más a la luz de los escándalos contables que sucedieron en los Estados Unidos que tuvieron una relación indivisible con los financieros. Prueba de ello es la creación por parte del gobierno de los EE UU, mediante la Ley Sarbanes-Oxley, de la PCAOB (*Public Company Accounting Oversight Board*), oficina de regulación de las auditorías independientes en ese país luego de que fuera más que patente el fracaso de las empresas contables de autorregularse (como lo venían haciendo desde 1978).

Después de todo, como dijo el comisionado presidente de la CNV, Carlos Barsallo, la información que debe proporcionar una empresa registrada sobre la adopción de normas de gobierno corporativo "es una información a que tienen derecho los inversionistas a la hora de comprar o vender un valor" (2).

Crítica a la protección del inversionista en Panamá

Ya hemos constatado la importancia del rol del Estado en su protección tanto al accionista como al inversionista, pequeño o grande, a través de la promulgación de las normas de gobierno corporativo. A través de sus normas, el Estado garantiza que pueda verificarse el retorno de la inversión de los accionistas; se establecen estructuras que incentivan a la administración de la corporación a mejorar su forma o método de llevar a cabo los negocios; responsabiliza a la gerencia y a la Junta Directiva de la empresa o sociedad por sus acciones y decisiones.

En Panamá, cuando después de dos años de estudios y consultas, la mayoría de las empresas listadas en la Bolsa se negaban a adoptar las normas de gobierno corporativo, la

1 HUMANES, Miguel: "Para lograr la transparencia en las empresas, creo más en el marco legal que en la autorregulación", Revista América Económica, No.3, 22 de noviembre de 2002
2 GONZALEZ APOLAYO, Gisela: En Recta Final Acuerdo de Gobierno Corporativo, El Panamá América, 17 de octubre de 2003

Comisión Nacional de Valores finalmente aprobó el 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. Pues bien, de acuerdo con el artículo 3 del Acuerdo No.12-2003, los objetivos de dicha norma son en resumen las siguientes: procurar el equilibrio, transparencia y la debida representación de todos los grupos de accionistas en el poder de dirección, control y gestión de las sociedades, así como de la pronta y completa divulgación de información de importancia para todos los grupos de accionistas.

Estos objetivos y los demás enumerados en el referido artículo 3 del mencionado Acuerdo están cónsonos no sólo con la finalidad general de la Comisión de regular el mercado de valores sino con los principios internacionalmente aceptados del gobierno corporativo. Pero al parecer, hay un pequeño problema: las normas sobre gobierno corporativo no son obligatorias para los emisores, debido a que el Decreto Ley No. 1 de 1999 no le otorga a la CNV la potestad de hacer que esta importantísima norma sea de forzoso cumplimiento para todos los elementos registrados. Los principales empresarios y grupos económicos del país denunciaron que la obligatoriedad que se le quería dar a este acuerdo era inconstitucional y que la Comisión Nacional de Valores excedía sus facultades (1).

¿Cuál es nuestra posición? El mismo título de la norma lo dice todo: "se recomiendan…". Entonces, ¿cuál es el verdadero valor, tanto moral como jurídico, de esta norma frente a las necesidades de transparencia exigidas por el mercado para que la negociación de valores pueda llevarse a cabo sin la debida seguridad jurídica? Sólo habría de imaginarse si todas las normas que tuviesen la misma importancia en materia de valores – la oferta pública de acciones, por ejemplo- fuesen solamente "sugeridas", "recomendadas" y no de obligatorio acatamiento, tal como sí sucede con la norma que regula el mismo tema de la Superintendencia de Bancos (Acuerdo 4-2001 del 2001).

Es por ello que como herramienta de protección al inversionista, tanto el pequeño como el grande, institucional, privado o público, este Acuerdo, si bien tiene un número de normas que, bien aplicadas y desarrolladas, garantiza que los inversionistas tendrán un mínimo de protección de parte de la ley, debe verse como apenas el primer paso dentro de la adopción de sistemas que puedan, dentro de lo posible y lo legal, darle al inversionista, ya sea una persona o una sociedad de inversión, ya sea nacional o extranjero, la debida protección a sus intereses, salvaguardándolos con una regulación que permita la transparencia corporativa y la libertad de información con respecto a todos los aspectos del manejo de una empresa y sus valores.

1 SOLANO C., Melitza C: CNV Burla Recomendaciones de Emisores, El Panamá América, 15 de noviembre de 2003

Conclusión.

Remitiéndonos a las palabras del SEC al comienzo de este trabajo, el inversionista bien protegido es aquel bien informado. Y, como hemos establecido en este trabajo, esa información, ese conocimiento puede llegar a través de dos vías: la transparencia de la información suministrada por los emisores dentro del mercado de valores y por medio de las prácticas de buen gobierno corporativo.

Y no sólo debemos referirnos a los emisores. Debemos señalar que, aunque al referirnos al mercado de valores muchas veces pensamos solamente en compañías registradas en los entes fiscalizadores del mercado, hay que hacer la acotación de que existen compañías no registradas que negocian valores. Y en esas compañías, por lo general de tamaño medio, la necesidad de poseer información de primera mano, actualizada y veraz sobre la situación de su empresa es tan grande y auténtica como la que cualquier sociedad tenedora de acciones de una gran trasnacional. Por lo tanto, en este sentido, no hay que esperar que haya una OPA para que los derechos de un accionista o inversionista sean protegidos. Y esas empresas también pueden utilizar las normas de gobierno corporativo para mejorar su administración y gestión, siendo responsables frente a sus accionistas y ante los inversores también.

En estos momentos en que los mercados se están recuperando de los escándalos financieros nacionales e internacionales, la sociedad o corporación actual debe tener un ámbito autorregulatorio que le permita que ésta pueda manejar sus negocios, tomar sus decisiones con total transparencia y seriedad de manera tal que no solo pueda gozar de la confianza de sus accionistas sino también de los presentes y posibles inversores, nacionales o extranjeros.

Queremos terminar citando las palabras de la colombiana Paola Gutiérrez V. sobre la necesidad de protección al inversionista:

"El Buen Gobierno Corporativo entendido como la Carta de Navegación de las sociedades resulta ser un vehículo idóneo para inyectar dinamismo a los mercados de capitales de las economías emergentes, promover fuentes alternativas de financiación para la actividad productiva y para afrontar exitosamente los retos de la globalización, especialmente en lo relativo a la integración de los mercados financieros. Por las mismas particularidades de las naciones en vías de desarrollo, es importante elaborar una estrategia para introducir con éxito los conceptos de protección a los inversionistas, revelación de información,

profesionalización de las juntas directivas y la relación de las compañías con los grupos de interés o "*stakeholder*" (1).

1 GUTIERREZ V., Paola: ¿Cómo ven los inversionistas las prácticas empresariales de los países latinoamericanos? Proyecto de Gobierno Corporativo de la Confederación Colombiana de Cámaras de Comercio (Confecámaras), Diciembre de 2003.

LAS NORMAS DE CONDUCTA Y LOS CLIENTES EN LAS CASAS DE VALORES

Por: Rosaura González Marcos-*MBA*
Directora Nacional de Fiscalización y Auditoria.
Comisión Nacional de Valores

Las operaciones de las Casas de Valores que han obtenido Licencia para ejercer su actividad en o desde la República de Panamá, son reguladas por el Decreto Ley 1 de 1999, en el Título III , Capítulo II y desarrollado en diversos Acuerdos reglamentarios.

Dentro de ese contexto su regulador la Comisión Nacional de Valores está facultada expresamente por el numeral 4 del Decreto Ley 1 de 1999, para establecer reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deben seguir las casas de valores cuya violación puede generar sanciones.

Dando cumplimiento a su rol de fomentar y fortalecer el mercado de valores, la Comisión Nacional de Valores aprobó mediante el **Acuerdo 5 de 2003, las normas de conducta, registro de operaciones e información de tarifas que deben regir en sus actos a las casas de valores (modificado mediante el Acuerdo 4 de 1 de junio de 2004, en los artículos 3,19 y 20).** El desarrollo de las mencionadas normas de conducta deviene de todo un proceso de consulta pública al que sometió el texto, procedimiento que positivamente rige en la adopción de las normas reglamentarias que deben emitirse por el regulador al tenor del Título XV del Decreto Ley 1 de 1999.

El contenido del Acuerdo 5 de 2003, abarca las normas que deben cumplirse en la adopción de los Códigos de Conducta, es decir los requisitos mínimos y forma de adopción; el tema de los registros obligatorios aplicables al manejo de órdenes, así como las relaciones con los clientes (verbigracia: estados de cuenta, información de confirmaciones, traspasos etc); la regulación mínima sobre los Contratos con los clientes procedimiento para llevar y mantener los registros y demás documentos, así como reglas aplicables al manejo de las cuentas de inversión obligación que específicamente deviene del texto fundamental contenido en el artículo 37 del Decreto Ley 1 de 1999, cuyo texto indica: "***Las casas de valores mantendrán los valores y los dineros de los clientes en cuentas de inversión de conformidad con las disposiciones que dicte la Comisión*".**Finalmente, en el mencionado Acuerdo 5 de 2003, se desarrolla el importante tema de las tarifas: la publicidad, régimen y aplicación, folletos de tarifas.

Es importante destacar que hasta la aprobación del Acuerdo 5 de 2003, solo eran aplicables ciertos artículos del Decreto Ley 1 de 1999, que regulaban la materia de forma general como el 37 arriba citado, el 38 sobre Reserva de la Información, el 39 sobre Normas éticas y posibles Conflictos de Interés y las contempladas en los artículos 40 a 42 sobre determinadas practicas cuya violación se constituye en actos contrarios a la industria

bursátil, tales como el deber de recomendación adecuada, transacciones excesivas sin atender al perfil y necesidades el inversionista entre otros).

El Acuerdo 5 de 2003, publicado en la Gaceta Oficial 24,836 de 3 de julio de 2003, otorga un periodo de gracia de un año para la entrada en vigencia del Acuerdo, es decir entra a regir el 3 de julio de de 2004. Este constituye un plazo amplio de adecuación para los sujetos regulados de manera que aquellos que omitían en sus operaciones algunos de los nuevos estándares pudiesen hacer los ajustes necesarios para dar cumplimiento a los nuevos requerimientos allí plasmados.

Describiremos a continuación los aspectos más relevantes que desarrolla el Acuerdo 5 de 2003, en materia de normas de conducta, éticas, manejo de cuentas de inversión, información a los clientes y debida diligencia por parte del regulado en la prevención del delito de blanqueo de capitales.

I- CODIGOS DE CONDUCTA.

De conformidad con lo establecido en el artículo 2 del Acuerdo 5 de 2003, deben cumplir en el ejercicio de sus funciones propias de casa de valores al ***modelo de Código General de Conducta*** que se adjunta como Anexo al presente Acuerdo, con el objetivo principal de dar un trato justo al cliente, evitar situaciones de conflictos de interés y contribuir a la transparencia en el mercado de valores.

El artículo 2 mencionado da la opción de que la casa de valores elabore un Código Propio o se adhiera al emitido por una Organización Autorregulada o de una Asociación Bursátil de una jurisdicción reconocida por la Comisión Nacional de Valores, de la que sea miembro.
Dentro de los requisitos mínimos a cumplirse por las casas de valores, en su Código de Conducta deben prevalecer los siguientes aspectos:

- **Imparcialidad y Buena fe**
  Se fundamenta en el principio del manejo en sus operaciones de una conducta imparcial y de no anteponer los intereses propios a los de sus clientes, para lo cual deben evitar entre otras cosas: provocar evolución artificial de las cotizaciones, ofrecer ventajas, incentivos, compensaciones o indemnizaciones a " clientes relevantes" cuando supone perjuicio a otros clientes o atenta a la transparencia del mercado; no debe inducir a un cliente a ejecutar una transacción solo con el ánimo de obtener un beneficio (generar más comisiones); evitar reglaos o incentivos directos o indirectos con la finalidad de influir en las operaciones del cliente.
  En resumen, se contempla la obligación de mantener una conducta vertical en el manejo de las cuentas de los clientes con énfasis en las situaciones en que la casa de valores también tiene posiciones propias, así como la conducta (prohibida) de incurrir en transacciones excesivas con el único objeto de generar más ganancias.

- **Recomendación Adecuada**
  Lo esencial en este punto es que la casa de valores y sus corredores cumplan con el deber de conocer el perfil del cliente y sus necesidades de inversión al recomendarle que compre o venda o mantenga una inversión, salvo en los casos de órdenes no solicitadas; las que provengan de reportes informativos que en forma general recomienden la compra o venta de un valor o cuando el cliente no da la información suficiente para determinar que una concreta recomendación es adecuada o no; y cuando el cliente conozca en detalle la información referente a la operación financiera o que en cualquier caso haga ésta manifestación.

- **Cuidado y Diligencia**
  Este aspecto se deriva de la norma expresa contenida en el artículo 37 del Decreto Ley 1 de 1999, que establece como responsabilidad en el manejo de las cuentas de los clientes por parte de la casa de valores y corredores de valores la diligencia y cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios. Así las cosas, es deber de la casa de valores establecer normas encaminadas al estricto respeto y cumplimiento de las instrucciones de los clientes, requerimientos de informes o verificaciones en sus estados de cuenta, poderes otorgados para el otorgamiento de instrucciones válidas en las transacciones, así como en el manejo y custodia de los documentos.

- **Medios y Capacidades**
  Se regula en este aspecto los requisitos mínimos que han de cumplir las casas de valores en materia de: procedimientos administrativos y contables necesarios para el adecuado control de sus actividades y de sus riesgos, de la seguridad y salvaguarda de sus medios informáticos; la prohibición de no aceptar órdenes de clientes si no disponen de los recursos y medios adecuados para su transmisión adecuada ajustando todos estas exigencias al igual estándar si abren sucursales.

- **Información sobre la clientela.**

Se desarrolla aquí lo correspondiente a la política Conozca a su cliente. La presente obligación no se limita a la obligación vigente de toda casa de valores al tenor de la Ley 42 de 2000, y Acuerdo 4 de 2001, sobre la prevención del delito de blanqueo de capitales sino que es comprensiva de éstos aspectos de cumplimiento y de la información necesaria para determinar el perfil del cliente, sus necesidades de inversión, experiencia inversora. A su vez las normas de conducta deben cumplir con lo establecido en el artículo 38 del Decreto Ley 1 de 1999, que consagra el **" deber de confidencialidad"** por parte de las casas de valores y sus corredores de toda información de los clientes, así como el establecimiento de los controles para este fin. Obviamente, esto sin perjuicio del derecho que la norma le

otorga para requerir información por la Comisión Nacional de Valores o medie orden de autoridad competente legalmente emitida.

- **Información a la clientela.**

A diferencia de lo anterior, en este aspecto el Código de Conducta deberá establecer los procedimientos que cumplirá la casa de valores en cuanto a la emisión de información cuyo destinatario es el cliente. Este es un derecho expreso que el artículo 36 del Decreto ley 1 de 1999, establece de forma llana e incluye: derecho a recibir los estados de cuenta, confirmaciones de transacciones, de tarifas, comisiones así como el medio utilizado para tener acceso a ver los Estados Financieros de la entidad respectiva.

Aunado a lo anterior, es preciso señalar que el texto modelo del Código de Conducta hace alusión directa al hecho de que la información que se emita al cliente debe ser clara, suficiente y entregada a tiempo, con énfasis en las operaciones que pos sus características propias sean más riesgosas que otras o denominadas de alto riesgo (por ejemplo: futuros).

- **Conflictos de Interés**

Los Códigos de Conducta deben desarrollar los procedimientos adecuados para evitar potenciales conflictos de interés entre clientes y si se dan establecer las medidas para resolverlos absteniéndose de revelar información de un cliente a otro, estableciendo normas de prorrateo o distribución de órdenes.

- **Negativa a Contratar y deberes de abstención.**

Dentro de este contexto se regula lo concerniente al deber de toda casa de valores de cumplir con las normas del Decreto Ley 1 de 1999 y sus Acuerdos. De esta forma no podrá contratar con intermediarios o quienes funjan como tales sin la debida autorización otorgada en legal forma. Se incluye en este punto, el derecho de que la casa de valores se abstenga de ejecutar alguna transacción por ejemplo que quede enmarcada en una actividad propia del delito de blanqueo de capitales.

II- ASPECTOS APLICABLES AL MANEJO DE CUENTAS DE INVERSIÓN Y CONTRATOS DE LOS CLIENTES.

A- De los registros obligatorios.

El Título II del Acuerdo 5 de 2003 (artículos 6 a10) desarrolla las normas de cumplimiento en materia de los registros que de forma sucinta enunciamos:

- *Exigir órdenes claras y precisas a los clientes.*
- *La grabación de las órdenes* ***previa autorización del cliente.***
- *Plazo mínimo de transmisión y ejecución de la orden: el mismo día de su recepción o a más tardar el día siguiente hábil.*
- *El deber de llevar un registro de órdenes cronológicamente, con un número correlativo, con los adjuntos que se relaciones con cada orden.*
- *En el caso que al entrar en vigencia el sistema de la casa de valores no se ajuste al procedimiento señalado deberá comunicar a la Comisión el método que utiliza para que sea evaluada y aprobado, eso si cumple con el estándar de garantizar una llevanza correcta de los registros.*
- *Los justificantes de órdenes deben ser conservadas en un archivo y al menos deben ajustarse a: original firmado por el cliente o por la persona autorizada, cinta de grabación cuando se utilice ese método, y el registro magnético.*
- *Toda entidad que acepte órdenes por vía telefónica (no escrita) deberán establecer los medios necesarios para la identificación de sus ordenantes.*
- *Todas las operaciones deberán ser clasificadas por corredor y en orden cronológico.*
- *El registro de operaciones debe llevarse por medios informáticos que a su vez debe tener su sustento.(en el justificante de órdenes).*
- *Deberá existir una correspondencia entre el archivo de las órdenes y el registro de las operaciones.*
- *Todo deberá estar disponible para la supervisión de la Comisión Nacional de Valores cuando lo estime necesario.*
- *Su incumplimiento genera una multa de doscientos balboas (B/.200.00).*

B- Contratos con Clientes.

En el Capítulo II del Acuerdo 5 de 2003, se desarrolla toda la normatividad aplicable a los contratos con los clientes y la fase previa a la contratación, es decir, la política Conozca a su Cliente.

De esta manera surgen con relevancia las obligaciones y pautas que esbozamos a continuación:

- Identificar a los clientes al tenor de las normas del Acuerdo 4 de 2001 (cuya legislación fuente es la Ley 42 de 2000 sobre la prevención del delito de blanqueo de capitales).
- Conservación de documentos por 5 años al tenor de lo dispuesto en la citada Ley 42 de 2000 y Acuerdo 4 de 2001.

- Obligatoriedad de entregar documento contractual: en las operaciones donde exista contrato tipo; en las que por su carácter singular no hayan sido incluidas en los folletos de tarifas; en las operaciones de compraventa con pacto de recompra y siempre que lo solicite el cliente.
- Es preciso que se le entregue al cliente junto con el contrato el correspondiente folleto de tarifas de comisiones y gastos.
- El documento contractual deberá contener como mínimo: las partes obligadas, las obligaciones que se contraen (casa de valores y cliente) así como los derechos; los conceptos y periodicidad de retribución, cláusulas de rescisión y modificación, de responsabilidad.

III- INFORMACIÓN A LOS CLIENTES SOBRE CONFLICTOS DE INTERÉS.

Constituye una obligación de las casas de valores informar a sus clientes sobre los conflictos de interés que surjan en el desarrollo de sus operaciones. Se establece la obligación de identificar en forma separada las informaciones que remitan por lo menos trimestralmente a los clientes sobre cuentas de inversión gestionadas, operaciones tales como: la inversión en valores emitidos por el gestor o entidades del grupo o en sociedades de inversión gestionadas por éste; operaciones entre clientes de una misma entidad, en cuyo caso se constituye en requisito que la operación no cause perjuicio para ninguno de ellos; así como información sobre las vinculaciones que tenga la casa de valores con las entidades emisoras respecto de las que se suministre información económica y financiera que puedan dar lugar a recomendaciones de inversión.

CONCLUSIONES

Las normas de conducta que entran en vigencia a principios mes de julio de 2004 y que deben prevalecer en las actuaciones no solo de las casas de valores, sino a los asesores de inversión, bolsa de valores y otros intermediarios, representan un avance palpable en el estándar de transparencia del mercado de valores de nuestro país y que es parte esencial de los principios que rigen desde hace muchos años en mercados más desarrollados.

Corresponde entonces no solo verificar la adopción de un Código de Conducta sino lo que es más importante la creación de una cultura organización de los intermediarios pro cumplimiento de las normas en la práctica así como establecer los mecanismos de conocimiento de tales normas y derechos a la información transparente y divulgación de conflictos de interés a los clientes, responsabilidad que no solo es del sujeto regulado sino del regulador en este caso la Comisión Nacional de Valores.

Lo expuesto en este artículo es responsabilidad personal de la autora no refleja necesariamente la posición de la Comisión Nacional de Valores.

MERCADO DE VALORES
CIFRAS PARA EL PRIMER SEMESTRE DE 2005

Jonathan Chang – OIA de la Dirección Nacional de Mercado de Valores y Fiscalización
Galina Chávez – OIA de la Dirección Nacional de Registro de Valores

Papeles del Estado

De acuerdo a los informes mensuales de transacciones de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. recibidos en la Comisión Nacional de Valores, el cierre de los siete primeros meses del presente año reflejan una negociación total de $435,6 millones en Papeles del Estado que en comparación a las cifras para el mismo periodo en el año 2004, por un $394,7 millones, refleja un aumento del 10.35%.

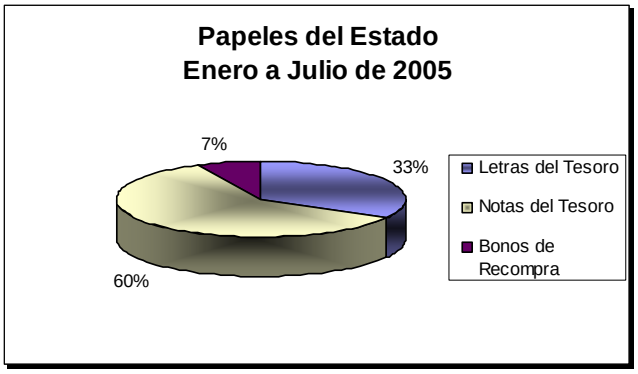
Entre los Papeles del Estado se destacan las Notas del Tesoro las cuales se impusieron tanto en el
Mercado Primario como en el Secundario al reportarse operaciones por un monto de $258,8 millones, reportando un aumento del 40.96% con relación al año 2004, cuyo total fue de $183,6 millones. Dicho aumento representó $75,2 millones más que en julio del año pasado.

En el Mercado Primario, las Notas del Tesoro reflejaron un significativo aumento del 78% representado por $215,7 millones, con respecto al año anterior que registraron un total de $121,1 millones, mientras que el mercado secundario mostró una disminución del 31.03%.

En cuanto a las Letras del Tesoro, el monto de operaciones a julio de 2005 es de $145, 7 millones, experimentando una disminución del 29.82% en relación con el año 2004, cuyo monto fue por el orden de $207,6 millones.

En lo que va del año 2005 las Letras del Tesoro reflejan en el mercado primario una disminución del 39.53%, mientras que el Mercado Secundario les ha dado mejor acogida, ya que las mismas han registrado operaciones de compra y venta por un total de $28,8 millones en el 2005 y $14,3 millones en el 2004 respectivamente, dando como resultado un incremento del 100.91%.

Por su parte, las negociaciones de Bonos de Recompra en el Mercado Secundario han tenido cierto movimiento hasta julio de 2005, mostrando un aumento de $31,1 millones más que el año 2004.



Fuente: Informes de Operaciones Mensuales de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.

Ofertas Autorizadas

Al 30 de julio de este año el monto de valores registrado en la Comisión Nacional de Valores para el mercado primario alcanzó la suma de $440 millones, reflejando un aumento notable en comparación con el mismo período del año 2004 que fue de $121,650 millones de los cuales $97MM corresponden a Bonos, $15MM a Valores Comerciales Negociables y en Acciones $9,650.

Es importante resaltar que en el período referido, para el año 2005 el monto total de valores registrados para oferta pública en mercado primario está representado por $210 millones en Bonos, $205 millones en Valores Comerciales Negociables y por $25 millones en acciones preferentes, comparado con el período 2004 se observa un incremento considerable en títulos de deuda a corto plazo, es decir de Valores Comerciales Negociables. O sea que el mercado ha demandado más títulos de deuda a corto plazo que los de largo plazo.

En cuanto al período tratado en el año 2004 se registraron para ser ofrecidas en mercado primario acciones por un monto de $9,650 millones. En cambio, a julio del año 2005 se autorizó el registro de acciones, por un monto de $25millones; se observa un incremento en el registro de acciones.

Aunado a lo anterior, en la actualidad se encuentran en trámite el registro de emisiones, para ser negociadas en mercado primario, de Bonos Corporativos por la suma de $35 millones y de Valores
Comerciales Negociables por $77 millones, haciendo un total de $112 millones.

Para mercado secundario, a julio de 2004 se registró en acciones un monto total de $429,162,823, reflejándose para el mismo período del año 2005 una situación distinta ya que no se registraron valores para ser negociados en mercado secundario. No obstante, se encuentra en trámite el registro de acciones preferentes acumulativas por un monto de $10,000,000.

"La edición de este libro representa una valiosa iniciativa de la CNV de Panamá que la FIAB felicita y apoya. El desarrollo de los mercados de valores y su rol como impulsores de la actividad y el crecimiento de nuestros países, la integración de los mercados de valores regionales, la importancia de la educación financiera en nuestra región, la información sobre nuevos productos y los mecanismos a través de los cuales las bolsas de valores pueden contribuir a acercar a las empresas financiamiento a muy diversos plazos, la relevancia del Gobierno Corporativo, entre otros, son temas que reiteradamente transitan a lo largo de estas páginas y que merecen la atenta lectura de quienes deseen ampliar o afianzar conocimientos sobre estas materias a partir de las informadas reflexiones de reconocidos especialistas."
Elvira María Schamann
Secretaria General
Federación Iberoamericana de Bolsas
FIAB

"Felicitamos a la Comisión Nacional de Valores y sus directivos, por esta excelente iniciativa de recoger en una sola publicación los diversos artículos emitidos por sus funcionarios, ex funcionarios y otros profesionales privados, sobre temas relacionados con el mercado de valores de Panamá. Esta publicación representa un aporte significativo para la comunidad de negocios en general, y para todo aquel que tenga un interés particular en el mercado bursátil de Panamá. Sin lugar a dudas, el contenido de los artículos contribuirá a educar e ilustrar a todos los actores del mercado, ya sea que estén o no listados públicamente."
Eduardo A. Lee
Presidente del Colegio de Contadores Públicos
Autorizados de Panamá.

"Jamás en la historia de nuestro país, tantos funcionarios se han comprometido tan seriamente en llevar adelante una institución como es en el caso de la Comisión Nacional de Valores. La importancia de esta obra es tal que tanto para el lego como para el experto, debe ser una guía de consulta obligada al momento de involucrarse en el Mercado de Valores y muy en especial al de la República de Panamá. Como Ex Presidente de la Comisión Nacional de Valores y como ciudadano me siento orgulloso de este libro que hoy tenemos en nuestras manos. Nuestras felicitaciones para todos los que desinteresadamente participaron en ésta y ojalá sirva de incentivo a otros funcionarios e instituciones del Estado a emular la misma".
Ellis Cano
Ex Presidente Comisión Nacional De Valores 1999-2000
Comisionado 1999-2002

"Esta obra recoge los esfuerzos realizados en los últimos años por Reguladores y mercados para dotar a Panamá de un marco regulatorio moderno y avanzado que permita equilibrar un desarrollo progresivo del Mercado de Valores con una adecuada protección al inversionista. El carácter omnicomprensivo del libro, la solvencia técnica de los autores, con Carlos Barsallo a la cabeza, y el planteamiento reflexivo y transnacional de muchos de sus artículos, hacen de esta obra una referencia para cualquier persona o institución relacionada con los mercados financieros, no sólo en Panamá sino también en Iberoamérica".
Santiago Cuadra
Secretario General
Instituto Iberoamericano De Mercados De Valores

"La publicación de esta obra constituye una excelente noticia. Por su amplitud de miras, por su actualidad y por la calidad de los autores, la obra que nos ocupa viene de forma más que oportuna a llenar un espacio en el panorama editorial panameño que el lector destinatario de la misma seguro que agradecerá enormemente. No me equivoco sin duda al indicar que esta obra se ha de constituir en un referente indispensable de consulta para inversionistas, reguladores, analistas financieros, auditores y empresarios del país y de la Región Centro Americana. La Comisión Nacional de Valores de Panamá ha ser felicitada desde este espacio por esta magnífica iniciativa de divulgación. Y es que esta prestigiosa institución ha dado en el clavo en la selección de los temas de la publicación al ser ellos de gran interés a nivel internacional y al incluir, entre otros, la regulación, funcionamiento y supervisión, los aspectos penales y concursales, fiscales, contables y de auditoria de los mercados de valores, las prácticas de buen gobierno corporativo, la protección y educación del inversionista y la regulación de la inversión colectiva y de los fondos de pensiones privadas."
Isabel Pastor
Asesora
Secretaría General
International Organization of Securities Commissions (IOSCO)

"El campo de los títulos valores y documentos negociables constituye una disciplina del Derecho de carácter novedoso para nuestra joven República, la cual en forma dinámica ha sido regulada en la última década por la respetada y efectiva Comisión Nacional de Valores. Bajo la iniciativa del actual Comisionado Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores, el Dr. Carlos Barsallo, se publica hoy esta importante obra que recoge el esfuerzo de valiosos colegas que noblemente le brindan al foro nacional sus conocimientos, investigaciones, consideraciones y análisis sobre la materia. El trabajo intelectual y profesional desarrollado por los colegas en esta obra, resulta un valioso aporte tanto para abogados en la practica privada, como para jueces, fiscales, estudiantes y profesores, por lo que el Colegio Nacional de Abogados se siente complacido y resalta el apoyo que la misma brinda al perfeccionamiento que como país de servicio requiere la práctica forense panameña."
Mercedes Araúz de Grimaldo
Presidente -Colegio Nacional de Abogados de Panamá
Ex Procuradora General de la Nación Suplente