Republica de Panamá
Comisión Nacional de Valores

Compilación de Artiículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá. Tomo II

José Abbo
Abdel Almengor E.
José Almengor R.
Ricardo Arias
Carlos A. Barsallo P.
Juan Luis Blanco
Manuel Brea
Jonathan H. Chang
Delia De Castro
Rolando de León de Alba
Ana Melissa Españó
Rafael Guillén Cárdenas
Rosaura González Marcos
Nadiuska López de Abood
Zaida H. Llerena S.
Juan Manuel Martans S.
Oliver O. Muñoz E.
Priscila Ramírez M.
Yolanda G. Real S.
Oscar René Rivas Yanes
Ariadna Rojas
Darío A. Sandoval S.
César Elias Sanjur III
Oldemar Soto
Marquelda Tejeira

TOMO II
Febrero 2007

332.62
C733 Comisión Nacional de Valores
Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá . Tomo II - Panamá: Comisión Nacional de Valores, 2007.
t.2; 642p. ; 24cm.

ISBN 978-9962-8908-2-9

1. MERCADO DE VALORES 2. BOLSA DE VALORES – PANAMÁ

I. Título.

Comisión Nacional de Valores de Panamá
http://.www.conaval.gob.pa
Avenida Balboa, Edificio Bay Mall, segundo piso, oficina 206
Teléfono (507)501-1700. Fax (507) 501-1709
Apartado Postal 0832-2281 WTC Panamá, República de Panamá

Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del mercado de valores en Panamá. Tomo II
Primera Edición
Impreso en ciudad de Panamá, República de Panamá.
2007

Publicación Oficial de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá de Distribución Gratuita.

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 de 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.

República de Panamá
Comisión Nacional de Valores

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

José Abbo
Abdel Almengor E.
José Almengor R.
Ricardo Arias
Carlos A. Barsallo P.
Juan Luis Blanco
Manuel Brea
Jonathan H. Chang
Delia De Castro
Rolando de León de Alba
Ana Melissa Españó
Rafael Guillén Cárdenas

Rosaura González Marcos
Nadiuska López de Abood
Zaida H. Llerena S.
Juan Manuel Martans S.
Oliver O. Muñoz E.
Priscila Ramírez M.
Yolanda G. Real S.
Oscar René Rivas Yanes
Adriana Rojas
Darío A. Sandoval S.
César Elías Sanjur III
Oldemar Soto
Marquelda Tejeira

TOMO II
Febrero 2007

ÍNDICE

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

CAPÍTULO PRIMERO

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Manual sobre la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) en el derecho panameño. **Carlos A. Barsallo P.** 2
Omisiones comunes detectadas en la supervisión del cumplimiento de la política conozca a su cliente en el mercado de valores. **Rosaura González Marcos.** 52
¿Convergencia o arbitraje regulatorio en los mercados financieros? **Rosaura González Marcos.** 65
Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores (IOSCO) 78
Acuerdo multilateral de entendimiento sobre consulta, cooperación e intercambio de información. IOSCO (Mayo 2002) 148
VERIFICATION TEAM VI. Report on the application of Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV) to the IOSCO Multilateral MOU. 166
2005 INTERNATIONAL INSTITUTE for securities development. National Securities Commission of Panama. Country presentation. 204
Cuarenta recomendaciones de GAFI. 229
Principios y controles en la deontología profesional relacionada al mercado de valores. **Ariadna I. Rojas.** 237
Límites al deber de confidencialidad en las relaciones entre intermediarios de valores e inversionistas. **Darío A. Sandoval Shaik.** 254

CAPÍTULO SEGUNDO

FUNCIONAMIENTO, CONTRATACIÓN Y COMPETENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES

Teorema Modligliani - Miller: Entre la práctica y la academia. **José N. Abbo.** 261
El encanto financiero del Canal de Panamá. **José N. Abbo.** 264
Acciones preferentes acumulativas ¿Forma sobre sustancia? **Carlos A. Barsallo P.** 267
La ampliación del Canal y el mercado de valores panameño. **Carlos A. Barsallo P.** 273

El riesgo de crédito en instrumentos financieros y el uso de los credit defaults swaps para su cubrimiento. **Juan Manuel Martans S.** 275
¿Cómo calcular el valor de una empresa? **Zaida H. Llerena S.** 293
La integración del mercado de valores de Centroamérica y Panamá. **Oscar René Rivas Yanes.** 302
How risk perception affects the complex decision making process? **Oldemar Soto.** 320
Los diez mandamientos del mercado de valores. **Rolando de León de Alba.** 330
Aspectos básicos sobre las agencias calificadoras de riesgo. P**riscila Ramírez M.** 334
Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) y su acceso al mercado de valores. **Priscila Ramírez M.** 339
Investment Securities - The need for harmonization and modernization of securities ownership, transfer and pledging laws. November 2004 343
El Mercado de Divisas (Forex). **Jonathan Hiroshi Chang.** 386
El Vector de Precio: un importante aliado del regulador. **Manuel Brea.** 389
Valores panameños se cotizan en la región latinoamericana. **Carlos A. Barsallo P.** 392

CAPÍTULO TERCERO

PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS MERCADOS DE VALORES

Las obligaciones legales de los directores y el gobierno corporativo. **Ana Melissa Españó.** 398
De CEOs, salarios corporativos y responsabilidades. **César Elías Sanjur III.** 413
El gobierno corporativo en la Superintendencia de Bancos y en la Comisión Nacional de Valores. **César Elías Sanjur III.** 417
Sobre la independencia del auditor en la ley Sarbanes - Oxley y el Acuerdo 12-2003. **César Elías Sanjur III.** 422
Aspectos jurídicos del gobierno corporativo en Panamá. **Carlos A. Barsallo P.** 428
Informe sobre la observancia de las normas y códigos (ROSC). Evaluación del gobierno corporativo del país. 433
Report on the observance of standards and codes (ROSC). Corporate governance country assessment. 473
Un instituto de directores para Panamá. **Carlos A. Barsallo P.** 504

CAPÍTULO CUARTO
ASPECTOS PENALES Y CONCURSALES EN EL MERCADO DE VALORES

La protección penal del sistema financiero panameño, una especial consideración del mercado de valores. **Delia A. De Castro D.** 507

Aproximación normativa y doctrinal de los delitos financieros y del delito de blanqueo de capitales desde una perspectiva jurídico penal. **Abdel Almengor Echeverría y José Abel Almengor Rodríguez.** 535

CAPÍTULO QUINTO

LA INVERSIÓN COLECTIVA (SOCIEDADES Y ADMINISTRADORAS DE INVERSIÓN)

Conociendo los fondos de inversión alternativa (Hedge Funds). **Rosaura González Marcos.** 555
Offshore investment funds in Panama. **Oliver Muñoz E.** 571
La sociedad de inversión y la titularización. **Ricardo Arias.** 574
Sociedades de Inversión Inmobiliaria. **Yolanda G. Real S.** 583

CAPÍTULO SEXTO

FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS

La adopción de modelos de cuentas individuales en los sistemas de seguridad social en Centroamérica y su impacto en el desarrollo del mercado de capitales: La experiencia de El Salvador. **Rafael Guillén Cárdenas.** 588
Asegurando nuestro futuro, seguridad social y ahorro complementario. **Nadiuska López de Abood.** 605

CAPÍTULO SÉPTIMO

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

Efectos económicos de las reformas introducidas por el programa de equidad fiscal. Un análisis de su contexto y alcance para las inversiones. **Marquelda Tejeira Rodríguez.** 609

CAPÍTULO OCTAVO
PROTECCIÓN Y EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA, LICENCIAS Y PROCEDIMIENTOS

Protección y educación al inversionista “Internet y el Mercado de Valores”. **Juan Luis Blanco Modelo.** 629
Importancia de la Educación al Inversionista en el fortalecimiento del mercado de valores de Panamá. **Darío A. Sandoval Shaik.** 635

PRÓLOGO

Presentamos al lector el Tomo II de la obra: ***Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá.***

Esta obra es motivo de complacencia para todos los miembros de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV) por varias razones. Primera, confirma y asegura el éxito del proyecto de publicación de obras por la CNV. Segunda, confirma y asegura la participación, cada día mayor, de personas interesadas en el tema del estudio la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá.

Cuando el llamado sentido común y las percepciones nos dicen que, supuestamente, no hay apetito, ni por escribir sobre temas de regulación y funcionamiento del mercado de valores(oferta), ni por leer este tipo de obras(demanda), este segundo tomo nos demuestra claramente lo contrario. 24 autores nos presentan más de 40 interesantes y relevantes artículos. Además, e importante destacar, la CNV publica, por primera vez en su compilación, importantes textos de evaluaciones y documentos generados por relevantes organismos internacionales que fijan los estándares internacionales en la materia financiera.

Nuevamente es imperativo, y de justicia, agradecer, a todos los autores, quienes desinteresadamente donan su trabajo intelectual, y al personal clave de la CNV para este proyecto, como lo han sido Celiana Bravo, Yanela Yanisselly, Leonilda Portabales y Cristina Vence, las tres primeras de la Dirección de Administración de la CNV, y la última asesora legal y miembro de la Unidad de Educación al Inversionista (UEI) de la CNV.

Terminamos con una larga cita tomada de un Diccionario Filosófico de Derecho Argentino que al definir el Meliorismo nos enseña que es: "La posición opuesta al pesimismo llamada también optimismo relativo, que parte de la base de que aunque se acepte que en el mundo las cosas andan mal, que los valores de mayor jerarquía, como verdad, belleza, perfección, justicia y otros, no se den en los hechos, siempre la vida presenta elementos que es posible y conveniente desarrollar, y que peor sería aceptar las cosas como están. Esta tesis ha sido desenvuelta con sagacidad por los autores norteamericanos, en especial el sociólogo Lester F. Ward, inventor del término, quien se expresa así: "El optimismo puede decirse que es la tesis; el pesimismo la antítesis, y el meliorismo la síntesis de la relación del hombre con el universo. El optimista dice: no hagas nada, porque nada hay que hacer. El pesimista dice: no hagas nada, porque nada se puede hacer. El menorista dice: haz algo, porque hay mucho que hacer y se puede hacer. "

La CNV, siempre optimista (y al mismo tiempo realista), con esta segunda entrega hace algo concreto, porque hay mucho que hacer, y sobre todo demuestra que se puede hacer.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Comisión Nacional de Valores (1999-2003) (2004-2008)
Comisionado Presidente (2001-2004)(2007-2008)
Comisionado Vicepresidente (2005-2006)
Panamá, Enero 2007.

COMISION NACIONAL DE VALORES
MIEMBROS CNV

COMISIONADOS

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Vicepresidente

Christina de Arjona
Asistente de Comisionados

Jacqueline Castro
Asistente de Comisionados

DIRECCIÓN NACIONAL DE ASESORÍA LEGAL

Rosaura González Marcos
Directora Nacional de Asesoría Legal

Jorge Alexander Olivardía
Asesor Legal

Zaida Llerena
Asesora Legal

Cristina Vence C.
Asesora Legal

Leonilda Portabales
Asesora Legal

Francisco Patiño
Asistente Legal

DIRECCIÓN NACIONAL DE MERCADO DE VALORES

Yanela Yanisselly R.
Directora Nacional de Mercados de Valores

Sandra Collado de Zubieta
Oficial de Inspección y Análisis

Alina Lyma Young de Montemayor
Oficial de Inspección y Análisis

Jonathan Chang
Oficial de Inspección y Análisis

Vielsa E. Peña
Oficial de Inspección y Análisis

Irving Becerra
Analista Financiero

DIRECCIÓN NACIONAL DE FISCALIZACIÓN Y AUDITORÌA

Doris de Núñez
Directora Nacional de Fiscalización y Auditoría

Marquelda Tejeira
Oficial de Inspección y Análisis

Minerva de Martínez
Oficial de Inspección y Análisis

Antonio Méndez
Contador Público Autorizado

María de Jesús Vega
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

Jorge Navarro
Oficial de Inspección y Análisis

Fernando Tovar
Oficial de Inspección y Análisis

Anabel Quintero Velásquez
Oficial de Inspección y Análisis

Carmen Hernández
Oficial Asistente de Inspección y Análisis

DIRECCION NACIONAL DE ADMINISTRACIÓN

Seegry Glasscock
Directora Nacional de Administración

Celia Ana Bravo
Asesora Legal

Ana Gisela Taylor
Jefe de Contabilidad

Yasmery M. Yanis
Jefa de Compras

Tania de Yanis
Asistente de Contabilidad

Mariela Villa
Asistente de Administración

Edeika González
Asistente de Administración

Jackeline Lay de Arosemena
Recepcionista

Bernardino González
Trabajador Manual II

Diógenes Sánchez
Trabajador Manual I

Berta Hislop
Jefe de la Unidad de Gestión de Información

Diomedes Carrasco
Jefe de Tecnología

Gisela González
Asistente de la Unidad de Gestión de Información

Kenya Gudiño
Asistente de la Unidad de Gestión de Información

UNIDAD TÉCNICA DE PENSIONES

Elizabeth M. de Puy
Jefe de la Unidad Técnica de Pensiones

Oris Sánchez
Oficial de Inspección y Análisis

UNIDAD DE EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA

Cristina Vence C.
Oficial de Educación al Inversionista

Celia Ana Bravo
Oficial de Educación al Inversionista

Fernando Tovar
Oficial de Educación al Inversionista

Jacqueline Castro
Oficial de Educación al Inversionista

AUTORES
(En orden alfabético)

José N. Abbo.
Licenciatura Académica en Nova University en 1990. Actualmente, el Lic. Abbo, ocupa el puesto de Vicepresidente Internacional de Proyectos Financieros para la multinacional Cable & Wireless. Ha escrito para reconocidas publicaciones y es autor de "Divisando Wall Street Desde el Sur de América", libro distribuido en Estados Unidos y alcanzando Europa.

Abdel Almengor Echeverría
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas.

José Abel Almengor Rodríguez
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas.
Fiscal Segundo Especializado en Delitos Relacionados con Drogas.

Ricardo Arias
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas.

Carlos A. Barsallo P.
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas Universidad de Panamá,Master of Laws (LLM) Universidad de Pennsylvania, 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), Comisionado Presidente Comisión Nacional de Valores (2007-2008)

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.

Manuel Brea
Economista y especilista en administración de empresas, finanzas y mercados de valores. Ocupa la posición de gerente de desarrollo de la Bolsa de Valores de Panamá.

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

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
Ex Comisionado Presidente de la Comisión Nacional de Valores (2005-2006)
Comisionado Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores (2007)

Ana Melissa Español
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas. Fungió como secretaria de la comisión de alto nivel designada por la Comisión Nacional de Valores para recomendaciones en el tema de Gobierno Corporativo. Actualmente es abogada de la firma Sanjur & Sanjur.

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. Actualmente Directora Nacional de Asesoría Legal de la CNV

Rafael Guillen Cárdenas
Licenciatura en Economía, Universidad de Panamá, Año 1998. Magíster en Economía del Transporte, Unidad de Panamá, 2001. Fungió como Sub Director Nacional de Planificación de la Caja de Seguro Social, 2003 - 2004. Actualmente labora como Analista Financiero de la Dirección Nacional de Finanzas de la Caja de Seguro Social.

Nadiuska López de Abood.
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad Santa María la Antigua.
Fungió como Directora Nacional de Mercados de Valores y Directora Nacional de Registro de Valores e Informe de Emisores de la Comisión Nacional de Valores
Abogada de la firma Sucre, Arias y Reyes.

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

Juan Manuel Martans S.
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas, Universidad Católica Santa María La Antigua,

Panamá, 1993. Especialista en Derecho Comercial, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá, D.C., Colombia, 1995.
Laboró como Asesor Legal del Departamento de Normas y Desarrollo de la Superintendencia de Valores de Colombia (hoy Superintendencia Financiera de Colombia). Actualmente funge como Asesor Legal del Departamento de Normas y Desarrollo de la Superintendencia de Bancos de Panamá.

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

Priscila Ramírez Mirabal
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas
Maestría en Administración de Empresas con énfasis en Banca y Finanzas.
Fungió como Oficial de Inspección y Análisis de la Dirección Nacional de Fiscalización y Auditoria y de la Dirección Nacional de Mercados de Valores e Intermediarios, así como Oficial de la Unidad de Educación al Inversionista de la Comisión Nacional de Valores. Actualmente ocupa el puesto de Analista de Cumplimiento en Wall Street Securities.

Oldemar Soto.
Ingeniero Industrial. Fungió como Analista Financiero de la Comisión Nacional de Valores

Marquelda Tejeira Rodríguez.
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá,
Licenciada en Contabilidad y Contador Público Autorizado de la Universidad de Panamá, Estudios de Postgrado en Análisis Económico del Derecho, Universidad de Buenos Aires, Argentina.
Actualmente ocupa la posición de Oficial de Inspección y Análisis del Mercado 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.

Oscar René Rivas Yanes.
Ingeniero Industrial de la Universidad de El Salvador. Master en Economía Empresarial, énfasis Banca y Finanzas del INCAE. Candidato al título de Doctor en Economía, Atlantic International University.
Fungió como Asesor Ejecutivo del Despacho del Ministerio de Seguridad Pública y Justicia. Actualmente funge como docente de maestría en administración financiera de la Universidad de El Salvador y como Gerente Financiero y de Negocios de la Bolsa de Valores de El Salvador.

Ariadna I. Rojas.
Licenciada en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá. Cuenta con licencia de ejecutivo principal de la Comisión Nacional de Valores y actualmente ocupa la posición de Oficial de Cumplimiento de BNP Paribas.

Dario Sandoval
Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas, Universidad de Panamá
Estudios Superiores en Derecho de Seguros y Planes de Pensiones, Centro de Estudios Financieros, Madrid, España
Especialista en Derecho de Consumo, Universidad de Salamanca, España
Master en Dirección Económico-Financiera, Centro de Estudios Financieros, Madrid, España.Candidato a Doctor en Derecho, Universidad de Salamanca, España
Ex - Asesor Legal de la Comisión Nacional de Valores.

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.

CAPÍTULO PRIMERO

REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL MERCADO DE VALORES

MANUAL SOBRE LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA) EN EL DERECHO PANAMEÑO[1]

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente 2005-2006
Ex Comisionado Presidente 2001-2004
Comisión Nacional de Valores

¿QUÉ ES UNA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE ACCIONES (OPA) SEGÚN EL DERECHO PANAMEÑO?

"En nuestro país, el proceso de toma de control de sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores pasó de un estado de ausencia total de regulación (salvo el régimen de defensa contra ofertas hostiles establecido en el Decreto 45 de 1977 vigente y confirmado en el artículo 103 del Decreto Ley 1 de 1999), a la institución de la OPA facultativa o voluntaria, con la entrada en vigencia del Decreto Ley 1 de 1999."[2]

La *oferta pública de compra de acciones OPA* es uno de los varios mecanismos existentes para lograr el control[3] de una sociedad anónima. Otro mecanismo es la obtención por un accionista o un tercero de suficientes poderes de voto de parte de los accionistas de la empresa (para ejecutar lo que se conoce en inglés como un *proxy contests)*[4] que le permita la toma de decisiones fundamentales sobre la sociedad y sus activos.[5]

El concepto oferta pública de compra de acciones (OPA) no se encuentra definido en la normativa panameña sobre mercado de valores[6]. Es interesante observar que se utiliza la abreviatura OPA que resulta de abreviar oferta pública de adquisición de

---

[1] Trabajo preparado para presentación a funcionarios del Ministerio de Economía y Finanzas y la Caja del Seguro Social de Panamá. Charlas dictadas en la Comisión Nacional de Valores de Panamá el 25, 29 y 30 de agosto de 2006. Las expresiones vertidas en este trabajo son personales y no representan ni comprometen la posición de la Comisión Nacional de Valores ni de las personas que en ella laboran.

[2] Opinión 7-2002. Las posiciones administrativas que adopta la CNV se denominan Opiniones. Las Opiniones que emite la CNV se limitan a expresar la posición administrativa de la CNV en cuanto a la aplicación de una disposición específica del Decreto Ley 1 de 1999 o de sus reglamentos a un caso particular. Las opiniones pueden ser dictadas de oficio o a solicitud de parte interesada. Ver Artículos 1 y 10 del Decreto ley 1 de 1999.

[3] control, es el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo. Toda persona que, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o tenga el derecho de ejercer el voto con respecto a más del veinticinco por ciento de las acciones emitidas y en circulación de una sociedad se presumirá que ejerce control sobre dicha sociedad. De igual modo se presumirá que la persona que tenga menos de dicho veinticinco por ciento no ejerce control sobre dicha sociedad. Ambas presunciones admitirán prueba en contrario. La Comisión podrá identificar situaciones en que considere que existe control o no, aun cuando se tenga más o menos del porcentaje antes indicado. Artículo 1 Decreto Ley 1 de 1999.

[4] Las solicitudes de poderes de voto se encuentran reguladas en el Título VII "De la solicitud de poderes de voto" Artículos 91 a 93 Decreto Ley 1 de 1999. Dichos artículos fueron desarrollados mediante Acuerdo 16 de 21 de septiembre de 2000 por el cual se adoptaba el procedimiento de distribución y uso de las solicitudes de poderes de voto, autorización

acciones. En el derecho panameño la abreviatura correcta sería OPC por oferta pública de compra de acciones y no OPA. No obstante, al igual que en todo el derecho hispanoamericano a las ofertas públicas de compra o adquisición de acciones se les conoce por sus siglas OPA

Encontramos la definición legal del concepto *Oferta* que es toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contra el pago de una contraprestación. Dicha expresión no incluye negociaciones preliminares entre un emisor o una afiliada de éste con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública.[7]

Se define igualmente *Oferta de compra* 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 dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de venta contra el pago de una contraprestación.[8]

Podemos decir que la OPAS son una oferta de comprar acciones de una sociedad anónima hecha *directamente* a los accionistas de la sociedad emisora con el propósito de ganar control de la sociedad. La oferta puede ser hecha por una contraprestación en dinero o en acciones (u otros valores) del que hace la oferta y puede ser hecha con o sin el consentimiento o aprobación de la administración y Junta Directiva de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA.[9]

Normalmente la sociedad emisora de las acciones es una sociedad de tenencia pública, es decir sus acciones están en manos del público que puede o no negociarse en una bolsa de valores u otro mercado organizado, siendo lo usual que se negocien en una bolsa de valores.

---

y consentimiento. El Acuerdo 16-2000 fue declarado inconstitucional por el Pleno de la Corte Suprema de Justicia mediante fallo de 24 de mayo de 2003. No existe en la actualidad en Panamá regulación reglamentaria sobre las solicitudes de poderes de voto, autorización y consentimiento, lo cual es considerado una deficiencia en el reporte efectuado por el Banco Mundial sobre gobierno corporativo en Panamá.(Ver reporte completo en www.conaval.gob.pa Sección sobre Gobierno Corporativo)

[5] Para un análisis de las diferencias entre las OPAS y los *proxy contests*: Ver Lewis D. Solomon, Donald E. Schwarts y Jeffrey D. Bauman. **Corporations. Law and Policy. Materials and Problems**. Second Edition. Chapter 18. Transactions in Corporate Control. WestpublishingCo. Páginas 996 y siguientes.

[6] Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

[7] Artículo 1 Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

[8] Ibidem.

[9] En el caso de no tener el consentimiento de la administración se le denomina OPA hostil por oposición a OPA amigable o amistosa. Los conceptos OPA hostil u OPA amistosa no son recogidos el Decreto ley 1 de 1999 con excepción del artículo 103 de este cuerpo legal que hace mención a oferta hostiles en el contexto del Decreto 45 de 1977 relativo al régimen de defensa contra ofertas hostiles. Ver más adelante **SOCIEDADES CON ACCIONISTAS EXTRANJEROS**.

La premisa de la tenencia pública (y la dispersión que esta debe normalmente conllevar) es fundamental dado que si la sociedad emisora tiene el control de votos absoluto concentrado en unos pocos accionistas, las negociaciones para adquirir el control tendrían lugar normalmente de forma directa (de forma privada y no pública) entre la persona que desea adquirir y los accionistas controladores personalmente.[10]

En Panamá lo que observamos es que la tenencia de acciones se mantiene limitada a pocas personas, ya que no hemos alcanzado la deseada e indispensable democratización del capital. [11] Las empresas con acciones registradas en la CNV se caracterizan por la concentración del control de las acciones en unos pocos accionistas (Ver Anexo A).

Las OPAS son mecanismos que por su naturaleza se utilizan cuando el control de las sociedades se encuentra disperso y no concentrado. Este es el caso del mercado de valores en los Estados Unidos en el cual las empresas que cotizan sus acciones en una bolsa de valores tienen, en su mayoría, la característica de tener una base de accionistas dispersa y sin controlador en una sola persona o grupo de personas. Por ello, en caso de que una persona quiera hacerse con el control de la sociedad debe necesariamente, más que por obligación, por razones de tipo práctico (por ejemplo desconoce a los accionistas que a su vez son numerosos) hacer una OPA.

LAS OPAS Y LA NEGOCIACION EN BOLSA.

Una persona puede intentar adquirir el control de una sociedad mediante la compra sistemática y organizada de acciones en la bolsa de valores en la cual se cotizan dichas acciones. No obstante, este mecanismo puede conllevar seguramente un aumento en el precio de las acciones en atención a la creciente demanda de las mismas que generará el comprador con su compra sistemática. Por ello, desde una óptica económica la compra en bolsa de valores para hacerse con el control de una empresa con accionistas numerosos y dispersos, no es siempre el mecanismo más eficiente ni eficaz. Por las razones antes indicadas las OPAS no son, por regla general, operaciones de bolsa.

La CNV ha expresado mediante Opinión su posición administrativa respecto de la interpretación sobre las OPAS y la negociación en bolsa de valores.

---

[10] Charles A. Scharf, Eward E. Shea y George C. Beck. **Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers. A Handbook with Forms**. Fourth Edition Capítulo 9. Tender offers and defenses. Issuer Repurchases and "Going private" Proxy Contests. Páginas 223 y siguientes.

[11] Carlos A. Barsallo P. **OPA**. Publicado en La Prensa. Diciembre 2001 y en **Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá**. Tomo I. Febrero 2006. Publicación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Páginas 176 y siguientes.

"Finalmente y en cuanto al tema de que una operación de compra y venta de valores que obedezca a un acuerdo privado entre vendedor y un comprador se haga a través de una "venta cruzada" a través de una Bolsa autorizada para operar en la República de Panamá, podemos señalar lo siguiente:
En una Bolsa de Valores únicamente pueden estar admitidos a negociación valores registrados en la Comisión, lo que ya le confiere un carácter "público". Así, un valor público puede ser negociado en forma "no pública" pero un valor "privado" (o sea, no registrado ni admitido a negociación) no puede ser transado en un mercado público porque no satisface los antecedentes de información que el mercado le exigiría.
Las consideraciones que anteceden a la decisión de vender o a la decisión de comprar un valor -cuando es un valor registrado y admitido a negociación.- no guardan relación con este carácter público que tienen todas las operaciones que se dan a través de un mercado organizado, como es la Bolsa. *En cuanto una orden de comprar o una orden de vender son comunicadas al sistema de negociación electrónico que actualmente existe en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., la transacción es pública y por ende, abierta y expuesta. Ello la hace susceptible de que otros compradores o vendedores puedan presentar mejores ofertas dentro de este mercado público organizado y lograr los mejores términos posibles para las partes, que es precisamente, el objetivo más importante que deben tener organizaciones de esta naturaleza."*[12]

CLASES DE OPA: OBLIGATORIAS Y FACULTATIVAS[13]

La regulación de las OPAS, las cuales surgieron en Inglaterra, usualmente adopta una de dos corrientes.

Existe 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...."

---

[12] Opinión 6 2001

[13] Tomado de Carlos A. Barsallo P. **OPA**. Publicado en La Prensa. Diciembre 2001 y en **Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá.** Tomo I. Febrero 2006. Publicación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Pagina 176 y siguientes.

Como se observa al compararlo con el modelo panameño antes citado son dos acercamientos distintos a un mismo tema.

En el caso de OPA facultativa, que 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 del Decreto ley 1 de 1999, 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 qué 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, se considera, 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 el 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.

La CNV ha expresado mediante Opinión su posición administrativa respecto a las clases de OPAS:

> *"Sin perjuicio de las consideraciones planteadas, nuestro ordenamiento contempla un sistema de OPAS voluntarias o facultativas, es decir que quien tenga la intención de hacerse con el control de un emisor registrado en la Comisión, podrá o no hacerlo a través de una oferta pública de compra, con todas las ventajas operativas y financieras que ello representa.* Sin embargo, quien tenga la intención de hacerse del control de una empresa pública tiene también plenas facultades de hacerlo a través de negociaciones privadas en las que pueda adquirir de manera privada un bloque significativo de acciones que impliquen obtener el control (en total) de al menos el cincuenta y un por cien (51 %) del total de las acciones emitidas y en circulación del emisor." [14]

ACTIVIDADES PREVIAS A LAS OPAS. HECHOS DE IMPORTANCIA Y COMUNICADOS PÚBLICOS

Adicionales y complementarios a las OPAS existen mecanismos de divulgación obligatorios de información de importancia como lo son los comunicados públicos que deben formular todas las personas con valores registrados en la CNV ante eventos que se puedan dar con anterioridad o en ocasión de una futura OPA.

Así la normativa panameña dispone que:

> "Cuando ocurra un hecho de importancia que no sea de conocimiento público y que, de ser divulgado, es de esperarse que tenga un efecto significativo en el precio de mercado de un valor registrado en la Comisión, el emisor de dicho valor deberá inmediatamente hacer público un comunicado (mediante prensa, redes electrónicas de divulgación de información financiera, televisión u otros medios autorizados por la Comisión) en el cual divulgue y explique el hecho en cuestión, y deberá entregar una copia de dicho comunicado a la Comisión y a las bolsas de valores en las cuales dicho valor esté listado.
>
> No obstante lo anterior, ningún emisor estará obligado a divulgar dicho hecho mientras los directores o la gerencia del emisor tuviesen motivos razonables para creer (A) que la divulgación de dicho hecho perjudicaría

[14] Opinión 4 de 2006.

> en forma significativa los intereses del emisor y (B) que las personas que tienen conocimiento de dicho hecho que aún no es público no han negociado ni van a negociar valores de dicho emisor. El emisor deberá en todo caso divulgar dicho hecho si éste es irreversible y la demora en su divulgación no evitaría el impacto perjudicial que éste pudiese tener en el emisor o no contribuiría a reducirlo". [15]

"De importancia" significa cuando se use en relación con el requisito de divulgar información, limita la 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. [16]

En este mismo sentido la Comisión promulgó el Acuerdo No. 10-2005 de18 de julio de 2005, el cual en su artículo 2 enumera una lista, no exhaustiva de eventos en los cuales debe considerarse que existe o se ha producido un hecho de importancia.

> "Artículo 2. Eventos que constituyen hechos de importancia
> Son hechos de importancia los que el tenedor, comprador o vendedor de un valor, o la persona a quien tal información esté dirigida, muy probablemente daría importancia al decidir cómo actuar. Al determinar si actos futuros o inciertos son de importancia se deberá considerar la magnitud de éstos y la probabilidad de que ocurran.
> Sin perjuicio de las anteriores descripciones, se considerarán eventos que constituyen Hechos de Importancia los mencionados en la siguiente lista:
> 1. Cambios o alteraciones de importancia en el objeto social o actividades del emisor.
> 2. Venta o adquisición de activos de importancia.
> 3. .....
> 14. Operaciones de compra o venta de acciones o de títulos convertibles en acciones de otros emisores por montos que representen más del 25% del patrimonio neto de la empresa que esté realizando la compra o venta de acciones.
> 15. Autorización o terminación del registro de los valores de la sociedad en la República de Panamá o en el extranjero.
> 16. Sanciones de que ha sido objeto la sociedad o sus órganos de gobierno corporativo por las autoridades reguladoras.
> 17. Acuerdos de voto, cuando sean conocidos.
> 18. Cualquier contrato entre la compañía, ya sea directamente o por interpósita persona, y los miembros de su Junta Directiva, administradores, comités de

[15] Artículo 77 Decreto Ley 1 de 1999.
[16] Artículo 1 Decreto Ley 1 de 1999.

vigilancia, o cualquier sociedad controlada por estas personas, cuyos términos no sean habituales dentro del giro regular de negocios del emisor.
19. Cambios en la tenencia accionaria de los accionistas controlantes.
20. Fusiones, consolidaciones o escisiones con relación al emisor.
21. Alteraciones de los derechos y privilegios de los valores emitidos por la compañía.

Queda expresamente entendido que la referida lista tiene propósitos ilustrativos, exclusivamente y no constituye una lista taxativa o excluyente de eventos que constituyen Hechos de Importancia.

Por su parte el artículo 3 del Acuerdo No. 10-2005 expresa lo siguiente:

Artículo 3. Forma y Contenido

El comunicado público sobre el hecho de importancia que se divulga deberá hacerse por escrito, en papel membrete del emisor y estar firmado por la persona que lo represente legalmente o que esté autorizada para ello. Copia del mismo deberá entregarse a la Comisión y a las Bolsas en las que los valores del emisor se encuentren listados. Queda expresamente entendido que los comunicados públicos a que se refiere el presente Acuerdo deben ser producidos por el propio emisor y que su mención a través de los medios de comunicación, incluyendo coberturas periodísticas, no relevan al emisor de su obligación de generar el comunicado público.

El comunicado público deberá revelar toda la información que permita a los inversionistas y al público en general, conocer los orígenes y características del hecho de importancia. Entre otros, pero sin que se convierta en una lista excluyente, el comunicado deberá informar:

a. Lugar y fecha de expedición del comunicado.
b. La fecha de ocurrencia del hecho de importancia.
c. Antecedentes, cuando sean conocidos por el emisor.
d. Cuando se trate de un hecho propio del emisor, tales como adquisiciones, ofertas de compra o venta de acciones, fusiones, con indicación de las razones, estrategia o propósito que lo motivaron.

La Comisión Nacional de Valores en adición ya se ha expresado vía Opinión, acerca del caso específico de la divulgación de hechos de importancia en casos de compras de bloques de control de emisores registrados aun cuando los mismos no se realicen dentro del marco de un proceso de oferta pública de compra de acciones (OPA), así a través de Opinión No. 7-2001 de 4 de diciembre de 2001, la Comisión indicó que:

"El hecho de que la empresa que propone absorber a la sociedad registrada sea una compañía no registrada, debe ser debidamente informado y divulgado a los accionistas del emisor registrado (Artículo 77 del Decreto Ley 1 de 1999), quienes conforme a la Ley 32 de 1927 deberán decidir sobre la propuesta. Deberán recibir además explicaciones completas y detalladas sobre las consecuencias jurídicas y financieras que ello representa para que los accionistas que aprueben o rechacen la fusión...

En tal virtud, los términos en que sea planteada una propuesta de fusión a los accionistas de una sociedad anónima -emisor registrado- tampoco son objeto de consideración alguna por la Comisión, la cual entendemos como una decisión exclusiva del organismo de gobierno corporativo denominado Asamblea de Accionistas. Los escenarios posibles son múltiples (fusión de dos sociedades que implique el nacimiento de una nueva sociedad, absorbente de ambas, o fusión de dos sociedades en la cual una de ellas sobrevive y la otra desaparece) y variadas pueden ser las propuestas a los accionistas. En todo caso, tanto los criterios de valoración para el intercambio, como toda la información que se requiera para tomar una decisión de esa naturaleza debe ser suministrada a los accionistas, incluyendo de forma no exhaustiva todas las consecuencias jurídicas y financieras que conlleva para los accionistas y para la sociedad A recibir las acciones de la empresa B." [17]

ANUNCIO DE INTENCIÓN DE FORMULAR UNA OPA.

Se pregunta un autor[18]: ¿Qué sucede en el supuesto en el que una persona o entidad anuncia o hace público de cualquier forma su propósito de formular una OPA sobre una sociedad de tenencia pública (cotizada en bolsa) y posteriormente no lo hace?

Su respuesta, basada en norma general del código civil, es que la protección de la seguridad del tráfico impone a todo aquel que haya creado una expectativa sobre la conclusión de un contrato la obligación de indemnizar daños y perjuicios.

A efectos del mercado de valores el autor citado recuerda la existencia en la normativa del Reino Unido que señala que el oferente sólo deberá anunciar su intención de formular una OPA después de haber estudiado cuidadosa y responsablemente tal decisión. Tal anuncio sólo deberá producirse cuando el oferente tenga certeza de que podrá llevar a cabo la oferta. Además se hace responsable no sólo al oferente sino también a su asesor financiero.[19]

---

[17] Opinión 4 2006
[18] De Cardenas Smith, Carlos Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de adquisición. Estudios de Derecho Mercantil. España. 1993. Páginas 99 y siguientes.
[19] Ibidem.

En España, la normativa no contempla expresamente la situación planteada. No obstante se considera: "La manifestación pública del propósito de formular una OPA y el incumplimiento de la promesa podrá implicar la comisión de la infracción muy grave prevista en la normativa española si el anuncio provocara un falseamiento de la libre formación de los precios en el mercado de valores."[20]

PRESUPUESTOS NECESARIOS PARA QUE SE DÉ UNA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE ACCIONES (OPA)

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 *veinticinco por ciento 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 cincuenta por ciento del capital emitido y en circulación* de dicho emisor, *deberá notificar a la Comisión Nacional de Valores (CNV)* y cumplir con las disposiciones del Título VIII del Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 denominado "De la Oferta pública de compra de acciones" y con lo dispuesto en el Acuerdo 7-2001[21] dictado 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 dichos documentos y sobre la que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.[22]

PRESUPUESTO SUBJETIVOS

Queda sometida a la normativa panameña sobre OPA *cualquier persona* que en forma pública haga en la República de Panamá una oferta de compra de acciones registradas de un emisor por veinticinco por ciento 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 cincuenta por ciento del capital emitido y en circulación de dicho emisor.

Es factible que se trate de más de un oferente.[23]

---

[20] Ibidem.

[21] Los antecedentes del Acuerdo 7-2001 son el Acuerdo No.4 de 16 de mayo de 2,000 modificado por el Acuerdo No. 9-00 de 26 de mayo del 2000, por el cual se establece el Procedimiento para la presentación de notificaciones de ofertas públicas de compra de acciones.

[22] Artículo 94, Titulo VIII De la Oferta Pública de Compra de Acciones Decreto ley 1 de 8 de Julio de 1999.

[23] Artículo 10 Acuerdo 7-2001 lo contempla. Por ejemplo Bavaria S.A., Compañía de Cervezas Nacionales C.A. y Latin Development Corporation fueron los oferentes en el caso de la OPA por las acciones de Cervecería Nacional. Noviembre de 2001.

El emisor de las acciones objeto de una OPA puede ser a su vez ser él mismo quien formula la OPA y por lo tanto en dicho caso queda incluido entre los sujetos sometidos a las reglas sobre OPAS.[24]

La OPA que regula la normativa panameña debe hacerse en Panamá. En materia de oferta pública de venta de valores una oferta hecha a personas domiciliadas en Panamá se considera como una oferta hecha en Panamá independientemente de que hubiese sido hecha desde Panamá o desde el extranjero.[25]

PRESUPUESTOS OBJETIVOS.

LA FORMA: EN FORMA PÚBLICA.

La actuación de la persona debe ser la de una acción. Concretamente la conducta es hacer una OPA, para que se produzca entonces la obligación de notificar a la CNV y cumplir con lo dispuesto en el Acuerdo 7-2001. La persona debe *hacer* en forma pública en 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 produzca como resultado de la compra que la persona adquiera más del 50% del capital emitido y en circulación del emisor.

Se entiende por hacer el producir algo. Se trata de hacer una oferta para comprar valores sujetos a ciertas características. Se entiende entonces que se trata de una compra por lo cual se excluye la adquisición de valores a título gratuito. El concepto en forma pública, al no tener definición legal expresa en la normativa de valores debe entenderse en su significado usual. Así se entiende por forma pública como de forma notoria, patente, manifiesta, vista o sabida por todos.[26]

La CNV ha expresado mediante Opinión su posición administrativa respecto de la interpretación del término "en forma pública" cuando se refiere a la oferta de compra de acciones[27]

> "Es innegable que, a falta de otros elementos en la regulación, los términos que definen la colocación privada constituyen -por oposición- una referencia en la determinación de cuándo un ofrecimiento es hecho al público. No obstante, esta Comisión no considera que ésta sea, ni deba ser, la única a fin

[24] Ibidem. OPAS en las cuales el oferente ha sido el propio emisor. Multi Holding Corporation Octubre 2004. Coca Cola de Panamá Compañía Embotelladora, S.A Noviembre 2002. y Corporación Incem S.A. Noviembre 2000.
[25] Artículo 82 Decreto Ley 1 de 1999.
[26] Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua.
[27] Opinión No. 6-2001 de 1 de noviembre de 2001.

de considerar cuándo una oferta es pública. Interpretamos que precisamente el silencio que guarda la Ley al respecto, es indicativo de las grandes dificultades y potenciales incongruencias que podrían resultar de una sola definición que no necesariamente sería realista y práctica en todos los casos y que no atendería a los propósitos que favorece la Ley. Esta tendencia a no definir el concepto es igualmente observada en la regulación norteamericana, sistema en que la labor judicial -en una base casuística- ha jugado un importante rol en la construcción del concepto.

En virtud de lo anterior, no coincidimos con el criterio del solicitante en el sentido de que una Oferta de Compra de Acciones es pública cuando se haga a más de veinticinco personas y que resulten en la venta a más de diez personas, dentro de un período de un año. Esto caracterizaría y definiría a la oferta pública como una cuestión definida por números únicamente, cuando ello no es así. La calificación de una oferta como pública requiere necesariamente la consideración de todos los hechos, factores y circunstancias que la rodean. Una oferta de venta de valores es pública cuando, entre otras cosas, se dirija o manifieste por medios o canales de comunicación a un público indeterminado, lo cual no es necesariamente cierto cuando se trata de una oferta pública de compra de acciones, dirigida a un grupo determinado -o determinable- de personas, quienes son los accionistas de una sociedad registrada."

EL OBJETO MATERIAL DE LAS OPAS: ACCIONES REGISTRADAS EN LA CNV.

Se trata de una oferta pública de compra de *acciones registradas de un emiso*r por 25% o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que produzca como resultado de la compra que la persona adquiera más del 50% del capital emitido y en circulación del emisor.

Debe tratarse de una Oferta Pública de Compra de acciones registradas en la CNV, u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o la adquisición de acciones, para alcanzar una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de dichos valores.[28]

Tratándose de valores distintos a las acciones, éstos se computan por el número de acciones con derecho a voto a que dan derecho; si tal número es variable, se considera el número de acciones con voto que resultaría de efectuarse la suscripción o adquisición el día que se realiza el cálculo.

[28] Artículo 2 Acuerdo 7-2001

En el caso de obligaciones convertibles en acciones u otros valores que dan derecho a la suscripción o adquisición de acciones, éstos se incluyen en el cómputo cuando dan a su titular el derecho a realizar la conversión, suscripción o adquisición dentro de los doce meses siguientes a la fecha en que se realiza el cálculo.[29]

El concepto acción o acciones incluye acciones, ya sean comunes o preferidas, cualesquier certificados de participación o de inversión y cualesquiera otros títulos o derechos que representen un interés partícipe en una sociedad anónima u otra persona jurídica o fideicomiso, así como los títulos convertibles en acciones, los que otorguen derecho a suscribir o comprar acciones, así como cualesquier otros valores con características similares según lo determine la CNV.[30]

Las acciones deben encontrarse registradas en la CNV. Por emisor registrado o persona registrada se entiende toda persona natural o jurídica que esté registrada en la CNV. Se entiende que un emisor está registrado en la CNV cuando tenga valores registrados en ésta.[31]

En la CNV deben registrarse los valores:

1. Que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización;
2. Las acciones de emisores domiciliados en Panamá, que el último día del año fiscal, tengan 50 o más accionistas que estén domiciliados en Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagados de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo), y
3. Los valores listados en una bolsa de valores en Panamá.[32]

De conformidad con lo anterior, las acciones objeto de la OPA deben encontrarse registradas en la CNV por alguno de los 3 supuestos para registro de valores, a saber:

1. Se encuentran registradas porque han sido objeto en su momento de una oferta pública de venta de valores.
2. Se encuentran registradas porque han sido emitidas por un emisor domiciliado en Panamá, que el último día del año fiscal, tenga 50 o más accionistas que estén domiciliados en Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagado de dicho emisor o,

[29] Artículo 4 Acuerdo 7-2001
[30] Artículo 1 Decreto Ley 1 de 1999.
[31] Articulo 1 Decreto Ley 1 de 1999.
[32] Artículo 69 Decreto ley 1 de 1999. El registro de acciones de emisores domiciliados en Panamá no será obligatorio si accionistas que representen un 75% o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada.

3. Se encuentran registradas por ser acciones listadas en una bolsa de valores en Panamá.

Se trata de una oferta pública 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 produzca como resultado de la compra que la persona adquiera más del 50% del capital emitido y en circulación del emisor.* Estos porcentajes se han definido legalmente como *Participación Significativa*. [33]

Por capital emitido y en circulación debe entenderse el capital compuesto por las acciones que han sido debidamente emitidas, es decir se ha cumplido el acto de llenar y firmar los certificados de acciones por el dignatario o dignatarios autorizados de la sociedad. Estas acciones deben estar en circulación, es decir por oposición a las acciones que permanecen en la tesorería de la sociedad y que no por ende se encuentran en manos de los accionistas de la sociedad, es decir no se encuentran en circulación.

Un problema que plantea del tema de que el objeto de las OPAS sean acciones registradas en la CNV lo constituye el hecho de que se adquiera el control de una sociedad tenedora de acciones que es propietaria de las acciones de una sociedad cuyas acciones se encuentran registradas en la CNV. Es decir, no se adquieren las acciones registradas en la CNV sino que se adquieren las acciones de la sociedad tenedora o holding de ser el caso, las cuales no se encuentran, en el ejemplo planteado, registradas en la CNV. El resultado práctico es el cambio de control en la sociedad cuyas acciones se encuentran registradas en la CNV, pero no se configura el presupuesto necesario para que se origine la obligación de notificar una OPA a la CNV.[34]

OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DE LAS OPAS

La regulación de la oferta pública de compra de acciones, tiene como propósitos[35]:

a. Acceso a un tratamiento equivalente para todos los accionistas del emisor.
La finalidad es que todos los accionistas accedan al mismo tratamiento en caso de

---

[33] Artículo 3 Acuerdo 7-2001

[34] El caso se presentó en el derecho panameño en los antecedentes de la OPA de Cervecería Nacional. Finalmente se procedió a lanzar la OPA a la sociedad con acciones registradas a la CNV y no se dio la compra a nivel de la sociedad holding o tenedora de acciones. Los accionistas de ambas sociedades no eran exactamente los mismos ni en las mismas proporciones. En el derecho español el caso planteado se contempla como un supuesto de OPA obligatoria. Es decir, la adquisición indirecta de una participación significativa. Si se trata de una toma de control de una sociedad de mera tenencia de valores o de una sociedad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la toma de control, la OPA, que en el caso español es obligatoria, debe formularse.

[35] Artículo 1 Acuerdo 7-2001

oferta pública de compra de acciones registradas de un emisor por veinticinco por ciento (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 cincuenta por ciento (50%) del capital emitido y en circulación del emisor.[36]

b. Divulgación de la información relevante sobre la oferta.
Tiene como finalidad asegurar la divulgación de información necesaria para que los accionistas puedan formarse un juicio respecto de la conveniencia o no de vender sus acciones.

DIFERENCIA DE LA OPA CON OTRAS FIGURAS JURIDICAS: OPV, VENTA DE ACTIVOS DE LA SOCIEDAD Y FUSIÓN.

OPA Y OFERTA PÚBLICA DE VENTA (OPV)

La oferta pública de compra de acciones (OPA) es una figura distinta a la oferta pública de venta de valores conocida como OPV.

La oferta pública de venta de valores se encuentra regulada en el Título VI *De la Oferta Pública de Valores*, artículos 82 a 90 y el Título V *Del registro de valores e informes de emisores*, artículos 69 a 81 del Decreto Ley 1 de 1999. El Acuerdo 6-2000 contiene el procedimiento para el registro de valores para su oferta pública de venta (OPV).

La OPV constituye un procedimiento opuesto al de las OPAS. La OPV consiste en ofrecer valores para su venta. Para ello se hace necesario registrar en la CNV el valor que será objeto de oferta o venta pública. El valor puede ser de cualquier tipo[37]. Quien ofrece el valor puede ser el *emisor o una persona afiliada éste o un oferente*. Se utiliza como instrumento de la oferta o venta un documento denominado *prospecto informativo*. El emisor u oferente asume una serie de obligaciones con su oferta pública y registro de valores, entre ellas, la obligación de suministrar información periódica sobre la empresa emisora de los valores.

En la OPA por el contrario se trata ofrecer en forma pública comprar acciones registradas en la CNV. Se hace necesario notificar (no se trata de un registro con todas sus implicaciones) la oferta pública de compra a la CNV. El valor a comprar solo puede consistir en acciones registradas. Quien ofrece públicamente comprar puede

[36] Toda OPA sobre acciones registradas en la Comisión tendrá que ser dirigida a la totalidad de los tenedores de dichas acciones en igualdad de términos y condiciones, y se deberá pagar el mismo precio de compra a todos los tenedores de dichas acciones que acepten la oferta. Artículo 4 Acuerdo 7-2001.
[37] Ver concepto Valor. Artículo 1 Decreto Ley 1 de 1999

ser cualquier persona, incluyendo al emisor. El instrumento a utilizar para la OPA es el *prospecto o folleto explicativo*[38]. La persona que lanza una OPA asume obligaciones frente a cada uno de los accionistas de la empresa emisora de las acciones objeto de la OPA.

OPA Y VENTA DE ACTIVOS

Toda sociedad anónima puede en virtud de acuerdo de su Junta Directiva, vender, arrendar, permutar o de cualquier manera enajenar todos o parte de sus bienes, incluyendo su clientela y privilegios, franquicias y derechos, de acuerdo con los términos y condiciones que la Junta Directiva crea conveniente, siempre que para ello sea autorizada por resolución de los tenedores de la mayoría de las acciones con derecho de votación en el asunto, adoptada en Junta convocada para ese objeto o por el consentimiento por escrito de dichos accionistas.[39]

En el caso de venta de activos de la sociedad no hay transferencia en la propiedad de las acciones emitidas por la sociedad. La sociedad permanece con su misma composición de accionistas. Lo que se produce es la venta de todo o parte de sus bienes.

En materia de OPA no se trata de una decisión de la Junta Directiva ni de la convocatoria a una Asamblea de accionistas, se trata de una oferta pública de compra de acciones registradas en la CNV, dirigida directamente a cada uno de los accionistas de la sociedad, los cuales individualmente, y no en asamblea de accionistas, toman su decisión de aceptar o no la oferta.

OPA Y FUSION

La CNV ha expresado mediante Opinión su posición administrativa respecto de las diferencias, tanto conceptuales como regulatorias, entre la fusión y la Oferta Pública de Compra de Acciones.[40] La CNV ha indicado que:

> "..... La fusión de sociedades, anónimas o de otro tipo, no es regulada por el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 ni por los Acuerdos que la desarrollan. Se trata de un tema de derecho corporativo, que debe atender a lo dispuesto en la Ley 32 de 1927 -cuando se trate de sociedades anónimas- en sus artículos 71 a 79 y las normas del Código de Comercio que puedan ser aplicables.

---

[38] Ver Artículo 10 Acuerdo 7-2001.
[39] Artículo 68 Ley 32 de 1927. Ley de sociedades anónimas panameñas.
[40] Opinión No. 7 -2001 de 4 de diciembre de 2001.

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 contempla en su Título VIII (Artículos 94 a 103), la figura denominada Oferta Pública de Compra de acciones (OPA). La OPA se encuentra debidamente diferenciada de la fusión no solo en el Decreto Ley 1 de 1999 que como hemos indicado le dedica un título completo sino también en su Artículo 269 al cual nos referimos anteriormente.
Para mayor claridad, citamos nuevamente el texto relevante del artículo 269, relativo al 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..
2.. Como resultado de la aceptación de una oferta pública de compra de valores, o
3.. Como resultado de una fusión....." (El énfasis es nuestro).
Además de su distinto tratamiento legal en la Ley 32 de 1927 y en el cuerpo del Decreto Ley 1 de 1999, la diferencia es igualmente reconocida por la doctrina al estudiarlas como figuras independientes."[41]

NOTIFICACIÓN DE LA OPA

La primera y principal obligación de la persona que lanza una OPA es *notificar a la Comisión Nacional de Valores* (CNV) y cumplir con las disposiciones del Título VIII del Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999 denominado "De la Oferta pública de compra de acciones" y con lo dispuesto en el Acuerdo 7-2001[42] sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dichos documentos y sobre la que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.[43]

---

[41] Texto del Artículo 269 del Decreto ley 1 de 1999 anterior a las reformas introducidas por la Ley 6 de 2005 y la Ley 18 de 2006. En cuanto a la doctrina se señala: "Que los procesos de fusión, son, en principio, procesos ajenos a la normativa de OPA y que las garantías del proceso de fusión derivadas de la normativa en materia de sociedades, no hacen necesaria la protección de la normativa de OPA." Ver Ibáñez Rubio, Javier. **Régimen Legal Español de las Ofertas públicas de Adquisición (OPA)** en Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil. Fernando Zunzunegui. Coordinador. Colex. España. 2001. Página 157.
[42] Antecedentes del Acuerdo 7-2001 Acuerdo No.4 de 16 de mayo de 2,000 modificado por el Acuerdo No. 9-00 de 26 de mayo del 2000, por el cual se establece el Procedimiento para la presentación de notificaciones de ofertas públicas de compra de acciones
[43] Artículo 94 Decreto Ley 1 de 1999

La notificación de la OPA debe ser entregada a la CNV en el momento en que la persona lance la oferta pública de compra de acciones o antes[44].

Es obligatorio entregar prontamente una copia de dicha notificación al emisor y a las bolsas de valores en Panamá en que estén listadas las acciones objeto de la oferta. [45] La CNV ha determinado que la entrega de la copia de la notificación y de los demás documentos relacionados con la OPA a las personas antes indicadas debe hacerse a más tardar al día siguiente de la notificación de la oferta en la CNV.[46]

PAGO DE TARIFA A LA CNV

La persona que notifique una OPA debe pagar a la CNV, por una sola vez, una tarifa de notificación de oferta pública de compra de acciones por la suma de diez mil balboas (B/.10,000.00)[47]

CONTENIDO Y FORMA DE LOS DOCUMENTOS RELACIONADOS CON LA OPA.

La notificación debe contener la información que determine la CNV. Al determinar la información que debe ser incluida en los documentos que se vayan a utilizar para hacer una oferta pública de compra de acciones, la CNV se debe limitar a requerir la inclusión de información de importancia para que los accionistas puedan tomar decisiones informadas sobre si aceptar o rechazar dicha oferta, y se debe abstener de solicitar información que no cumpla dicho propósito o imponga una carga injustificada a la persona que deba divulgar dicha información.

La CNV puede establecer diferentes requisitos de divulgación de información en atención al tipo de oferta, al tipo de emisor o valor de que se trate, o en atención al tipo de accionista a quien la oferta esté dirigida, entre otros factores.[48]

Los documentos que se vayan a utilizar para hacer una oferta pública de compra de acciones no podrán contener información o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, ni podrán omitir información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados en virtud del Decreto Ley 1 de 1999 y el Acuerdo 7-2001, o

---

[44] Esta circunstancia es tenida en cuenta en materia de documentación que se adjunta a la notificación a la CNV. Así cuando la notificación a la CNV es anterior al lanzamiento de la oferta se solicita el formato de los anuncios a publicar de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10 del Acuerdo 7-2001. Cuando la notificación es posterior al lanzamiento de la oferta se solicitan los correspondientes anuncios ya publicados

[45] Artículo 95 Decreto Ley 1 de 1999.

[46] Artículo 7 Acuerdo 7-2001.

[47] Artículo 17 del Decreto Ley 1 de 1999 como fuera reformado por la Ley 11 de 30 de enero de 2002.

[48] Artículo 96 Decreto Ley 1 de 1999.

que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dichos documentos no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas.

Los documentos que se vayan a utilizar para hacer una oferta pública de compra de acciones podrán contener cualquier otra información adicional que la persona que hace la oferta desee incluir, siempre que sea relevante y no sea información cuya inclusión esté prohibida por el Decreto Ley 1 de 1999 o el Acuerdo 7-2001.

Los términos y las condiciones de la OPA serán de libre determinación por la persona que hace la oferta, salvo lo contemplado en los artículos 94 a 103 del Decreto Ley 1 de 1999.[49]

Toda publicación que realice un oferente y sus partes relacionadas, con relación a su propia oferta o la oferta competidora, en la cual se expresen opiniones o criterios de valoración de una u otra, dirigida al público en general, accionistas o potenciales vendedores deberá ser realizada en forma de un *comunicado público* suscrito por las personas que tengan responsabilidad en cuanto a los criterios allí vertidos.[50]

INFORMACIÓN Y DOCUMENTOS QUE DEBEN APORTARSE CON LA NOTIFICACION.

La notificación de la OPA se presentará mediante memorial (debidamente timbrado conforme dispone el Código Fiscal) y deberá contener la siguiente información[51]:

a. Poder y memorial de Abogado;
b. Prospecto o Folleto explicativo de la OPA el cual debe ser preparado de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10 del Acuerdo 7-2001;
c. Certificado de Registro Público -o entidad que haga dichas funciones- sobre la existencia y representación del oferente;

---

[49] En este sentido hay que tener en cuenta numerosos factores como por ejemplo, el tipo de negocio al que se dedica la sociedad cuyas acciones se pretende adquirir. Sociedades dedicadas a un tipo de actividad cuya explotación son objeto de regulación legal específica (por ejemplo, bancos, compañías de seguros o casas de valores), probablemente requerirían para un cambio significativo en la composición accionaria de autorización previa del ente regulador de que se tratara. Esta autorización sería dada o negada bajo un prisma y con unos objetivos completamente distintos desde el punto de vista regulatorio al perseguido por las OPAS. En este sentido ver Acuerdo 1-2004 dictado por la Superintendencia de Bancos de Panamá sobre Fusión y Adquisición. Gaceta Oficial 25,213. Por último es necesario tener en cuentas los efectos que puedan tener las adquisiciones mediante OPAS en el tema de la libre competencia y los pronunciamientos que al respecto debe hacer el regulador en esta materia.

[50] Artículo 9 Acuerdo 7-2001.

[51] Todo documento que se presente a la CNV y no esté escrito en idioma español deberá estar acompañado de su correspondiente traducción al español hecha por un intérprete público autorizado. No obstante lo anterior, el Decreto Ley 1 de 1999 permite expresamente que los documentos, incluyendo el prospecto entre otros, pueden ser enviados a inversionistas o ser otorgados o constar en cualquier idioma. Artículo 282 Decreto ley 1 de 1999.

d. Copia de los documentos de constitución y todas las reformas posteriores del pacto social y estatutos del oferente;
e. Documento que acredite la constitución de la garantía de la OPA;
f. Cuando la notificación es anterior al lanzamiento de la oferta, el formato de los anuncios a publicar de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 10 del Acuerdo 7-2001;
g. Cuando la notificación es posterior al lanzamiento de la oferta, los correspondientes anuncios publicados.
h. Copia auténtica de los contratos instrumentales que celebre el oferente por razón de la OPA;
i. Copia del acta que autoriza al oferente a promover la OPA adoptada por el órgano competente de conformidad con lo establecido en el pacto social del oferente;
j. Estados financieros auditados de los tres (3) últimos ejercicios fiscales y últimos Estados Financieros interinos del oferente.[52]
No será necesaria la presentación a la CNV de la documentación indicada en los literales d) y j) anteriores cuando el oferente sea a su vez un emisor cuyos valores se encuentran registrados en la CNV y la información relativa al oferente se encuentre debidamente actualizada en los archivos de la CNV. El oferente debe indicarlo así expresamente en su memorial.[53]

EL PROSPECTO O FOLLETO EXPLICATIVO

El Folleto explicativo deberá contener como mínimo la siguiente información:

A. Información sobre el oferente:
1. Nombre, documento de identificación y domicilio si es persona natural o, si es persona jurídica, denominación o razón social, domicilio, jurisdicción en que fue constituida, datos de inscripción en el Registro Público o entidad que haga dichas funciones, así como el nombre y documento de identificación de su representante legal;
2. Estructura Organizativa: si el oferente es parte de un grupo, debe presentarse una lista y un diagrama del grupo y de la posición del oferente dentro del mismo;
3. Relación de las acciones del Emisor de las que es propietario efectivo el oferente, su persona controladora, directores, dignatarios o ejecutivos, con indicación de aquellos adquiridos en los últimos ciento ochenta (180) días[54], señalando la fecha, cantidad, precio de adquisición y porcentaje que representa respecto del total de los valores de esa misma clase emitidos y en circulación.

---

[52] En España se requieren los estados financieros del oferente del último ejercicio y, en su caso, de su grupo.
[53] Artículo 8 Acuerdo 7-2001.
[54] Debe entenderse que corresponde a los últimos 180 días anteriores a la notificación de la OPA.

4. Acciones emitidas por el oferente de propiedad del Emisor o de su persona controladora, cuando sea el caso;
5. Acuerdos entre el oferente y la Junta Directiva del Emisor, sus directores, dignatarios y Ejecutivos del Emisor, ventajas específicas que el oferente ha reservado a dichas personas y referencia a la cantidad y clase de acciones del oferente de las que son propietarios efectivos dichas personas;
6. Acuerdos entre los titulares de las acciones objeto de la OPA y el oferente, incluyendo una declaración expresa del oferente indicando que no se han efectuado ni se ha acordado efectuar pagos, retribuciones, donaciones o contraprestaciones de cualquier tipo o por cualquier concepto a favor de cualquiera de dichos titulares directa o indirectamente, distintas a la contraprestación ofrecida en la OPA;
7. Declaración de cada uno de los firmantes del Folleto Explicativo especificando las secciones cuyo contenido ha elaborado o revisado, indicando que no ha encontrado ninguna razón que le lleve a pensar que el mismo contiene información inexacta o falsa o que omite información relevante para efectos de que el accionista se forme un juicio fundado sobre las implicaciones positivas y negativas de la OPA efectuada;
8. Información sobre la actividad y situación económico-financiera del oferente, con identificación de su patrimonio, ventas, activos totales, endeudamiento, y resultados, haciendo referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los estados financieros auditados del último ejercicio anual y no auditados del último trimestre.

Con respecto a la información solicitada en los puntos 3, 4, 5 y 6, *el oferente deberá indicar expresamente si no existen las relaciones o acuerdos a que se refieren estos puntos.*

B. Información sobre la Oferta:

1. Denominación y domicilio del emisor.
2. Descripción de la estructura de capital del emisor.
3. Acciones a las que se extiende la OPA, con indicación de la cantidad por cada clase y del porcentaje que representan en cada caso respecto del Capital Social.
4. Plazo de aceptación de la oferta, con indicación de su fecha y hora límite. El oferente deberá tomar las provisiones que sean necesarias en el evento de que el último día del plazo de aceptación coincida con día inhábil.
5. *Contraprestación ofrecida por las acciones, incluyendo su respectiva sustentación técnica, especificando el precio por cada tipo de acción, y la relación de equivalencia entre los mismos con explicación de las diferencias entre los precios, así como el plazo de liquidación y modalidad de pago.*
6. Condiciones legales que puedan afectar el perfeccionamiento de la OPA[55].

[55] Por ejemplo, en caso de sociedades que requieran autorizaciones previas de entre de regulación o supervisión.

7. Condiciones estipuladas por el Oferente que puedan afectar el perfeccionamiento de la OPA.
8. Tratándose de contraprestación en dinero, deberá indicar la moneda en la que se efectuará el pago y, de ser el caso, el tipo de cambio.
9. Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en valores, se deberá incluir en el folleto explicativo[56]:
a) Nombre del emisor y datos de inscripción en el Registro Público, si es aplicable;
b) Información sobre la situación económico-financiera de la sociedad cuyos valores constituyen el medio de pago, con el detalle de los estados financieros auditados de forma que resulte posible formarse un adecuado juicio sobre la estimación de los valores ofrecidos. Tratándose de valores emitidos por el propio oferente, este requisito quedará satisfecho con la presentación de sus Estados Financieros.[57]
c) Naturaleza y características de los valores, con expresa referencia de si gozan o no de derecho de voto.
d) Número máximo de acciones que el oferente se compromete a adquirir y, en su caso, número mínimo de acciones a cuya adquisición se condiciona la efectividad de la oferta.
10. Garantías constituidas por el oferente en cumplimiento de lo establecido en los Artículos 5 y 6 del Acuerdo 7-2001.
11. Eventual endeudamiento del oferente o del Emisor para la financiación de la OPA, incluyendo un resumen de los principales términos y condiciones del mismo, con indicación de la modalidad, plazos y garantías; asimismo, deberá indicarse cualquier otra obligación a asumir por el Emisor en caso de resultar exitosa la OPA.
12. Nombre del tercero no vinculado a la transacción que el oferente designe para recibir las aceptaciones y liquidar la oferta y cualquiera otra gestión relacionada con la OPA.
13. Formalidades que deben cumplirse y lugar en que los destinatarios de la OPA deben manifestar su aceptación estableciéndose claramente el plazo de aceptación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 98 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999; así como los gastos de aceptación y liquidación de la OPA que corran a cargo de los destinatarios (comisión de venta, en caso de ser aplicable) y la forma y plazo en que los destinatarios recibirán la contraprestación.
14. Mecanismo para la liquidación, con indicación de los plazos, procedimientos y responsabilidades aplicables.
15. Finalidad perseguida con la OPA y planes respecto al Emisor, tales como fusiones, utilización de activos, modificaciones estatutarias, reorganización de los órganos de

---

[56] En el derecho español en el caso de que la contraprestación consista exclusivamente en acciones se requiere que sean valores admitidos a negociación en Bolsa española o en algún estado miembro de la OCDE. La práctica la siguen las autoridades bursátiles europeas.
[57] Presupone que en los Estados Financieros ya se refleja la existencia de los valores que se utilizarán como contraprestación.

gobierno, iniciativas respecto a la inscripción en bolsa de los valores u otras actividades, con indicación expresa de si el oferente tiene previsto solicitar la terminación del registro de los valores del emisor, de acuerdo con el Artículo 81 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.
16. Indicación expresa de si el oferente se reserva el derecho de retirar la OPA.
17. Cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir.[58]

FORMATO DE LOS ANUNCIOS A PUBLICAR.

El oferente debe publicar anuncios en dos diarios de circulación nacional. Son dos anuncios que el oferente debe publicarlos en fechas distintas indicando expresamente en el segundo anuncio que se trata de la segunda publicación. Esta aclaración es importante ya que el plazo de aceptación de la oferta, que no podrá ser menor de treinta días, se cuenta desde el día siguiente a la fecha en que haga la última publicación del anuncio a que se hace referencia.

El aviso de la OPA a publicar, deberá contener como mínimo la siguiente información:
a. Identificación del o los oferentes;
b. Nombre del tercero no vinculado a la transacción designado por el oferente para recibir las aceptaciones y liquidar la oferta;
c. Nombre del Emisor cuyas acciones se pretende adquirir;
d. Clase de acciones, cantidad mínima y máxima que se propone adquirir, así como el porcentaje que una y otra representan del Capital Social.
e. Precio que se ofrece pagar por cada uno de las acciones a adquirir, el cual debe expresar, cuando la contraprestación consiste en dinero, la moneda y, en su caso, el tipo de cambio.
f. Cuando la contraprestación consiste total o parcialmente en valores, descripción de los valores que se entregarán en intercambio así como la relación de canje respecto de cada uno de las acciones a adquirir.
g. Plazo de liquidación, modalidad de pago y forma en que se garantiza el mismo.
h. Plazo de la oferta, indicando fecha y hora límite.
i. Formalidades que deben cumplir y lugar en que los destinatarios de la oferta deben manifestar su aceptación, así como la forma y el plazo en que recibirán la contraprestación.
j. Indicación de los lugares en que el folleto explicativo y la documentación relativa a la oferta se encuentra a disposición de los accionistas.
k. Indicación de si se trata de la primera o segunda publicación del anuncio. Tratándose de la segunda publicación, deberá indicarse que el plazo de aceptación comienza a computarse a partir del día siguiente.

[58] Artículo 10 Acuerdo 7-2001.

Este anuncio debe publicarse, al menos por dos días distintos, en dos diarios de circulación nacional. A partir del día siguiente a la última publicación, comenzará a correr el plazo para la aceptación de la OPA.[59]

GARANTÍA A FAVOR DE UN TERCERO NO VINCULADO.

El oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores que ha constituido una garantía suficiente a favor de un tercero no vinculado a la transacción[60,] que asegure la liquidación de las obligaciones derivadas de la OPA y que podrá constituirse en dinero, mediante garantía emitida por una entidad de crédito, o mediante fianza emitida por una compañía de seguros, siempre que cubra el 100% de la OPA.

Para los propósitos del Acuerdo 7-2001, se entenderá como tercero no vinculado a la transacción a toda persona natural o jurídica que:

a. Conforme a la definición de la palabra, no es ninguna de dos o más de quienes se trata o que intervienen en un negocio y no tiene vinculación de ningún tipo con la transacción distinta a la de recibir la garantía para la liquidación de las obligaciones del oferente, de brindar servicios relacionados al recibo de las aceptaciones y proceder a la liquidación de la oferta.
b. No es afiliada ni subsidiaria del oferente ni de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA.
c. Es una persona natural o jurídica sobre la cual ni el oferente ni la sociedad emisora de valores objeto de la OPA ejercen control según al definición de control contenida en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.[61]

GARANTIAS ACEPTABLES.

Cuando la contraprestación ofrecida consiste en dinero, la garantía debe constituirse por el monto total de la oferta y puede ser en dinero, mediante garantía de una entidad de crédito, o mediante fianza emitida por una compañía de seguros.

Cuando la contraprestación ofrecida consiste en valores, el oferente debe acreditar la disponibilidad de la totalidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta mediante su entrega en custodia al tercero no vinculado a la transacción, con

---

[59] Artículo 11 Acuerdo 7-2001.
[60] En España se prestan a favor del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que es el órgano encargado de liquidar la oferta.
[61] Artículo 5 Acuerdo 7-2001. Ver Opinión 3 de 22 de mayo de 2000.

instrucciones específicas para su utilización como liquidación de las obligaciones derivadas de la OPA.[62]

La Comisión Nacional de Valores podrá rechazar cualquier garantía que no represente seguridad suficiente de la liquidación de las obligaciones derivadas de la OPA, o exigir la sustitución de las mismas cuando sean otorgadas por entidades de crédito o compañías de seguros que no se encuentren en capacidad económica comprobada de garantizar el cumplimiento de las obligaciones dimanantes de la OPA, por otras que sí la tengan.[63]

Tratándose de títulos físicos, tal acreditación puede darse mediante su depósito en una central de valores u otra entidad autorizada por la Comisión y entrega de la certificación correspondiente al tercero no vinculado a la transacción.

Tratándose de títulos representados mediante anotaciones en cuenta, o derechos bursátiles sobre activos financieros en cuentas de custodia, la acreditación de su disponibilidad puede darse mediante la entrega del certificado que emita el emisor o su representante sobre tales derechos.

Cuando la contraprestación se ofrezca en porciones de efectivo y valores, determinables por porcentajes mínimos y máximos, la garantía se constituirá de la siguiente forma:

a) Para la porción en efectivo, la suma que represente el porcentaje máximo a pagar;
b) Para la porción en valores, se entregará en custodia al tercero no vinculado a la transacción, los valores que representen el porcentaje máximo a liquidar.[64]

PROCEDIMIENTO

Una vez recibida la notificación, la CNV verificará que la oferta se ajuste a lo dispuesto en el Procedimiento adoptado por Acuerdo 7-2001, para lo cual podrá solicitar y recabar información adicional que estime pertinente. Si la documentación presentada cumple con lo requerido no se producirá ningún acto adicional por parte de la CNV en el sentido de una resolución que apruebe o registre la OPA. Las OPAS en la normativa panameña no se autorizan mediante resolución.[65]

---

[62] En Estados Unidos las ofertas que tiene como contraprestación dinero en efectivo se denominan *tender offers*. Si la contraprestación son acciones se denominan *registered exchange offers*. Ver Charles A. Scharf… Acquistions, Mergers,,,….. Ob. Cit. Página 223.
[63] El regulador español solicita que las garantías provengan de entidades de crédito españolas o con establecimiento en España.
[64] Artículo 6 Acuerdo 7-2001.
[65] En España, una vez presentada la OPA, el regulador dispone de un plazo de 15 días hábiles para autorizar o denegar la OPA o, en su caso solicitar información adicional.

En caso de que existan varios oferentes (Ver más adelante OFERTAS COMPETIDORAS) los oferentes podrán presentar a la Comisión un escrito de observaciones o impugnaciones a los anuncios o folletos explicativos de las Ofertas notificadas por cualquier otro oferente. Se limita la presentación a un solo escrito y se establece un plazo para la presentación. El oferente deberá presentar su escrito de observaciones dirigido a la Comisión Nacional de Valores a más tardar dentro de los dos (2) días hábiles siguientes a la publicación del anuncio o la presentación del prospecto informativo o folleto explicativo a la Comisión. No se admitirán escritos presentados fuera del término antes indicado.[66]

FACULTAD DE LA CNV PARA SUSPENDER LA OPA.[67]

Si en algún momento, a juicio de la Comisión, los documentos que se utilicen para hacer una oferta pública de compra de acciones, o cualquier otro material publicitario o informativo relacionado con dicha oferta contuviesen información o declaraciones falsas sobre hechos de importancia, u omitiesen divulgar información o declaraciones sobre hechos de importancia que deban ser divulgados para que las declaraciones hechas en dichos documentos no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron hechas, la Comisión podrá ordenar, mediante resolución de Comisionados, que se suspenda el uso de dichos documentos o la oferta pública de compra de acciones, o ambas, hasta tanto que dichos documentos sean modificados o complementados, según lo requiera la Comisión.

Es importante destacar que está facultad de suspensión corresponde a la suspensión del uso de los documentos o a la oferta pública de compra de acciones, o ambas y la misma se da hasta que los documentos sean modificados o complementados según lo requiera la CNV.

Esta suspensión del uso de documento o de la OPA es distinta y sirve otros propósitos a la suspensión de la negociación de los valores afectados por la oferta, entendiéndose por valores afectados por la oferta las acciones de la sociedad emisora y las acciones del oferente. La orden de suspensión indicará que ésta se debe al lanzamiento de la OPA.[68]

El oferente estará en la obligación de notificar de inmediato y personalmente a la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA, así como a las bolsas de valores en Panamá en que estén listadas dichas acciones de la suspensión ordenada por la Comisión. (Para los efectos de la suspensión Ver PLAZO DE ACEPTACIÓN).

---

[66] Artículo 12 Acuerdo 7-2001
[67] Artículo 97 Decreto Ley 1 de 1999. Artículo 12 Acuerdo 7-2001.
[68] Artículo 13 del Acuerdo 7-2001.

SUSPENSIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES AFECTADOS.

Una vez notificada la OPA a la Comisión por el oferente, la Comisión ordenará y notificará de inmediato y personalmente al emisor y al oferente la suspensión temporal de negociación de los valores afectados por la oferta.

Se entiende por valores afectados por la oferta las acciones de la sociedad emisora y las acciones del oferente. La orden de suspensión indicará que ésta se debe al lanzamiento de la OPA.

La suspensión se comunicará de la misma forma a las bolsas de valores en las que los valores afectados estuvieran admitidos a negociación.

La suspensión quedará sin efecto automáticamente y sin necesidad de trámite adicional a los 5 días hábiles contados a partir de la última publicación del anuncio de la OPA a que se refiere el Artículo 11 del Acuerdo 7-2001 o en un plazo menor si así lo dispone la Comisión. En este último caso la CNV procederá, mediante resolución motivada, a decretar el levantamiento de la suspensión.[69]

LIMITACIÓN DE LA ACTUACIÓN DE LA SOCIEDAD EMISORA DE LAS ACCIONES OBJETO DE LA OPA.

A partir de la notificación de la OPA al emisor y hasta la comunicación de sus resultados por el oferente, la Junta Directiva del emisor se abstendrá de realizar cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o que tenga por objeto perturbar el desarrollo de la OPA.

En particular se abstendrá de:

a. Acordar la emisión de obligaciones, excepto cuando se trate de ejecutar acuerdos previos.
b. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre las acciones afectadas por la oferta con la finalidad de perturbarla.
c. Enajenar, gravar o arrendar activos de la sociedad cuando puedan perturbar o frustrar la oferta, excepto cuando se trate de ejecutar acuerdos previos.[70]

La CNV ha expresado mediante Opinión su posición administrativa respecto a si en una Oferta Pública de adquisición de Acciones (OPA), debe o está obligada la entidad

[69] Ibidem
[70] Artículo 14 Acuerdo 7-2001.

emisora a permitir al oferente hacer, por cuenta propia, una revisión de las operaciones y de los libros y registros contables y si hay o no obligación legal de hacerlo.

> "Las normas antes citadas contienen las obligaciones que surgen para la sociedad emisora con ocasión de una oferta pública de compra de acciones. Como se observa de ellas no se desprende ninguna obligación especifica de permitir al oferente hacer, por cuenta propia, una revisión de las operaciones y de los libros y registros contables de la sociedad emisora.
> Al respecto es muy importante resaltar que en la legislación panameña conforme al artículo 94 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 antes citado la obligación de notificar una oferta pública de compra de acciones se circunscribe a las acciones registradas de un emisor significando lo anterior que la oferta pública de compra de acciones es un mecanismo utilizado por disposición legal en el ámbito de los emisores que tienen sus acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores.
> El registro de acciones en la Comisión Nacional de Valores origina una serie de obligaciones de revelar información, información que de no estar registradas las acciones en la Comisión sería información privada. Esta información debe reposar en los archivos de la Comisión, debe ser actualizada constantemente, es de acceso público e incluye toda la información financiera de importancia de un emisor.
> Conclusión:
> En el tema especifico de las ofertas públicas de compra de acciones, la legislación especial que regula la materia en Panamá no impone la obligación a la empresa emisora de las acciones objeto de la oferta pública de permitir al oferente, por cuenta propia, una revisión de las operaciones y de los libros y registros contables.
> Sobre la afirmación contenida en la solicitud de opinión de que esta revisión de libros es un requisito usual en transacciones de esta naturaleza puede indicarse que antes de la entrada en vigencia total del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y del Acuerdo No. 4 de 16 de mayo de 2,000 no había legislación aplicable a esta materia. En todo caso cualquier uso comercial no puede ser contrario a lo dispuesto en la legislación actual.
> Debe tenerse en cuenta que la legislación en materia de oferta pública de compra de acciones es de carácter general y no hace distinción entre el tipo de sociedad que tenga sus acciones registradas en la Comisión. Lo anterior significa que dependiendo del tipo de giro de negocio que tenga la sociedad emisora otros entes reguladores y otras normas jurídicas que pueden contener otro tipo de obligaciones sean aplicables.
> Las ofertas públicas de compras de acciones recaen sobre acciones registradas en la Comisión Nacional de Valores. Los emisores que tienen sus acciones registradas en la Comisión están sujetos a la obligación de suministrar

información periódica sobre la sociedad y sus actividades incluyendo la información financiera de importancia para que un inversionista pueda tomar una decisión informada de invertir o no en una sociedad".[71]

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA DE LA SOCIEDAD EMISORA.

La Junta Directiva de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA deberá rendir, al menos, un informe detallado con su opinión sobre la oferta, en el que se haga referencia a la existencia de Acuerdos entre el oferente y la sociedad, o sus directores, dignatarios o ejecutivos por razón de la OPA. Dicho informe y cualquier otra comunicación que el emisor haga sobre la OPA, deberá ser entregado a la Comisión para su inclusión en el expediente público y puesto a la disposición de los accionistas de la sociedad emisora al menos 5 días hábiles antes del vencimiento de la oferta.[72]

Entendemos que en caso de que existiera una oferta competidora o una modificación de las condiciones de la oferta, la Junta Directiva de la sociedad emisora deberá rendir y entregar a la CNV, para su inclusión en el expediente público y puesto a la disposición de los accionistas, un nuevo informe detallado.

PLAZO DE ACEPTACIÓN

Las ofertas públicas de compra de acciones no podrán tener un plazo para su aceptación que sea menor de treinta días contados desde la fecha en que se hagan. El plazo de aceptación de la oferta no podrá ser menor de treinta días contados desde el día siguiente a la fecha en que haga la última publicación del anuncio a que hace referencia el Artículo 11 del Acuerdo 7-2001.

En caso de que la Comisión suspendiese la oferta o el uso de documentos se aplicará el contenido del Artículo 18 del Acuerdo 7-2001 que dispone que es deber del oferente notificar inmediatamente a la Comisión todo cambio en los términos o condiciones de una Oferta Pública de Compra de Acciones vigente.

Los cambios de términos o condiciones en la oferta deberán publicarse y comunicarse a los accionistas de la misma forma en que se distribuyó la oferta inicial, en cuyo caso el plazo de la oferta se extenderá por un período mínimo de *quince días adicionales* a los días establecidos en la oferta inicial. En el evento de que la modificación de la oferta se surta en una fecha a partir de la cual aún resten al menos 15 días para el vencimiento del plazo inicial, se mantendrá dicho plazo inicial de aceptación.[73]

---

[71] Opinión 6 de 5 de junio de 2000
[72] Artículo 17 Acuerdo 7-2001.
[73] Artículo 16 Acuerdo 7-2001

IGUALDAD DE CONDICIONES

Toda oferta pública de compra de acciones registradas en la Comisión deberá ser hecha a todos los tenedores de dichas acciones en igualdad de términos y condiciones, y se deberá pagar el mismo precio de compra a todos los tenedores de dichas acciones que acepten la oferta.[74]

COMPRA EN FORMA PRORRATEADA

En caso de que se reciban aceptaciones por una cantidad de acciones mayor a la estipulada en la oferta pública de compra, el oferente deberá adquirir las acciones en forma proporcional entre las aceptaciones recibidas. [75]

En caso de que se reciban aceptaciones por una cantidad de acciones mayor a la estipulada en la oferta pública de compra, el oferente podrá adquirir parcial o totalmente los valores que exceden del monto de la oferta.

De no hacerlo, deberá adquirir las acciones en forma proporcional entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación recibida.[76]

PROHIBICIÓN DE COMPRAR ACCIONES FUERA DE LA OFERTA

Ninguna persona o afiliada suya que haya hecho una oferta pública de compra de acciones registradas en la Comisión, incluyendo el propio emisor, podrá adquirir, directa o indirectamente, acciones de la misma clase en forma distinta a lo establecido en dicha oferta dentro del plazo de la oferta.[77]

REVOCACIÓN DE LA ACEPTACIÓN

Cualquier tenedor de acciones que haya aceptado una oferta pública de compra de acciones podrá revocar su aceptación antes de que venza el plazo de la oferta. [78]

La CNV ha fijado su posición administrativa en cuanto a los efectos de los pactos entre accionistas que tengan bloques de control en sociedades registradas y potenciales

---

[74] Artículo 98 Decreto Ley 1 de 1999
[75] Artículo 99 Decreto Ley 1 de 1999
[76] Artículo 25. Acuerdo 7-2001
[77] Artículo 102 Decreto Ley 1 de 1999
[78] Contrasta con el derecho español en el cual las declaraciones de aceptación tienen carácter de irrevocables, salvo aquellos supuestos expresamente previsto en la normativa y no pueden someterse a condición. Los supuestos de revocación de la aceptación son en el caso de que se presente una oferta competidora y cuando se modifiquen las condiciones de la oferta.

adquirentes de las mismas, en el contexto de una Oferta Pública de Compra de acciones, frente al artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999, sobre Revocación de la Aceptación al señalar:[79]

> "No ha escapado a la atención de esta Comisión que en dos de los tres casos antes mencionados, la OPA lanzada por la totalidad de las acciones estuvo antecedida de la celebración de pactos o convenios privados con accionistas de dichas sociedades registradas que de forma individual o conjunta con otros accionistas, formaban un bloque de control. En ambos casos, el propósito de tales convenios era que, una vez lanzada la OPA, los accionistas suscriptores del convenio se obligarán a aceptar la oferta, estableciendo incluso penalidades en el evento de que los accionistas suscriptores no aceptaran o revocaran la aceptación previamente manifestada de la OPA.
>
> La Comisión considera que el efecto de dichos acuerdos previos en el contexto de una OPA lanzada de conformidad con la legislación vigente, es contrario al tenor literal y espíritu del artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999
>
> Llegado este punto, resulta de interés reflexionar sobre algunos de los objetivos de un proceso de OPA. En un proceso de OPA, se busca que todos los tenedores de acciones puedan concurrir a este en igualdad de condiciones, dándose por tanto a todos los accionistas la posibilidad de escoger entre aceptar o no la propuesta de la entidad oferente ya sea por inconveniente o porque surge una oferta competidora más atractiva. Por tanto, el objetivo deseado es garantizar la participación de todos los accionistas, en idénticas condiciones e igual nivel de información y de todas las ofertas que pudiesen suscitarse.
>
> Asimismo existe un principio de transparencia que inspira de forma general los mecanismos prevalecientes en la dinámica de los mercados de valores, piedra angular sobre la cual descansa la confianza del público inversor que, con el más legítimo de los intereses, tiene derecho a saber y conocer de los actos que implican procesos de toma de control de las compañías en las que han depositado la suficiente confianza como para invertir. Es previsible que información de esta naturaleza sea en el futuro objeto de reportes específicos ante esta autoridad, toda vez que accionistas con bloques importantes son personas sobre los cuales existe una presunción de poseer o tener acceso a información privilegiada ("statutory insiders"). Sin perjuicio de lo anterior, es información que constituye un hecho de importancia en la vida corporativa cotidiana de la sociedad registrada.

[79] Ver Opinión 7-2002

Evidentemente, la institución de la OPA entraña un elemento de protección a los accionistas minoritarios, pues ésta puede constituirse en una oportunidad de vender sus acciones a un precio superior al precio de mercado, en lo que sería la repartición igualitaria de la denominada prima de control. Precisamente para ello, la norma dispuso en lenguaje contundente la posibilidad para el accionista de revocar la aceptación ya manifestada antes de que venza el plazo de la oferta. Este derecho adquiere enorme importancia en un escenario donde exista más de un oferente interesado.

Nuestro ordenamiento civil consagra la autonomía de la voluntad, con sujeción a ciertas limitaciones:

"Artículo 1106. Los contratantes pueden establecer pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a la ley, a la moral ni al orden público." (lo subrayado es nuestro).

Como puede observarse, la autonomía de la voluntad es reconocida en el artículo 1106 del Código Civil, pero con límites en normas imperativas, morales o de orden público y por tanto, sujeta a la validez misma del negocio al cual subyace.

Posición de la Comisión:
La Comisión considera que cualquier acuerdo que coarte el derecho del accionista a ejercer su libre derecho de revocar la aceptación previamente manifestada dentro de una OPA, es contrario al artículo 100 del Decreto ley 1 de 1999 y al orden público y por ende, cuestionable su validez legal ante los tribunales de justicia ordinarios como entes facultados de forma exclusiva para hacer tal determinación.

El sustento de esta posición descansa en nuestro ordenamiento civil, en particular el artículo 1106 del Código Civil antes citado y sobre el cual la Corte Suprema de Justicia ha tenido oportunidad de pronunciarse en diversas ocasiones, en cuanto a su efecto sobre los contratos. En sentencia de 14 de julio de 1995, al resolver un recurso extraordinario de casación que versaba sobre la validez de una cláusula en un contrato, entre particulares manifestó lo siguiente:
".....
La cláusula cuarta de ese contrato pretende, así lo entiende la Sala, sujetar, en beneficio del apoderado, la facultad que tiene el poderdante para revocar libremente el poder cuando lo considere conveniente. Ello contraviene claras normas legales. No es factible aceptar la tesis expuesta por el juzgador de segunda instancia en virtud de la cual debe privar el principio de la libertad

de contratación; tal aserto violentaría la última parte del artículo 1106 del Código Judicial, al aceptar una cláusula que contraviene a la ley y al orden público. Se permitiría un enriquecimiento de una parte sin que existiera una causa; en este caso la prestación total del servicio....” (El énfasis es nuestro).

En el caso que nos ocupa, claramente existe una norma de rango legal que dispone la libertad del accionista de revocar la aceptación previamente manifestada, antes de que venza el plazo de la OPA. En consecuencia, cualquier pacto que menoscabe o prohíba el ejercicio de ese derecho, es a juicio de esta Comisión y por ende ésta es su posición administrativa, contrario el artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999.”

REVOCACIÓN DE LA OPA

La persona que haga una oferta pública de compra de acciones puede reservarse el derecho de retirar la oferta en cualquier momento o por cualquier razón,[80] lo cual deberá quedar expresamente consignado en la notificación y demás documentos relativos a la OPA. En caso de que no indique expresamente este derecho, la oferta será irrevocable.[81]

CAMBIOS EN TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA [82]

Cualquier cambio en los términos y las condiciones de una oferta pública de compra de acciones registradas deberá ser comunicado inmediatamente en la misma forma en que se distribuyó la oferta inicial a los accionistas, y en este caso el plazo de la oferta se extenderá por un período mínimo de quince días adicionales a los días establecidos en la oferta inicial. [83]

---

[80] Artículo 100 Decreto Ley 1 de 1999 y Artículo 20 Acuerdo 7-2001.
[81] Contrasta con el derecho español que dispone que las ofertas son irrevocables, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos previstos en la propia normativa. Un supuesto de desistimiento contemplado es cuando ocurran circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, que hagan que no pueda realizarse la oferta, previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. Fuera de los supuestos expresamente mencionados en la normativa, el regulador español entiende que no es posible someter la oferta a condición alguna.
[82] Ver texto Opinión 4 de 31 de mayo de 2000.
[83] Artículo 101 Decreto Ley 1 de 1999 y Artículo 18 Acuerdo 7-2001.

En el evento de que la modificación de la oferta se surta en una fecha a partir de la cual aún resten al menos 15 días para el vencimiento del plazo inicial, se mantendrá dicho plazo inicial de aceptación.[84]

Con anterioridad al Acuerdo 7-2001 y en base a la normativa vigente en ese momento la CNV había expresado, a solicitud de parte interesada y mediante Opinión su posición administrativa respecto al plazo para aceptación de oferta modificada:

> ¿Qué ocurre si la modificación a la oferta se produce durante los primeros días de vigencia de la oferta, de tal manera que los quince días adicionales, de que habla la ley(sic), quedan comprendidos dentro del período de vigencia de la oferta inicial, que es de treinta días? , Y, de la misma manera, qué ocurre si la modificación a la oferta se produce durante los últimos días de vigencia de la oferta, de tal manera que los quince días adicionales de que habla la ley no quedan comprendidos dentro del periodo de vigencia de la oferta original, que es de treinta días?
> Pareciera evidente que en el segundo supuesto, debe extenderse el plazo más allá de los treinta días hasta completar los quince días adicionales que el legislador quiere brindar al accionista y no así en el primer supuesto cuando los quince días quedan comprendidos dentro del período inicial.

Esta Comisión considera que el texto del artículo 101 es bastante claro y no contempla ningún tipo de distinción sobre el momento en que se hace la modificación a los términos y condiciones de la oferta. La norma comentada dispone claramente: "Cualquier cambio en los términos y las condiciones de una oferta pública de compra de acciones registradas deberá ser comunicado inmediatamente en la misma forma en que se distribuyó la oferta inicial a los accionistas, *y en este caso el plazo de la oferta se extenderá por un periodo mínimo de quince días adicionales a los días establecidos en la oferta inicial."*[85]

OFERTAS COMPETIDORAS.

Cualquier persona podrá presentar ofertas competidoras. Toda oferta competidora deberá cumplir, al menos, con los siguientes requisitos:
a. Deberá tener por objeto al menos la misma cantidad de acciones que la OPA original[86];

---

[84] Artículo 18 Acuerdo 7-2001
[85] Opinión 5 de 31 de mayo de 2000.
[86] Opinión 2 de 22 de mayo de 2000: "…. 2. Un ajuste en el precio ofrecido constituye un cambio en los términos o condiciones de la oferta pública de compra de acciones.
3. De conformidad con el texto del artículo 17 del Acuerdo No.4 de 16 de mayo de 2000 el ajuste en el precio ofrecido

b. Debe notificarse a la Comisión y publicarse antes del vencimiento del plazo de aceptación de la OPA original, y
c. Debe cumplir con todos los requisitos establecidos en el Acuerdo 7-2001.[87]

En las 8 OPAS que se han dado en el mercado de valores panameño únicamente la primera OPA tuvo una oferta competidora. Uno de los efectos de esta OPA competidora fue que provocó una modificación en la OPA inicial u original del oferente original quien aumentó el precio a pagar por las acciones, mejorando así lo ofrecido a los accionistas.[88]

DISPOSICIONES ESPECIALES APLICABLES CUANDO SE NOTIFIQUEN DOS O MÁS OFERTAS SOBRE LAS MISMAS ACCIONES.

1. La o las ofertas competidoras podrán lanzarse en cualquier momento antes de que venza el plazo de aceptación de la primera OPA vigente.
2. La o las ofertas competidoras no podrán tener un plazo de aceptación mayor de 30 días.
3. El lanzamiento de la o las ofertas competidoras prorrogarán automáticamente el plazo de aceptación de la primera OPA por 30 días más, abriendo un plazo común de aceptación para todas las ofertas. Durante el transcurso del plazo común de aceptación, los oferentes podrán hacer modificaciones a sus ofertas, sin limitación, hasta el vigésimo quinto día.[89]

TERMINACIÓN DE EFECTOS DE LA OFERTA.

Cuando la oferta quede sin efecto por no haberse alcanzado el porcentaje mínimo de aceptaciones a la cual fue condicionada, el oferente deberá notificarlo a la Comisión.

El oferente deberá dar difusión pública y general a la terminación de la oferta por esta causa, dentro del plazo máximo de dos días hábiles contados a partir de la fecha de

---

no está sujeto a ningún mínimo en particular quedando a discreción del oferente u oferente competidores la determinación del ajuste del precio así como de cualquier cambio en los términos o condiciones de la oferta pública de compra de acciones vigente. De conformidad con el artículo 96 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 los términos y las condiciones de la oferta serán de libre determinación por la persona que hace la oferta, salvo lo contemplado en el Decreto Ley 1 de 1999…". Esto se puede contrastar con el derecho español la oferta competidora debe mejorar la última precedente. La normativa permite dos clases de mejoras: en cuanto a precio o en cuanto al número de valores al que se dirige la OPA, en el caso de que sea posible. En cuanto al precio la normativa exige que se aumente en, al menos, un 5% del precio o el valor de la contraprestación ofrecida.

[87] Artículo 15 Acuerdo 7-2001.

[88] Luego de la lanzada por Banistmo la OPA inicial, Empresa General de Inversiones S.A. (EGI) lanzó una oferta competidora por las acciones de Primer Grupo Nacional (PGN). EGI ofreció pagar un precio de US17.00 por acción. Banistmo había ofrecido en su OPA inicial la suma de US$15.65 en efectivo. Posteriormente modificó su oferta para ofrecer la suma de US$17.00 en efectivo.

[89] Artículo 19 Acuerdo 7-2001

expiración del plazo de la oferta, para lo cual publicará los anuncios correspondientes en dos diarios de circulación nacional, por dos días consecutivos, y lo comunicará a las Bolsas de Valores en la República de Panamá en que estén listadas las acciones.[90]

Publicado el anuncio a que hace referencia el párrafo anterior, quedarán sin efecto las aceptaciones que se hubiesen recibido, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación.

DECLARACIÓN DE LA ACEPTACIÓN.

Las declaraciones de aceptación de una OPA se manifestarán por los medios y con las formalidades que se señalen en su Prospecto o folleto explicativo.[91]

El oferente usualmente prepara un modelo de aceptación que señala los documentos que debe aportar el accionista y el procedimiento detallado que debe seguir.

El accionista debe completar el formulario de aceptación e instrucciones de la OPA con toda la información que se le solicite. El accionista deberá indicar en caso de que existan diferentes opciones como desea que le haga la liquidación. Por ejemplo ya sea pago en efectivo o en acciones, de ser el caso, o una combinación de ambos. El accionista debe indicar a quien debe girarse el cheque o emitirse los certificados de acciones en pago de la OPA. El documento debe ser firmado por el accionista. Es importante indicar que el accionista goza de todos los derechos inherentes a su condición de accionista, incluyendo el derecho a voto, durante el plazo de aceptación de la OPA.

Entre los documentos a entregar se encuentra por supuesto el o los certificados de acciones objeto de la OPA. Usualmente se solicita el endoso por separado. Este endoso el oferente lo adjunta al Prospecto o folleto explicativo. Se le solicita al accionista copia de la cédula de identidad o pasaporte, si es persona natural. Si es persona jurídica, copia del acta de la Junta Directiva o de Accionistas de la sociedad autorizando la aceptación de la OPA y copia de la cédula de identidad del representante legal o de la persona autorizada a realizar el trámite de aceptación. Con estos documentos el tercero no vinculado verifica las firmas del endoso de las acciones y la firma de aceptación de la oferta.

El tercero no vinculado usualmente entrega a quien les transmite la aceptación copia del endoso por separado de aceptación de venta de acciones debidamente sellado, con firma de recibido y fecha y formulario de recibo de las acciones, especificando el número de certificado y la cantidad de acciones entregadas al tercero no vinculado.

---

[90] Artículo 21 Acuerdo 7-2001
[91] Artículo 22 Acuerdo 7-2001

El accionista puede revocar su aceptación antes de la fecha de vencimiento del plazo de aceptaciones de la OPA. No deben establecerse mecanismos en el trámite de aceptaciones y revocatoria de las aceptaciones que dificulten o impiden el ejercicio de este derecho del accionista. Este supuesto puede darse en el caso de ofertas competidoras en las cuales el oferente que ha asegurado ya un porcentaje de aceptaciones establece mecanismos para dificultar la revocatoria de la aceptación de los accionistas que desean revocar su aceptación para aceptar la oferta competidora por estimar ésta es más ventajosa.

La legislación no señala ningún límite a la cantidad de veces que un accionista puede recovar una aceptación para aceptar una oferta competidora.

INFORMACIÓN SOBRE LAS ACEPTACIONES RECIBIDAS.

Durante el plazo de la OPA, el oferente deberá informar a la Comisión, con la periodicidad que ésta indique, sobre el número de aceptaciones recibidas. Durante el plazo de la oferta, los accionistas también podrán obtener información sobre el número de aceptaciones recibidas por el oferente, por conducto de quien éste designe a tales efectos.[92]

Esta obligación del oferente, la cumple a través del tercero no vinculado. El tercero no vinculado informa de forma diaria a la CNV y por ende al mercado del número de acciones que ha recibido en aceptación de la OPA y por ende del porcentaje de aceptación alcanzado a la fecha del informe.

COMUNICACIÓN DEL RESULTADO.

Dentro de los 2 días hábiles siguientes a la expiración del plazo de la oferta, el oferente comunicará a la Comisión el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación recibidas.[93]

DEVOLUCIÓN DE TITULOS.

En caso de que la oferta quede sin efecto, la persona designada para recibir las aceptaciones, es decir el tercero no vinculado, estará obligada a devolver los documentos acreditativos de la titularidad de las acciones que les hubiesen sido entregados, en el plazo máximo de tres días hábiles contados a partir de la fecha en que la oferta quedó sin efecto. Todos los gastos correrán por cuenta del oferente.

---

[92] Artículo 23 Acuerdo 7-2001
[93] Artículo 24 Acuerdo 7-2001

Igual plazo se aplicará para la devolución, en los casos de aceptaciones que no resulten adjudicadas en virtud del prorrateo.[94]

SOCIEDADES CON ACCIONISTAS EXTRANJEROS

Quedarán sujetas al régimen de defensa contra ofertas hostiles establecido por el Decreto 45 de 1977 las sociedades constituidas de conformidad con las leyes de Panamá, y las constituidas de conformidad con leyes extranjeras que tengan su sede social o estén habilitadas para hacer negocios dentro de la República de Panamá, que tengan más de tres mil accionistas, la mayoría de los cuales tengan su domicilio fuera de la República de Panamá, que se registren, o que estén registradas al entrar en vigencia el Decreto Ley 1 de 1999, en la Comisión expresamente para este propósito, y que mantengan en Panamá oficinas permanentes con empleados de tiempo completo e inversiones en el territorio nacional por una suma superior a un millón de Balboas (B/.1,000,000.00). [95]

SANCIONES

No existe un régimen sancionador especial o particular para las OPAS.

Las sanciones que pudiesen corresponder al oferente y las personas que en su nombre presenten información y documentación relacionado con la OPA giran en torno al incumplimiento genérico del deber de informar o el suministro de información falsa, engañosa o incompleta en aspectos de importancia.

Así las cosas queda prohibido a toda persona hacer, o hacer que se hagan, en un informe o en cualquier otro documento, como por ejemplo serían los documentos relacionados con las OPAS, presentado a la Comisión en virtud del Decreto Ley 1 de 1999 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. [96]

Igualmente queda prohibido a toda persona incurrir, 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 divulgar para que las declaraciones hechas en ella no sean tendenciosas o engañosas a la luz de las circunstancias en que fueron

---

[94] Artículo 26 Acuerdo 7-2001.
[95] Artículo 103 Decreto Ley 1 de 1999.
[96] Artículo 200 Decreto Ley 1 de 1999. Título XII De las Actividades Prohibidas. Para la definición del concepto "de Importancia" ver el Artículo 1 Decreto Ley 1 de 1999

hechas, en relación con la compra o venta valores registrados, o una oferta pública de compra de acciones registradas (OPA).[97]

Las personas que participan en las etapas previas a un OPA quedan sujetas a las prohibiciones relativas al uso indebido de información privilegiada. Así las cosas, 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. [98]

Igualmente las personas que participan en una OPA quedan sujetas a las prohibiciones relativas a manipulación. Por lo tanto queda prohibido a toda persona hacer ofertas de compra o de venta de valores registrados, así como comprar o vender dichos valores, contraviniendo los acuerdos que la Comisión adopte para evitar la creación de una apariencia falsa o engañosa de que valores registrados se están negociando activamente, la creación de una apariencia falsa o engañosa respecto al mercado de valores registrados o la manipulación del precio de mercado de cualquier valor registrado, con el fin de facilitar la venta o la compra de dichos valores. [99]

La persona que viole cualquier disposición contenida en este Decreto-Ley, o sus reglamentos, será responsable civilmente por los daños y los perjuicios que dicha violación ocasione.

En caso de violación de la norma relativa al uso indebido de información privilegiada, 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 violación. En este caso no se permitirá la rescisión de los contratos.

Si la acción u omisión violatoria es imputable a dos o más personas éstas responderán solidariamente por los daños y los perjuicios causados. Entre dichas personas, a

[97] Artículo 195 Decreto Ley 1 de 1999. Título XII De las Actividades Prohibidas
[98] Artículo 196 Decreto Ley 1 de 1999. Título XII De las Actividades Prohibidas
[99] Artículo 201 Decreto Ley 1 de 1999 Título XII De las Actividades Prohibidas

petición de cualquiera de ellas, el tribunal podrá distribuir la responsabilidad en proporción a la culpa de cada una de ellas. [100]

La Comisión podrá imponer multas administrativas hasta de un millón de balboas (B/. 1,000,000.00) a cualquier persona que viole el Decreto-Ley 1 de 1999 o sus reglamentos, por la realización de cualesquiera d las actividades prohibidas establecidas en el Título XII del Decreto ley 1 de 1999 (que incluye el uso indebido de información privilegiada, presentación de información falsa, manipulación , o hasta de trescientos mil Balboas (B/.300,000.00) por violaciones a las demás disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999.

Para la imposición de las multas administrativas, la Comisión tomará en cuenta los siguientes criterios de valoración:

1. La gravedad de la infracción;
2. La amenaza o el daño causado;
3. La capacidad de pago y el efecto de la sanción administrativa en la reparación del daño a los inversionistas directamente perjudicados;
4. Los indicios de intencionalidad;
5. La duración de la conducta;
6. La reincidencia del infractor.[101]

Determinados sujetos expresamente listados en la norma tienen tipificada una conducta prohibida en cuanto a la divulgación de información confidencial o privilegiada. Así, la casa de valores, el asesor de inversión, el administrador de inversiones, la organización autorregulada, el miembro de una organización autorregulada o el director, dignatario o empleado de cualquiera de éstas, así como el corredor de valores, el analista, o el Comisionado, funcionario o consultor externo de la Comisión que indebidamente divulgue información confidencial o privilegiada que haya obtenido en el desempeño de sus funciones será sancionado con multa no menor de mil Balboas (B/.1,000) y no mayor de cien mil Balboas (B/.100,000.00), sin perjuicio de las sanciones civiles y penales que le puedan corresponder. Para determinar el monto de la multa que deba imponerse en cada caso, la Comisión tomará en cuenta, entre otros factores, la intención de la persona que incurrió en la falta, si hay o no reincidencia, el beneficio obtenido y el daño causado. En caso de que dicha persona fuese un Comisionado o un funcionario de la Comisión será destituido inmediatamente de su cargo. [102]

---

[100] Artículo 204 Decreto Ley 1 de 1999.
[101] Artículo 208 Decreto Ley 1 de 1999.
[102] Artículo 209 Decreto Ley 1 de 1999

BIBLIOGRAFIA

Barsallo P., Carlos A., ¿Qué es una OPA? y La OPA obligatoria no es la panacea. Sección Negocios de la página Web de La Prensa. Domingo 18 de noviembre de 2001 y en Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá. Tomo I. Febrero 2006. Publicación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Página 176 y siguientes.

De Cardenas Smith, Carlos. Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición. Estudios de Derecho Mercantil. Editorial Civitas, S.A. España. 1993.

Garcia De Enterria, Javier. La Opa Obligatoria. Civitas. España. 1996.

Ibáñez Rubio, Javier. Régimen Legal Español de las Ofertas públicas de Adquisición (OPA) en Lecciones de Derecho Bancario y Bursátil. Fernando Zunzunegui. Coordinador. Colex. España.. 2001.

Lewis D. Solomon, Donald E. Schwarts y Jeffrey D. Bauman. Corporations. Law and Policy. Materials and Problems. Second Edition. Chapter 18. Transactions in Corporate Control. WestpublishingCo

Scharf, Charles A., Shea, Edward E. y Beck, George C.. Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers. A Handbook with Forms. Fourth Edition Capítulo 9. Tender offers and defenses. Issuer Repurchases and "Going private" Proxy Contests. Páginas 223 y siguientes

Normativa panameña

Decreto Ley 1 de 8 de Julio de 1999.

Decreto 45 de 1977. Régimen de defensa contra ofertas hostiles.
Acuerdo 1-2004 sobre Fusiones y Adquisiciones dictado por la Superintendencia de Bancos de Panamá.
Ley 6 de 2005. Ley de equidad fiscal.
Ley 18 de 2006. Reforma Fiscal
Ley 32 de 1927. Ley de sociedades anónimas panameñas.

Acuerdos
Comisión Nacional de Valores

Acuerdo 4 de 2000 modificado por el Acuerdo 9-2000 por el cual se establece el Procedimiento para la presentación de notificaciones de ofertas públicas de compra de acciones.

Acuerdo 16-2000 por el cual se adopta el Procedimiento de distribución y uso de las solicitudes de poderes de voto, autorización y consentimiento.

Acuerdo 7-2001 por el cual se establece el Procedimiento para la presentación de notificaciones de ofertas públicas de compra de acciones

Opiniones
Comisión Nacional de Valores

Opinión 1 de 2000
Opinión 2 de 2000
Opinión 3 de 2000
Opinión 4 de 2000.
Opinión 5 de 2000
Opinión 6 de 2000
Opinión 7 de 2001
Opinión 6 de 2001.
Opinión 7 de 2001.
Opinión 7 de 2002
Opinión 4 de 2006

ANEXOS

A. Listado de sociedades con acciones comunes registradas en la CNV.
B. Listado de verificación. Trámite de Notificación OPA.
C. Cuadro de Acciones y/o trámites en la OPAS. Responsables y Plazos.
D. Cuadro comparativo de cambios en el tratamiento fiscal de las OPAS.

ANEXOS

A. Listado de sociedades con acciones comunes registradas en la CNV.

ANEXOS

B. Listado de verificación. Trámite de Notificación OPA.

ANEXOS

C. Cuadro de Acciones y/o trámites en la OPAS. Responsables y Plazos.

ANEXOS

D. Cuadro comparativo de cambios en el tratamiento fiscal de las OPAS.

OMISIONES COMUNES DETECTADAS EN LA SUPERVISIÓN DEL CUMPLIMIENTO DE LA POLÍTICA CONOZCA A SU CLIENTE EN EL MERCADO DE VALORES.

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

I ANTECEDENTES

Los sujetos que intervienen en el mercado de valores quedaron inmersos en el ámbito de aplicación de las medidas de prevención del delito de blanqueo de capitales en el año 2000. Siendo su principal precedente la tipificación del delito de blanqueo de capitales mediante la Ley 41 de 2000 y la consecuente aprobación de la Ley 42 de 2000, que estableció los sujetos obligados, las medidas de prevención, los entes de supervisión y control así como los procedimientos de reportes, regulación del secreto profesional, de prevención y capacitación a cumplirse por parte de los regulados.

Por primera vez en una legislación de general aplicación para los que intervienen en el sistema financiero, de forma expresa se hacen extensiva a los sujetos que intervienen en el mercado de valores tales como las casas de valores, corredores de valores, los administradores de inversión y las organizaciones autorreguladas (Bolsas de Valores y Centrales de Valores) las normas de prevención del delito de blanqueo de capitales como sujetos reportantes de transacciones ordinarias de efectivo o cuasi efectivo de más de 10,000 balboas (conocidos como CTR) y de transacciones sospechosas (conocidos como RTS); además de una serie de obligaciones precisas en cuanto al desarrollo de políticas de prevención interna de la organización, manuales conozca a su cliente, capacitación constante del personal y la sujeción al ente regulador, de supervisión y control aplicable quién determina mediante su rol de supervisión el cumplimiento o no de los estándares vigentes.

Como resultado de la entrada en vigencia de la Ley 42 de 2000, la Comisión de Valores en adelante la (CNV) desarrolló las normas propias de específica aplicación de los sujetos regulados del mercado de valores mediante el Acuerdo 4 de 2001, el cual luego de varias modificaciones precisamente por ser una materia de constante actualización, fue subrogado por el Acuerdo 1 de 2005 y recientemente previo a la consulta pública (procedimiento legal aplicable antes de adoptar cualquier normativa en el mercado de valores) fue subrogado por el Acuerdo 5 de 2006.

El objetivo es establecer los parámetros mínimos de cumplimiento, objetivos de

prevención del delito de blanqueo de capitales, personas responsables dentro de la organización, documentos requeridos, requisitos mínimos que deben consagrar dentro del Manual Conozca a su cliente sujeto a revisión previa de la autoridad así como sus actualizaciones.

Tal como hemos enunciado dicho Acuerdo 4 de 2001, fue sujeto a modificaciones, siendo una de las más importantes la adecuación necesaria y proveniente de la entrada en vigencia de la Ley 50 de 2003, que reconoce al Financiamiento del terrorismo como un flagelo contra la seguridad colectiva (al adicionarse el Capítulo VI artículos 264 A- al E del Título VII, Libro II del Código Penal.

Así las cosas, surge el Acuerdo 1 de 2005 incluyendo en todo el texto del mencionado Acuerdo que las normas eran aplicables no solo para el blanqueo de capitales sino también para la prevención del financiamiento del terrorismo.

Recientemente se modificó nuevamente la normativa con el objeto de incluir normas propias a una operación muy especial como es el que ejecutan las administradoras de planes de fondos de pensión, además se desarrollo del concepto de las denominadas Personas Políticamente Expuestas y el procedimiento administrativo basado en un derecho a ser oído del sujeto que en un momento incumpla algunas de las obligaciones que le son aplicables en virtud de la Ley 42 de 2000 y el Acuerdo 5 de 2006 tal como quedó subrogado.

II FUNDAMENTOS DE LA REGULACIÓN DE PREVENCIÓN DEL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES Y FINANCIAMIENTO DEL TERRORISMO EN EL MERCADO DE VALORES.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Comissions IOSCO por sus siglas en inglés) previa integración de equipos de trabajo de sus miembros, metodología usual antes de adoptar sus principios y resoluciones, desde 1992 adoptó expresamente una Resolución sobre las recomendaciones propuestas a los miembros sobre las normas de prevención del blanqueo de capitales; partiendo de la Convención contra el tráfico de drogas narcóticas y sustancias psicotrópicas de las Naciones Unidas
(Convención de Viena), las 40 recomendaciones del Financial Action Task Force - FAFT ó Grupo de Acción Financiera- GAFI en español
(Adoptados en la Cumbre de París 1989), el Directorio Europeo para la prevención del uso del Sistema Financiero del Lavado de Dinero, y los Principios para una supervisión efectiva (Principios de Basilea I).

Dentro de esta perspectiva hizo énfasis en la necesidad de que los intermediarios del

mercado de valores cumplan con normas de prevención de actividades ilícitas tales como el blanqueo de capitales y en la actualidad sumado ya el financiamiento del terrorismo las normas provenientes de dichos entes enunciando además aspectos específicos de la Política Conozca a su cliente, grado y adecuación de archivos, procedimientos de reportes, políticas preventivas en las organizaciones que se dedican al negocios propios del mercado de valores.

Dentro de los 30 Principios de IOSCO, se puede ubicar específicamente en el No 8 (Enforcement of Securities Regulation) 8.5 lo correspondiente a las medidas de prevención del lavado de dinero enfocado a medidas que eviten las actividades y procesos que intenten ocultar el origen ilegal del dinero y crear apariencia legítima de su fuente. A su vez, insta a los reguladores a considerar en sus regulaciones tanto la legislación primaria aplicable (tipificación de los delitos) los niveles de riesgo y los estándares internacionales propuestos.

En el año 2005, la CNV como regulador fue sujeto a una evaluación por parte del Fondo Monetario Internacional que incluyó dentro de los parámetros a considerar tanto los 30 Principios de IOSCO como las 40 recomendaciones de GAFI y las 9 especiales en materia de terrorismo.

En nuestra legislación el Decreto Ley 1 de 1999, establece en su artículo 43 que la CNV dictará en coordinación con la Unidad de Análisis Financiero, normas de conducta que deban seguir las casas de valores y los corredores para la prevención de actividades relacionadas con el narcotráfico u otras actividades ilícitas, y en su artículo 44 estableció que se podría requerir a las casas de valores la designación de un oficial de cumplimiento.

Son estas normas previas a la entrada en vigencia de las Leyes 41 y 42 de 2000, que de manera específica como hemos anotado en los antecedentes le otorgan el rol de supervisión y control a varios reguladores financieros entre éstos a la CNV respecto a sus regulados y se da el desarrollo pleno de esta materia.

En la actualidad las personas (naturales o jurídicas) inmersas en negocios con el objeto de ocultar el origen de capitales provenientes de ilícitos, son conscientes que dentro del mercado financiero es necesario ubicar nuevas áreas de actuación susceptiblemente más vulnerables toda vez que el negocio bancario al ser el primer objetivo de estas actividades desarrolló e implementó desde hace varios años normas y estándares de prevención, blindando por así decirlo de manera efectiva tales hechos. (No absolutamente invulnerable porque consideramos que ningún sistema lo es)

No obstante, la existencia de los conglomerados financieros (grupos económicos) que ha permitido la diversificación de actividades de entes bancarios dentro del marco

del área financiera y materia afines les ha permitido la entrada por otras áreas para tratar de utilizar las menos reguladas, supervisadas o con supuesto menor margen de riesgo y que de no contar con políticas de prevención o de no cumplirlas permiten el objetivo final: legitimizar los activos y ocultar la identidad de los sujetos activos y pasivos de las operaciones ilícitas.

En este mismo orden de ideas, también es una realidad las metodologías para el manejo de fondos ilícitos cambian y experimentan modificaciones en las estructuras utilizadas para la estratificación del dinero o fondos provenientes del blanqueo de capitales o del financiamiento del terrorismo.

Siendo flagelos de índole transfronterizos, no hay que obviar el hecho de que la mayoría de las normas nacionales sobre la materia devienen de estándares de normas internacionales aplicables quizás no de manera obligante (porque carecen de fuerza legal ya que no son emitidos por organismos legales de los Estados) sino como modalidades de recomendaciones o principios que en la práctica se convierten en verdaderas autoridades de cumplimiento en el ejercicio de los entes privados y su política de prevención. La fuerza del cumplimiento de los mencionados estándares es avalada al adoptar tales principios o recomendaciones los Organismos Internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial) en sus metodologías de evaluación de cumplimiento a los países que se ven sujetos a las mismas.

Es preciso reconocer también que en la actualidad muchos de los principios y estándares son introducidos y rigen ya dentro del marco legal vigente para las áreas de aplicación como bancario, valores así como otros sectores adquiriendo fuerza legal de cumplimiento y objeto de sanciones expresas.

III FUNDAMENTOS DE LAS POLÍTICAS DE DEBIDA DILIGENCIA PARA EL CUMPLIMIENTO DE PREVENCIÓN DEL BLANQUEO DE CAPITALES Y FINANCIAMIENTO DEL TERRORISMO.

Como parte del rol de supervisión y control que la Ley 42 de 2000 asignó a la CNV, ha ejecutado desde el año 2001 políticas de supervisión anuales. Las mismas se han ejecutado bajo diversos parámetros: de verificación de normas mínimas contempladas en el Acuerdo 5 de 2006, (antes 4 de 2001 y 1 de 2005), utilización de manuales de supervisión in situ, así como la ejecución de sendas investigaciones (aunque sea el menor de los casos) provenientes de situaciones que han dado motivos razonables en virtud de la facultad expresa que le otorga el artículo 263 del Decreto ley 1 de 1999.

Esto implica el traslado de oficiales de inspección y análisis con el objeto de ejecutar inspecciones in situ a los sujetos regulados, con la orientación en políticas de riesgo

determinadas y revisión previa de los Manuales desarrollados contentivos de la Política Conozca a su Cliente que debe contener al menos los siguientes aspectos:

1. Descripción de su estructura organizativa.
2. Descripción de todos los servicios que ofrece.
3. Declaración del Compromiso organizacional respecto a la prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo.
4. Procedimiento operativo que pondrá en ejecución para el cumplimiento de las normas contempladas en la Ley 42 de 2000, Ley 22 de 9 de mayo de 2002, Ley 50 de 2 de julio de 2003 y las normas del presente Acuerdo.
5. Indicación del Funcionario y cargo que ejerce en la organización responsable de la coordinación y ejecución del procedimiento a que alude este artículo.
6. Descripción de la política "Conozca a su cliente".
7. Aspectos de riesgo vinculados al delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo en las operaciones que ejecuta.
8. Registro de transacciones.
9. Archivo de transacciones.
10. Procedimientos para informes sobre transacciones con dinero en efectivo o cuasi efectivo a las autoridades de supervisión y control.
11. Procedimiento para remitir los informes a la Unidad de Análisis Financiero para la Prevención del Delito de Blanqueo de Capitales y el Financiamiento del Terrorismo.
12. Programa de Capacitación de su personal con el fin de detectar las actividades sospechosas del delito de blanqueo de capitales y el financiamiento del terrorismo.
13. Procedimientos para la atención de solicitudes de las autoridades y consultas por esta a las personas obligadas.
14. Procedimiento para la evaluación periódica interna del cumplimiento de las normas de diligencia debida.

El Manual que desarrolla la Política Conozca a su Cliente adquiere relevancia toda vez que al momento de ejecutar la labor de supervisión por parte de la CNV, el parámetro inicial es precisamente éste, las políticas de riesgo que el sujeto regulado ha identificado como propias en relación directa con sus actividades, sus procedimientos y responsables de su ejecución.

El objetivo de la supervisión es determinar si se cumplen con las normas legales vigentes de prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo, a través de los mecanismos y procedimientos de prevención plasmados en el Manual Conozca a su Cliente.

Tal como describimos arriba, los parámetros legales del Manual son requisitos mínimos, el sujeto puede y debe establecer de conformidad con sus características propias los niveles de riesgo adicionales provenientes del manejo de sus clientes, sea por el tipo de transacciones, características de sus clientes, objetivos de inversión etc.

Por ello, el estándar a cumplir no es solo el que impone la regulación, sino a nuestro juicio, el que cada sujeto regulado que ejecuta sus operaciones dentro de un mercado financiero cada vez más globalizado, con operaciones tranfronterizas como parte esencial del mercado de valores, integrado a tecnologías de punta debe tratar de aplicar, desarrollar y lo más importante monitorear ante los constantes cambios de metodologías que devienen de la creatividad de los que ejecutan los ilícitos.

Eso es lo que se ha denominado Política de Riesgos que se plasman en matrices de riesgo atendiendo a cada ámbito de operaciones. Sin embargo, lo más importante ni siquiera es el temor de una posible sanción por un regulador, sino el riesgo reputacional de un ente del mercado financiero del que no escapan los intermediarios del mercado de valores que como otros del área financiera han sido objeto de escándalos públicos, procesamientos internacionales o nacionales que si bien al final posiblemente no han sido encontrados responsables se han visto involucrados en el escándalo público efecto nefasto en un ente de intermediación financiera.

Dentro de la política de supervisión se han detectado fallas la mayoría de carácter administrativo totalmente subsanables y detectables en una labor interna de auditoría del sujeto, es de importancia describirlas para que sirvan de antecedente preventivo de lo que no debe hacer, omitir, alterar o complementar con posterioridad al momento en que ya existe como tal un cliente con una cuenta abierta.

En efecto, la debida diligencia es previa a la apertura de la cuenta y se considera completa no solo cuando el sujeto puede hacer una verificación de los requisitos mínimos que contempla la regulación, sino cuando el sujeto dentro de su escepticismo profesional se siente satisfecho de que la información y documentos suministrados a su juicio gozan de una razonable veracidad que se puede sustentar en un expediente.

Si el sujeto ha cumplido de forma efectiva con los requisitos mínimos previos a la apertura de la cuenta, tales como el suministro de información, de su actividad real, fuente de sus ingresos, beneficiarios efectivos, objetivo de la inversión entre otras, ha entregado los documentos o declarado sus referencias requeridas y el sujeto regulado la ha comprobado diligentemente y sustentadamente, se puede aseverar que razonablemente ha cumplido con las medidas de debida diligencia.

Sin embargo, tampoco es posible soslayar el hecho de que aplicar las medidas de prevención de las políticas conozca a su cliente y monitoreo de las cuentas, se puede concebir como un mero cumplimiento de normas, porque es mucho más que eso, se trata de un compromiso organizacional, de un ambiente de cumplimiento que ha de convertirse en una verdadera conducta de los miembros de la organización financiera.

No es una autoridad la que va ha indicarle a cada sujeto la sensibilidad al riesgo del delito de blanqueo de capitales y el financiamiento del terrorismo, cada sujeto debe saber dentro de las operaciones que ejecuta versus el mercado meta de sus clientes donde hay susceptibilidad, sus debilidades, como escoge a sus colaboradores y de dónde vienen sus clientes, quién los refiere y de donde generan sus fondos discrecionales para invertir, las normas son de carácter general y objetivo no pueden entrar a regular situaciones individuales y subjetivas que en la mayoría de los casos es el sujeto regulado el que las puede detectar como operación inusual y de allí entrar en la determinación final de si es sospechosa o no.

IV DESCRIPCIÓN DE ALGUNAS DEFICIENCIAS MÁS COMUNES ENCONTRADAS COMO RESULTADO DE MEDIDAS DE SUPERVISIÓN.

1- Ausencia de Formulario de apertura de cuenta o Formulario incompleto.

- Se han encontrado casos en que hay un expediente de un cliente, pero carece del formulario de apertura de cuenta contentivo de la información requerida para la aplicación de la Política Previa de Conozca a su Cliente, es decir, éste no existe.
- Otra omisión importante es que si hay un formulario de apertura de cuenta pero sólo conste escrito, el nombre de una persona (el cliente) y una dirección general, una calle, un edificio, sin anotación específica del lugar de ubicación (no indica la ubicación exacta de casa, edificio, apartamento, calle, datos de teléfono, fax, dirección de correo electrónico etc.). No aparecen declaración de antecedentes de referencias, ocupación, personas relacionadas y demás datos requeridos. Lo anterior, deja abierta la posibilidad de que se enuncie un nombre con una dirección inexistente y permite la entrada de un cliente ausente realmente del conocimiento requerido de sus antecedentes y quizás hasta de su verdadera identidad.
- El Acuerdo 5 de 2006, establece sendos puntos a indagar antes de abrir la cuenta que no se limitan a información personal, y lo más importante la exigencia de completarlo es previo a la apertura de la misma y establece que además de toda la información requerida el sujeto podrá requerir todo lo adicional que estime conveniente para sentirse seguro de que ha podido determinar la identidad del cliente y sus fuentes de ingresos. (Artículo 5)
- Es por ello que reiteramos, el final de la debida diligencia no depende de la norma sino que depende del sujeto, es su responsabilidad determinar si con lo requerido y obtenido ha cumplido razonablemente el deber de identificación.

2- Información dispersa del cliente o en archivos de difícil acceso al momento de una supervisión in situ.

Uno de los problemas que se derivan del manejo inadecuado de la política Conozca a su Cliente es la información dispersa de ésta encontrándose en diversas áreas de la organización supervisada in situ. La autoridad requerirá la revisión integral del monitoreo de la cuenta desde su apertura hasta el momento en que se ejecutan operaciones en ésta con el fin de determinar si los pasos declarados en su Manual Conozca a su Cliente son cumplidos en debida forma.

Archivos dispersos, no solo ocasionan demora en la inspección, sino incomodidad mutua tanto para el regulador como para el regulado toda vez que es innegable que la labor de supervisión se ejecuta sin que deba paralizarse las operaciones normales del sujeto regulado.

3- Un responsable enunciado en el Manual Conozca a su Cliente, pero en la práctica se diluye la misma en varias personas con roles no precisos ni definidos en el Manual.

Para los efectos legales (Acuerdo 9 de 2001 en concordancia con el 5 de 2006) el responsable de las Políticas de prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento de terrorismo es el Oficial de Cumplimiento, donde además es consagrada el rol de independencia en su gestión frente a la gerencia y directivos de la entidad.

Se han detectado situaciones operativas de aplicación de la debida diligencia antes de abrir una cuenta hay varias personas (o empleados involucrados dentro de la organización) lo cual según sus políticas internas no es indebido siempre que así lo haya plasmado en sus procedimientos del Manual Conozca a su Cliente. El problema surge cuando al final del expediente no se desprende responsables de la verificación de la información previa, de las diligencias para confirmarlas e incluso ausencia total de Visto Bueno final del responsable de tales políticas como lo es el Oficial de Cumplimiento.

Incluso en algunos casos se ha observado tales medidas y apertura de la cuenta llegando con posterioridad al inicio de transacciones al oficial de cumplimiento, es decir, luego de la apretura de la cuenta. Lo descrito puede generar controversias si el Oficial de Cumplimiento determina que el expediente está incompleto, tiene duda de alguna referencia etc., y ya se han hecho operaciones. Al determinar responsabilidades sin embargo, no consta firma de la persona que hizo la diligencia previa (incorrecta) pero el resultado es el mismo, no se han cumplido los procedimientos y de encontrarse una situación irregular y generar un procedimiento sancionador la responsabilidad recae en el sujeto (Casa de Valores,

Administrador de Inversiones etc.) y en sus Ejecutivos Principales incluyendo al Oficial de Cumplimiento).

4- Omisión del cumplimiento de las medidas de diligencia debida y verificación de información y sustentos de documentos o archivos tecnológicos previos a la apertura de cuenta.

En labor de supervisión es posible detectar expedientes de clientes en los cuales sólo consta el formulario de apertura de cuenta (algunas veces incompleto) y nada más. Es decir, con posterioridad al Visto Bueno e inicio de transacciones el sujeto no ha cumplido con diligencias propias de su manual, ni verificaciones de referencias y veracidad de documentos. Y si lo ha hecho no ha quedado constancia documental de que persona lo ha ejecutado y la fecha.

Las normas vigentes, han flexibilizado el uso de bases de datos públicas y privadas de organismos (tales como la lista OFAC) archivos públicos como el Registro Público para determinar la existencia de personas jurídicas, sin embargo, es preciso que conste la medida ejecutada, quién la realizó, la fecha no solo para posteriores supervisiones sino precisamente para cuando el empleado encargado de manejar la cuenta detecte situaciones inusuales tenga un punto de partida del monitoreo de la cuenta. Está de más confirmar que una cuenta en las condiciones esbozadas no debe ser abierta, es decir, sin que conste que se han efectuados todas las verificaciones previas mínimas que establecen las normas vigentes sumadas como hemos indicado a las políticas de riesgos que es común encontrar en regulados que aplican la política conozca su cliente de forma eficiente y ajustada a las normas vigentes.

5- Estándar deficiente de documentos o sustentos requeridos para el cliente, apoderados o beneficiarios.

Uno de los ejemplos más claros lo constituyen los Poderes para otras personas que pueden dar órdenes en la cuenta, certificaciones de personas jurídicas (a pesar de que es permitido acudir a archivos públicos como hemos indicado) fotocopias ilegibles de pasaportes donde consta no solo la identidad sino los sellos de autoridades, entradas y salidas o documentos de identificación personal.

Un documento de estándar ineficiente es como carecer del sustento al momento de una supervisión y con mayor gravedad en un caso de investigación debe probar el sujeto su debida diligencia ante la aceptación de documentos de dudosa veracidad.

Este deber es extensivo a todo el que vaya a recibir algún rol en la ejecución de transacciones (tales como los beneficiarios efectivos) apoderados e incluso menores de edad (situación que debe comprobarse en caso de usar tal modalidad).

6- Conflicto de interés- excepciones a la política de debida diligencia.

La CNV a través del Acuerdo 5 de 2003, ha desarrollado plenamente un tema de gran relevancia para las entidades financieras: las normas de conducta. Así las cosas, es preciso que el Oficial de Cumplimiento y personas que estén bajo su responsabilidad tengan claro que es inadmisible la apertura de cuentas con omisión de datos importantes porque quien capta al potencial cliente expone frases tales como: "lo conozco, es mi amigo, es cliente del banco miembro del grupo económico de la casa de valores o controlador del sujeto, es familiar mío, lo refiere otro cliente, o es el empleado el que abre la cuenta". Por eso, evade las políticas legales y propias de riesgo del ente regulado.

Las debida diligencia no discrimina los conflictos de interés, es más deben revelarse a los superiores (en el caso de empleados o directivos, accionistas) para que las personas encargadas de dar visto buenos a tales cuentas lo hagan. Aunado a lo anterior, el hecho de quien reciba al cliente en efecto, lo conozca, se lo refiera un cliente conocido por ejemplo no le impide que caiga en el espectro de vulnerabilidad de personas que tratan de legitimar fondos provenientes de fuentes ilícitas sobre esto hay sendos precedentes nacionales como internacionales.

En estos casos, la permisibilidad de tales prácticas recae en toda la organización como tal, es decir el sujeto regulado y quienes lo representen con independencia de las responsabilidades claves que se le asignan al oficial de cumplimiento, que no debe permitir que tales excepciones sean políticas aceptadas y si su criterio no es escuchado debe analizar si la situación precisa de un reporte de transacción sospechosa o no dependiendo de los factores del caso. De otra manera, debe plasmar la deficiencia administrativa para lograr subsanarla y evitarla subsiguientemente manteniéndolo como un estándar de obligatorio cumplimiento.

7- De los usos y fuentes de fondos u origen del patrimonio.

Es requisito primordial para cumplir con las políticas de prevención del delito de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo que el sujeto cumpla con la información requerida tales como ocupación real, fuente de ingresos, análisis del patrimonio.

La herramienta clave de uso y fuentes de fondos (fuente Documentos del FBI-IRS Terrorism Financing and Money Laundering 2003 Panamá) es relevante para

determinar si los fondos declarados provienen todos de actividades laborales o empresariales lícitas, que guardan debida relación con las actividades que declara el potencial cliente en concordancia por ejemplo con su patrimonio actual (bienes inmuebles, tenencia de valores u otros).

Resulta imposible determinar tanto en el caso de personas naturales como jurídicas la aceptación de fuente de ingresos y sus montos, patrimonio, sin que las medidas de debida diligencia del sujeto regulado haga uso de informes financieros (tales como declaraciones de renta, estados financieros según sea al caso). En algunos casos tal como se desarrolla en las recomendaciones de GAFI tal labor se flexibiliza en empresas listadas en Bolsa, obviamente por el estándar de revelación de información y niveles de transparencia requeridos.

Ahora bien, ¿qué expresan los regulados en supervisión in situ? Pues que algunos clientes se incomodan con la petición de tales sustentos de verificación. Dependerá en cada caso de las matrices de riesgo (en constante verificación) del sujeto regulado que determinará que fuentes alternas tiene disponible, que clase de potencial cliente es el que abre la cuenta y de que manera podrá sustentar el origen de los fondos ante las autoridades sea de manera prudencial a nivel administrativo o en una investigación de carácter penal.

8- Del deber de suministrar información versus la violación del secreto profesional.

Es un principio superado el que un empleado de un sujeto regulado pueda verse afectado con el hecho de violar el secreto profesional si en una supervisión in situ suministra información a la autoridad reguladora del mercado de valores denominada por la Ley 42 de 2000 " ente de supervisión y control".

Así las cosas, el argüir en una inspección in situ que no puede otorgar información a quienes ejercen la supervisión porque violan el secreto profesional es desconocer las leyes vigentes (véase artículo 3de la Ley 42 que regula de forma expresa el tema) aunado a lo anterior, el Decreto Ley 1 de 1999, en su artículo 38 establece el deber de reserva pero no para la autoridad quien a su vez está obligada a manejar la información obtenida de carácter confidencial (artículo 268 del Decreto ley 1 de 1999) con responsabilidad que implica incluso sendas multas su incumplimiento.

La información requerida más que identificar clientes específicos (no es el objeto de la supervisión) es tener los sustentos de las omisiones que normalmente que no van más allá del carácter administrativo de manera que puedan ser puntualizadas en el informe que se le emite al sujeto regulado para que se subsane una vez detectado.

9- La Falta de Actualización de expedientes.

Si bien es cierto el Acuerdo 5 de 2006, parte de que al menos anualmente se actualice, reiteramos esta es la norma general. Cada sujeto de conformidad con sus manuales y procedimientos basados en matrices de riesgo ha de determinar que clientes ameritan una actualización al tenor de los signos de cambios en la ejecución de su cuenta: pueden ser inusuales que no necesariamente luego de una verificación y actualización termina en sospechoso, sin embargo, la actualización le otorga tranquilidad al sujeto de que ha constatado los hechos relevantes, novedosos en la actividad del cliente y sus fuentes de ingresos son justificados.

De lo contrario, le permite evidenciar situaciones que luego de ejecutar sus procedimientos internos le permite evaluar si procede o no con un reporte y procedimiento de cierre de cuenta al tenor de las normas legales.

Por otro lado, si se hace la actualización debe constar quién la ha hecho, fecha, firma y constancia de que ha sido verificado por el oficial de cumplimiento.

10-Cambios al Manual Conozca a su Cliente.

Es importante destacar que el texto del Manual contentivo de la Política Conozca a su Cliente requiere revisión previa en etapa de trámite de solicitud de Licencia de Casa de Valores, Administradores de inversión etc. Sin embargo, cada vez que surgen elementos que impliquen modificaciones en su estructura, procedimientos, productos o servicios ofrecidos, responsables que indefectiblemente también afectan otros documentos como es el Plan de Negocios, debe remitirse la modificación a la CNV para su revisión y que conste el texto definitivo vigente.

En una supervisión in situ no debe percatarse el oficial de inspección al cual le corresponde la verificación de políticas y procedimientos a cumplir por el sujeto regulado que hay otras políticas, otra estructura u otros responsables y que ello no ha sido adecuado en el Manual Conozca a su Cliente o Plan de Negocios como hemos enunciado.

COROLARIO:

En el presente escrito hemos procurado desarrollar los antecedentes y normas aplicables a los sujetos que intervienen en el mercado de valores, haciendo énfasis en la descripción de omisiones o deficiencias comunes encontradas en la ejecución del rol de supervisión y control de la CNV.

Es menester destacar, que pese a la novedad de la regulación para estos sujetos versus la celeridad requerida en las transacciones propias del mercado de valores, el estándar de conocimiento, capacitación de los sujetos y más que nada el compromiso organización es cada vez más visible.

Como anotamos, las modalidades de uso de los mercados financieros no gozan de medidas infalibles de prevención ni son las únicas, quizás en muchas ocasiones es el propio sujeto el que las crea y descubre en pro de su transparencia y actuación dentro del marco legal existente. No obstante, son precisamente omisiones, deficiencias o fallas como las aquí descritas que a simple vista pueden parecer simples de pocos efectos los márgenes o ventanas abiertas que se identifican para entrar a legitimar fondos ilícitos en una organización financiera por ello es necesario su constante monitoreo y análisis de cumplimiento.

Las opiniones vertidas en el presente artículo son responsabilidad de la autora no constituyen la opinión de la CNV.

¿CONVERGENCIA O ARBITRAJE REGULATORIO EN LOS MERCADOS FINANCIEROS?

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

I- Introducción

La respuesta a la pregunta arriba formulada es susceptible de varias respuestas. A nuestro juicio depende de la política de gobierno, de las realidades actuales de supervisión y regulación efectiva; de conveniencia política, uso y fuentes de recursos, entre otros. Sin embargo, es coincidente que el mejor de los escenarios es la convergencia regulatoria pero de la aplicación de las normas a los sujetos que intervienen en los mercados financieros, surge a veces indefectiblemente el denominado arbitraje regulatorio, con independencia de la estructura del sistema financiero que se haya planteado, sea centralizado o independiente.

Uno de las figuras que ha traído a la mesa este análisis son figuras que han surgido desde hace varios años en la operación de los mercados financieros: los denominados Grupos económicos o conglomerados financieros que generan de una forma u otra la intervención de varios reguladores y de varias normativas aplicables surge la necesidad de su análisis y posibles efectos amén de nuestras realidades legislativas actuales.

¿Cuál debe ser el norte? Debe ser la eficiencia y eficacia de las normas en la ejecución de los reguladores para evitar duplicidad de funciones y lo que sería más nefasto el no ejercerlas en detrimento de la confianza del sistema financiero porque cada autoridad relacionada asume que la otra es que debe ejercer la supervisión del regulado que al final quizás ante la falta de definición quede al margen del cumplimiento de las leyes.

II- Conceptos de convergencias y arbitraje regulatorio.

Por convergencia regulatoria debemos entender como el " proceso mediante el cual los distintos órganos reguladores del sistema financiero establecen principios y criterios generales para la emisión de normas homogéneas de cumplimiento de los supervisados." (1) Lindaren Carl-Johan. Sub-Director del Departamento de Asuntos Monetarios del FMI. Convergencia Regulatoria. Discurso pronunciado en la 4 Asamblea de la Asociación de Supervisores Bancarios de las América Lima 31 de mayo 2001.

Arbitraje regulatorio es precisamente la consecuencia de la existencia de normas de aplicación coetánea a un mismo sujeto regulado cuya aplicación y supervisión depende de varias autoridades generando traslape de facultades y en la mayoría de los casos como hemos indicado duplicidad de funciones en su ejecución; así como reglas disímiles como por ejemplo prácticas contables desiguales, sistemas de valuación y clasificación de activos distintos, reglas de patrimonio o de liquidez de distinto enfoque.

De una simple lectura de ambos conceptos se puede colegir perfectamente que la convergencia es precisamente una de las herramientas para evitar el arbitraje regulatorio.
Ahora bien ¿ cuáles son los aspectos que se enmarcan o hay que tener presente para lograr esa convergencia? Los desarrollamos en el acápite siguiente.

III- Ámbito de la Convergencia Regulatoria.

El aceptar que es preciso que exista la convergencia regulatoria es partir de varias premisas: Existen varios sectores del mercado financiero operativos, existen varias legislaciones; existen varios reguladores de cada área; tienen sujetos regulados en común.

Otro de los aspectos a considerar es el ámbito de la jurisdicción aplicable. ¿Es nacional o es transfonterizo por las propias características de las figuras reguladas y admitidas? Puntualizado lo anterior, sabremos si es menester tener en consideración modalidades que se fundamenten en el elemento transnacional y sus efectos.

Partiendo de lo esbozado en los dos párrafos anteriores tenemos los siguientes ámbitos reconocidos:

a- La convergencia regulatoria interna.

La existencia de los denominados conglomerados financieros o grupos económicos es una realidad comprobada y totalmente visible en nuestras normativas vigentes que regulan el mercado financiero, nos remitimos específicamente a normas expresas del Decreto Ley 9 de 1998, regulación bancaria (identificación de grupos económicos y la supervisión consolidada desarrollada de forma profusa mediante los Acuerdos 4 de 1998(Acuerdo marco para la celebración de MOU con supervisores extranjeros), Acuerdo 3-99 (Supervisión consolidada de grupo económico) Acuerdo 4- 2002 (apertura de establecimientos transfonterizos de Bancos Panameños) y el mismo Acuerdo 3 de 2001 (que dentro de los requisitos para otorgamiento de licencias bancarias contiene requisitos precisos sobre el tema de jurisdicciones de origen y certificaciones expresas del regulador de origen para la aplicación de la supervisión consolidada).

Por su parte, en el Decreto Ley 1 de 1999,(que regula el mercado de valores) parte del concepto de control en el artículo 1 bajo los lineamientos de que lo ejerce el que tiene un poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona, sea mediante propiedad accionaria o mediante acuerdos contractuales o de otro modo; del concepto de casa de valores en el artículo 27 como un ente del mercado de valores que debe desempeñarse de manera exclusiva en tales actividades, otorgando como única excepción a los bancos, así como lo plasmado en el artículo 264 de la misma excerta legal en cuanto a la supervisión de sujetos regulados que además posean licencias bancarias; ó el artículo 213 según el cual las casas de valores que sean a su vez bancos se regirán por las disposiciones del Decreto Ley 9 de 1998, en caso de aplicación de procedimientos de intervención, liquidación voluntaria, forzosa o reorganización; o normas sobre gobierno corporativo aplicable a emisores que sean bancos en cuyo caso se permite que se acojan a las normas sobre la materia que le sean aplicables de acuerdo a su regulador bancario (artículo 9 del Acuerdo 6 acápite III, numeral 11 y específicamente el Acuerdo 12 de 2003 que desarrolla los principios para la adopción voluntaria de normas de gobierno corporativo).

También no podemos dejar de mencionar que dentro de las actividades bancarias y de valores confluyen sujetos regulados comunes del área de seguros, no obstante, en este ámbito con una norma más parca o ausente de la determinación de grupos económicos y supervisión consolidada.

Como expresamos en la introducción para el regulador de banca y valores la normatividad vigente lo lleva a la aplicación de requerimientos de información sobre el control efectivo, revelación de partes relacionadas, informes financieros y aquí nos permitimos expresar de manera muy positiva con mis mismos estándares internacionales, con la diferencia de que al regulador bancario por ejemplo, en el caso de los emisores que pueden coincidir con ser entes bancarios el espectro es de la supervisión prudencial (solvencia y liquidez entre las más importantes) y en el regulador de valores se traduce en una exigencia de estándar de revelación de información periódica, anual y de hechos relevantes que puedan tener un efecto en la negociación de un valor y en la decisión de inversión de un inversionista dicho de manera sucinta: transparencia y actualidad de la información. Solamente en los casos de sujetos regulados comunes (entes con licencia otorgada) como son las casas de valores, administradores de inversión por ejemplo se asimilan los requerimientos además de estándar de información son coincidentes los requisitos de solvencia y liquidez en atención a las actividades propias que ejecutan como lo es comprar o vender valores por cuenta propia o por cuenta de terceros.

Los servicios propios del mercado financiero son prestados en su gran mayoría por grupos económicos, la realidad de recientes compras, fusiones, adquisiciones, ofertas

de compras de valores de empresas listadas en Bolsas (OPA´s) son y serán la tónica a regir en nuestros mercados. En consecuencia, dependerá de la estructura de la regulación que como mencionamos al comienzo de este artículo se le adjudica un elemento eminentemente inherente a las políticas públicas gubernamentales y en todo caso en la parte operativa de los reguladores su supervisión y convivencia de las normas legales con el norte de lograr eficiencia y eficacia en su implementación.

Mencionando algunas cifras tenemos que de 94 empresas emisoras, 10 son Bancos con licencia otorgada para ejercer sus operaciones con licencia general, y si añadimos por ejemplo sus empresas controladoras tenemos aproximadamente 8 son emisores también; de 13 sujetos regulados administradores de inversión a la fecha, 7 pertenecen a grupos económicos bancarios; de 33 casas de valores 16 son bancos o pertenecen a los mencionados grupos económicos bancarios. Resulta claro, que en la aplicación de la normativa bursátil al tener sujetos comunes, se dan casos en que coinciden regulaciones tal como hemos mencionado los estándares de información financiera, gobierno corporativo, normas de cumplimiento de prevención de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo y otras, pero también se dan sendas diferencias en cuanto al ejercicio propio y muy especial e incluso porque no alguna incompatibilidad derivado de cada tipo de licencia: sea de casa de valores, administrador de inversiones o asesor de inversiones u otras de las actividades incidentales permitidas.

Una de las formas de lograr esa efectividad, es a nuestro juicio primero que todo el conocimiento preciso de cada regulador de su ámbito de actuación tanto práctico como legal; de la capacitad de ejercitar sus poderes legalmente establecidos, recursos y no obviar que al tener sujetos regulados comunes no hay nada más efectivo que el trabajo en equipo que se ha logrado ha través del ejercicio de un mecanismo denominado Memorandos de Entendimiento (MOU).

Las complejidades que surgen de la regulación y supervisión de grupos económicos que se desempeñan en los mercados financieros no es una característica de los mercados en países en vías de desarrollo, sino de todos los mercados. El objetivo de la regulación debe prever que el costo de la regulación no marque una pesada carga al regulado pero a su vez que sustente una solidez y confianza a los participantes del mismo sobre todo al inversionista o cliente final.

En nuestra legislación de valores y bancaria encontramos en común sendas medidas tendientes a procurar la solidez y transparencia, del mercado financiero entre las más importantes tenemos:

- La presentación de informes cuantitativos y cualitativos periódicos, tales como estados financieros interinos y auditados. Informes de actualización anual y

trimestral así como hechos relevantes o comunicados públicos para los emisores.

- Exigencias de capital mínimo y reglas de liquidez para sujetos regulados. (ejemplo: casas de valores y bancos)
- Normas de gobierno corporativo. Es menester indicar aquí que en el mercado bancario este tema fue adoptado de forma obligatoria mediante el Acuerdo 4 de 2001) para los sujetos emisores del mercado de valores es una norma de voluntario cumplimiento al tenor del Acuerdo 12 de 2003, sin embargo, todo emisor ha de revelar si adopta normas o no. Al respecto vale anotar que el índice de aceptación es alto a pesar de no ser una norma obligante, dentro de lo que se destacan sobre todo emisores que no forman parte de un grupo económico bancario o no son bancos, en su adopción total o gradual de gobierno corporativo. (aproximadamente 24 emisores no bancos).
- Revelación de partes relacionadas, controladores y grupos económicos. (norma de aplicación tanto para otorgamiento de licencia bancaria así como de casa de valores y otras, y en los prospectos de emisores).
- Autorizaciones previas en los cambios de control accionario y cambios al pacto social.
- Procedimientos de Control y manuales de prevención de actividades ilícitas tales como el blanqueo de capitales y financiamiento de terrorismo.
- Adopción de altos estándares de normas de contabilidad y auditoría. (Ambos reguladores han adoptado para sus sujetos regulados y registrados las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o USGAAP Normas Generalmente Aceptadas en los Estados Unidos) Normas Internacionales de Auditoría (NIAs).

Si bien es cierto, se puede afirmar que los estándares de presentación de información para ambos reguladores (fondo y forma) se estima cumple con los objetivos, no hay lugar a dudas que el principal problema que surge de tener sujetos en común o relacionados surge en el momento de ejecutar los poderes de supervisión e investigación y sanción.

Los problemas de conflicto de interés, transparencia, deber de confidencialidad en el uso de información privilegiada, efectos de actividades prohibidas y delictivas como omisión o alteración de información financiera constituyen actividades propias por las cuales los reguladores del sistema financiero deben velar. Sea donde comience la escisión (sector seguros, banca o valores) los efectos se sienten en todo el sistema, perjudican a todo el sistema y sus destinatarios: ahorristas, inversionistas o asegurados.

Es por ello, que la regulación debe llevar a una supervisión bien definida, fundamentada en normas claras y poderes específicos, con base a los requisitos de conocimiento del estatuto profesional de cada operación y reglas del negocio. A su vez, en cuanto a los roles a ejecutar por cada regulador, es de primordial atención el

poder de compartir información relevante obtenida en la supervisión en atención al ámbito de las facultades otorgadas por Ley. Igual criterio si en ese ejercicio se encuentran con dificultades para su ejecución, en cuyo caso, será preciso aunar esfuerzos para lograr tener el espectro claro del conglomerado supervisado.

La norma no debe ser limitante, no debe configurarse en un obstáculo de la supervisión porque al final el destinatario de ese deber de cuidar el bien público que es la confianza en el sistema financiero no le interesa saber si determinado regulador no pudo llegar más allá porque su legislación no lo permitía, a éste le interesa confiar en un sistema y que ante una distorsión de éste (cosa que no se puede evitar en todos los casos pero si aminorar su efecto) alguien le otorgue una respuesta.

El Decreto Ley 1 de 1999, expresamente establece que en el caso de inspecciones ordinarias la Comisión Nacional de Valores podrá solicitar la asistencia de la Superintendencia de Bancos en el supuesto de sujetos en común regulados, como sucede con las casas de valores; pero no se queda allí, indica expresamente la facultad de compartir información otro de los mecanismos que permiten la convergencia regulatoria , véase artículo 264 del Decreto Ley 1 de 1999.

Otra de las normas, que reflejan la mencionada convergencia es la plasmada en el artículo 213 del Decreto Ley 1 de 1999, que desarrolla el ámbito de aplicación de los procesos de intervención, disolución, liquidación voluntaria y forzosa de los intermediarios del mercado de valores. Así tenemos que la mencionada norma establece en su segundo párrafo que " *la disolución liquidación, reorganización y la intervención de una casa de valores que también sea banco se regirá por el Decreto ley 9 de 1998, pero las cuentas de custodia no se considerarán parte de la masa de liquidación en el artículo 122 de dicha ley y el faltante en las cuentas de custodia por incumplimiento del artículo 185 se pagarán de la masa de la liquidación con preferencia de los depósitos y otros créditos mencionados en el numeral 5 del artículo 127 de dicha ley."* (el subrayado es nuestro).

Sujetos comunes traen obligaciones comunes tal como hemos expresado, sin embargo, la diferencia quizás está en los objetivos de las exigencias al sujeto regulado por cada regulador; si bien en algunos es coincidente como hemos anotado por ejemplo, reglas de capital y liquidez orientada a la solvencia del ente regulado, en otros casos se caracteriza el mercado de valores por tener a disposición del público inversionista información, fiable, oportuna y transparente para adecuar sus objetivos y decisiones de inversión; lo que tiene a nuestro juicio la utilidad de lograr mercados transparentes, en los cuales la información y su calidad adquiere sustancial relevancia más que la cantidad.

Resulta innegable que el viejo enfoque de cada autoridad con sus reglas ha perdido vigencia frente a los grupos económicos del mercado financiero. Mantener este enfoque es atentar contra la salud del mercado financiero, es una percepción de los poderes

del Estado en la labor de promover y proteger el mercado financiero que perjudica al sistema en los lugares donde se mantiene.

Sobre este aspecto, en varias jurisdicciones de mercados financieros ya ha sido tema de discusión y decisión. De cercanas latitudes como recientemente Colombia como lejanas (ejemplo de Inglaterra y la Financial Services Autorithy FSA). Pero sigue siendo un tema actual para jurisdicciones que mantienen y han creído en la separación de materias pero también han creído en la convergencia como una medida que atempera o elimina de forma eficiente el arbitraje regulatorio y permite el ejercicio de experiencias en áreas especializadas por regulador elemento nada despreciable.

Lo que se decida o que convenga debe tener una sola respuesta: mantener el enfoque funcional del sistema financiero, si ese es el objetivo del análisis cualquier aporte pro ese enfoque debe ser bienvenido.

Dentro de los principios de Basilea I (Principios Básicos para una supervisión efectiva) encontramos un aparte específico con el tema de compartir información: la capacidad para compartir rápidamente información con los supervisores encargados de otras entidades del grupo, asegurando al mismo tiempo un grado apropiado de confidencialidad. Vemos pues, que de conformidad con los principios de Basilea I la convergencia de varios reguladores de entidades conformadas en grupos fue relevante y lo confirma en Basilea II, al fortalecer los pilares del riesgo de crédito y operacional.

En nuestra legislación bancaria, dicho principio está claramente consagrado en el Decreto Ley 9 de 1998 en su artículo 27, desarrollado en Acuerdos tales como el 3 de 2001 (Supervisión de grupo económico consolidado) 4 de 2002, 1 de 2004 sobre fusiones y adquisiciones y plenamente ejecutado con las correspondientes figuras de Supervisor de Origen y anfitrión.
Lo anterior sumado al hecho de que sendos Acuerdos exigen la revelación no solo de identificar partes relacionadas como hemos indicado (particulares o generales) sino la formalidad de las revelaciones requeridas.

Ahora bien, también encontramos normas claras que reconocen o cuyos efectos conllevan la existencia de un regulador/ supervisor primario. Por ejemplo, en los cambios de control, fusiones y adquisiciones o actividades permitidas a bancos con licencias de representación donde unilateralmente se prevé que sea el regulador bancario el que otorgue prima facie su revisión o visto bueno, de operaciones que per se en el otro regulador como sería el caso de un trámite de OPAs no requiere previamente ningún requisito con otro regulador que no sea los parámetros establecidos de revelación en el de mercado de valores.

En efecto, de conformidad con lo establecido en los artículos 17 (numerales 5 y 6) y 71 del Decreto Ley 9 de 1998, compete a la Superintendencia de Bancos la autorización

previa de fusiones, adquisiciones, vender en todo o en parte los activos cuando ello equivalga a fusión o consolidación. Las mencionadas normas han sido plenamente desarrolladas en los Acuerdos 10-2003; y el 1 de 2004 mediante el cual se establecen las normas relativas a la transferencia de acciones de entidades bancarias que conlleven Cambio de Control; y de Bancos ó Grupos económicos que pretendan fusionarse o consolidarse.

Dentro de esta normativa se destaca el artículo 3 del Acuerdo 1 de 2004, según el cual es cambio de control la adquisición o transferencia de acciones de Bancos o de Grupos Económicos de los cuales el Banco forme parte, cuando en virtud de ello el adquirente u otras personas naturales o jurídicas vinculadas a ellos o sus grupos individualmente o en concierto: 1) pasen a ser propietarios totales o mayoritarios; 2) o pasen a tener control de su administración de forma directa o indirecta.

De esta forma, un a oferta de compra de acciones (OPA) de un ente bancario emisor registrado, que al tenor del artículo 94 del Decreto ley 1 de 1999, establece el deber de notificarlo a la Comisión Nacional de Valores cumplimiento los requisitos de fondo y forma establecidos en el Acuerdo 7 de 2001 , en el caso de bancos deberá ser presentado previamente ante su regulador primario por la aplicación de sus normas directas (del supervisor bancario) toda vez que la norma del Decreto Ley 1 de 1999, sólo condiciona la OPA a los requisitos plasmados en el Título VIII y en el Acuerdo mencionado. En la práctica, la convergencia se da por inercia, expresándolo en algún término, ya que si se trata de una OPA en el cual el oferente y el destinatario es un ente bancario obviamente van a ir directo a su regulador primario de forma previa. Los precedentes existentes eso si han sido de ofertas de compras no hostiles, de manera que en caso contrario la metodología definitivamente sería diferente.

Ahora bien, hay otras figuras que podrían generar arbitraje pero que en la norma no encuentran limitaciones legales. Nos referimos a las ofertas públicas de valores. En efecto, los requisitos de las mismas, desarrolladas en el Acuerdo 6 de 2000, permite a una entidad bancaria por ejemplo acudir al mercado de valores sin más limitaciones que las establecidas por el Decreto Ley 1 de 1999 y sus Acuerdos; nos referimos a que no tendrá mayor limitación que aquel requisito que no pueda cumplir por razones intrínsecas del sujeto. No obstante, de forma indirecta podría tener limitaciones al monitorearse las reglas de adecuación de capital del banco emisor, (Acuerdos 5 y 6 / 98; 5 y 6 /99 y 9 de 2003; términos en revisión y futura adecuación en atención a Basilea II); niveles de endeudamiento y requisitos de liquidez (Acuerdo 2/2000 modificado por el 5/2000; políticas de riesgos (5/2001), o el tema de las calificaciones de riesgo aplicable a emisiones de valores.

Aspectos como los descritos, no escapan de ningún mercado financiero. Lo importante es su identificación y actuación frente a posible duplicidad de funciones o dobles

cargas para sujetos del mercado. La verdadera ejecución de acciones coordinadas que impidan traslapes de normas, que identifiquen un regulador primario y la perfecta puntualización de las responsabilidades de cada uno evitará y permitirá la eficiencia y eficacia del sistema financiera a que nos referimos antes.

Aunado a lo anterior, es preciso señalar que sea cual sea el ámbito del sector financiero, los reguladores han podido identificar que fuera del ámbito de los poderes del regulador, sus facultades bien definidas por regulado, por sector y mecanismos de coordinación e intercambio de información, la herramienta fundamental para la protección del sistema financiero está en las reglas de buen gobierno y de transparencia de la información.

Como ejemplo, podemos mencionar en nuestro país la Comisión Nacional de Valores, la Superintendencia de Bancos, la Superintendencia de Seguros, firmaron el Memorando de Entendimiento Interinstitucional en materia de supervisión el 13 de mayo de 2005. Dicho instrumento de colaboración y coordinación de labores tiene como objeto establecer los parámetros de intercambio de información en materia de supervisión en condiciones de confianza sin perjuicio de las limitaciones legales en los casos en que una norma indique específicamente su reserva.

La cláusula segunda de este memorando desarrolla precisamente la información sobre grupos económicos que contribuya a la supervisión efectiva adecuada en cuanto a los límites de exposición y concentración general de riesgos; incluye en su cláusula tercera las pautas aplicables en materia de partes relacionadas, y así sucesivamente en sus 13 cláusulas desarrolla el ámbito de trabajo conjunto que tiende a hacer efectiva la convergencia regulatoria. A nuestro juicio, este documento reviste una radical importancia en el ejercicio de las funciones de los tres entes reguladores y es el cimiento quizás de reformas posteriores en cuanto a facultades específicas de normas aplicables a cada regulador, resultado de experiencias previas o precedentes en el ejercicio de la supervisión.

Por su parte, el tema más álgido para muchos ¿ consolidación o no de reguladores ? como esbozamos en el comienzo de este artículo eso depende en gran medida de las políticas gubernamentales. Criterio único y totalmente a favor de uno u otra tendencia no existe. Lo que si podemos mencionar son modelos exitosos de una u otra vertiente: regulador especializado por ejemplo en mercado de valores : Comisión Nacional de Mercado de Valores de España (CNMV), la Securities and Exchange Commission de USA; reguladores consolidados : Inglaterra (FSA) Corea, Japón, Australia, recientemente la experiencia Colombiana.

Ni siquiera los organismos internacionales (FMI-Banco Mundial) se han pronunciado a favor de uno u otro modelo, lo que si procuran es calidad en la regulación y en la supervisión, que el regulador sea del área determinada tenga poderes claros y lo más

importante pueda ejecutarlos, ese es el objetivo a perseguir no porque sean políticamente convenientes, ya que, solo hay que buscar las etapas previas tanto en uno u otro modelo los riesgos inherentes que conllevan los cambios estructurales tales como: asignación inadecuada de recursos, rotación de personal calificado, factor tiempo que le quita efectividad a la supervisión de los regulados existentes, amén de la ingerencia política que permiten o se abren en las propuestas de cambios legislativos, ni en un modelo
(fusionado o independiente) se pueden eliminar factores como los mencionados en este párrafo.

b- La convergencia regulatoria internacional.

Es quizás el ámbito que más exige a las legislaciones y pide romper barreras y los problemas derivadas de éstas. En nuestra legislación podemos aseverar que existen grandes avances en este aspecto en el sistema financiero como ya hemos anotado con la figura de la supervisión consolidada de entes extranjeros así como en el mercado de valores.

Los precedentes inmediatos que han contribuido a tales avances la existencia del Comité de Basilea, organización formada en 1975, por los presidentes de los Bancos Centrales del Grupo de los 10: Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Suecia, Suiza, Reino Unido, España y los Estados Unidos. El objetivo primordial de esta organización es lograr altos estándares de supervisión en materia bancaria y de forma homogénea en su ejecución mediante la convergencia de la supervisión. Uno de sus principales documentos es el conocido Acuerdo de Capital (Basilea I) sobre medición y estándares mínimos de capital adecuado de los bancos, que como hemos anotado se ajusta perfectamente el Decreto Ley 9 de 1998,(en adecuación por Basilea II que no es más que la actualización de nuevos parámetros en esta materia específicamente en el análisis de riesgo de crédito y riesgo de mercado) y los 25 principios de supervisión efectiva también visibles en la normativa actual bancaria y los acuerdos que la desarrollan.

Así las cosas, tenemos que la Supervisión Consolidada como un gran avance en nuestro país, establecida en el Capítulo II del Título III del Decreto ley 9 de 1998, artículos 27 y siguientes señala que los Bancos extranjeros con licencia general estarán sometidas a la supervisión de la Superintendencia de Bancos de la República de Panamá, sin embargo en cuanto a reglas de liquidez, adecuación de capital y demás condiciones técnicas aplicarán la legislación de su país y las que su supervisor extranjero establezca.

De manera clara, en el artículo 31 se consagra la facultad de que el ente regulador bancario panameño llegará a realizar acuerdos o entendimientos con supervisores extranjeros que permitan de manera efectiva la supervisión consolidada.

Por su parte, dentro del trámite de obtención de licencia se requieren las autorizaciones de origen en el caso de solicitantes que provengan de bancos extranjeros, estados financieros de acuerdo al estándar requerido en su regulador de origen y expresamente en el artículo 10 del Acuerdo 3 de 2001 requiere: " la Superintendencia de bancos podrá requerir una certificación al Ente Supervisor Bancario de dicho país, que indique que ésta llevará a cabo la supervisión consolidada y transfonteriza del solicitante, la frecuencia y extensión de dichas inspecciones.

En cuanto al mercado de valores se refiere, los esfuerzos equivalentes a lo proyectado por Basilea I y II, lo ejecuta la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés). En ambos casos, no se trata de organismos supranacionales de obligatoriedad legal, sino más bien entes que emiten estándares sea como recomendaciones o principios que al ser avalados como parámetros de evaluación de organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial se convierten en verdaderos estándares de cumplimiento.

Así las cosas, dentro de los 30 principios de IOSCO, encontramos claramente en el 9 lo relacionado a la Cooperación en la regulación como una necesidad debido a la existencia de autoridades reguladoras de distinta naturaleza y traslapes ineludibles en la regulación de los mercados de valores y otras leyes de una misma jurisdicción.

El principio 9 de IOSCO se fundamenta en tres aspectos fundamentales:

1- El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.
2- Los reguladores establecerán mecanismos que determinen cómo y cuando compartirán información tanto pública como no pública con homólogos nacional o internacionales.
3- El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a los reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.

(2) CF: Principios de Iosco, septiembre de 1998.

Al tenor del principio 9 la cooperación en el espectro nacional va más allá de la supervisión o aplicación de ley, es decir, se debe configurar desde el periodo previo, desde el momento en que se está tramitando una autorización para operar sobre todo cuando las responsabilidades de los supervisores están divididas.

En el aspecto internacional adquiere más relevancia toda vez que la falta de cooperación entre reguladores del mercado de valores, es una limitante identificada como un obstáculo para un mercado transparente, sobre todo por el índole internacional que

caracterizan muchas de las transacciones. Sin embargo, las legislaciones nacionales contienen muchas limitantes para compartir información fuera de la jurisdicción o bien establecen procedimientos largos, de muchos trámites y varias autoridades involucradas lo que puede generar ineficiencias en la supervisión o atención puntual en tiempo de un acontecimiento que exija actuación rápida.

Es la creciente internacionalización de las actividades financieras la que hacen una exigencia palpable de la adecuación de los poderes del regulador nacional de tener facultades legales de intercambio de información y de obtener cooperación internacional. Al respecto se pronunció Jonathan Davis Presidente de CNBV de México en marzo de 2006 : " se han establecido tratamiento igual para operaciones similares" y homologado procesos de supervisión para evitar el arbitraje regulatorio.

En este sentido, el Decreto Ley 1 de 1999, introdujo la figura de la jurisdicción reconocida tal como se desprende del artículo 1 (definición) más desarrollada en el artículo 76 (emisores extranjeros) partiendo del fundamento de que pueden registrarse en la Comisión valores de emisores que a su vez estén registrados en jurisdicciones reconocidas, entendiendo por ésta aquella que a juicio de la Comisión Nacional de Valores 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.

A la fecha, la Comisión Nacional de Valores ha reconocido a 16 jurisdicciones partiendo de la lista de miembros del Comité Técnico de IOSCO, y otras a través de reconocimiento individual como ha sido el caso de Salvador y Costa Rica. (véase Acuerdos 11-2000, 3-2203, 4 2005 y el que regula el procedimiento 3 de 2004). A la fecha hay 7 registros usando ésta figura y otros en trámite.

También en la búsqueda de esa convergencia regulatoria internacional con el objetivo de una eficaz aplicación de normas de regulación y supervisión que por características propias trascienden las fronteras, la Comisión Nacional de Valores ha firmado los siguientes Memorando de Entendimientos (MOU) con los siguientes países: Colombia (2006) , Estado Asociado de Puerto Rico (2005) República Dominicana (2003), Chile (2004), Honduras (2003),Salvador (2002), de vigencia previa al Decreto Ley 1 de 1999, con Costa Rica (1994), Argentina (1993).

La figura de jurisdicción reconocida, si bien en esencia se aplica para el registro de valores. Lo anterior, puede requerirse no solo en cuanto a valores cotizados en una jurisdicción y desde otra perspectiva para la contratación de relaciones de corresponsalía de los intermediarios según lo dispone el artículo 31 del Decreto Ley 1 de 1999.

COROLARIO:

Las bondades de la convergencia regulatoria son evidentes, pero lo más positivo del tema es valorar los esfuerzos tanto de propuestas de reformas de normas, como herramientas de cooperación como los Memorando de Entendimiento entre reguladores tanto nacionales como Internacionales del mercado financiero con el objetivo primordial de lograr la eficiencia y eficacia del sistema financiero.

Septiembre de 2006.

Las opiniones vertidas en el presente artículo son responsabilidad de la autora no representan la posición de la Comisión Nacional de Valores.

OBJETIVOS Y PRINCIPIOS PARA LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Organización Internacional de Comisiones de Valores
Septiembre de 1998

Nota de la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá: Para ver este documento en su versión original ver: www.iosco.org

Prólogo y Resumen

Este documento expone 30 principios para la regulación de los mercados de valores[103], que se basan en los tres objetivos siguientes:

- **La protección de los inversores[104];**
- **Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes;**
- **La reducción del riesgo sistémico.**

Los 30 principios que están agrupados en ocho categorías, deberían estar implantados en la práctica en cada marco legal pertinente para lograr los tres objetivos mencionados:

A. Principios relativos al Regulador

1. Las responsabilidades del regulador deberán ser claras y estar expresadas con objetividad.

2. El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.

3. El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.

4. El regulador deberá adoptar unos procedimientos de regulación claros y consistentes.

5. El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad.

B. Principios de autorregulación

---

[103] En este documento, a efectos de conveniencia y cuando el contexto lo permite, las palabras "mercados de valores" se usan para hacer referencia a los diversos sectores del mercado en conjunto. En concreto, cuando el contexto lo permita, deberá entenderse que incluyen la referencia a los mercados de productos derivados. Lo mismo es aplicable al uso de las palabras "regulación de valores". (Véase el Memorándum Explicativo de los Estatutos de la OICV).
[104] El término "inversor" incluye a los clientes u otros consumidores de servicios financieros.

6. El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las Organizaciones Autorreguladas (SRO) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.

7. Las SRO estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.

C. Principios para la aplicación de la regulación de valores

8. El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.

9. El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley.

10. El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.

D. Principios de cooperación en la regulación

11. 11 El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.

12. Los reguladores establecerán mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros.

13. El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.

E. Principios para los emisores

14. Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y otra información que sea relevante para la toma de decisiones por parte de los inversores.

15. Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.

16. Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.

F. Principios para las instituciones de inversión colectiva

17. El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.

18. El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.

19. La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en dicha institución.

20. La regulación asegurará que exista una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio y el rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva.

G. Principios para los intermediarios del mercado

21. La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.

22. Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado.

23. Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Dirección de intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas.

24. Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado con el fin de minimizar los perjuicios y las pérdidas de los inversores, así como controlar el riesgo en el sistema.

H. Principios relativos a los Mercados Secundarios

25. El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, deberá estar sujeto a autorización y supervisión prudencial.

26. Existirá una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos partícipes del mercado.

27. La regulación promoverá la transparencia en la negociación.

28. La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.

29. La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión y control de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.

30. Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial y diseñados de manera que sean justos y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

Índice

Parte I - Introducción y declaración de objetivos y principios

1. Introducción

2. Implantación

3. Estructura del documento

4. Objetivos de la regulación del mercado de valores

4.1 Objetivos de la regulación del mercado de valores
4.2 Comentarios sobre los objetivos
4.2.1 La protección de los inversores
4.2.2 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes
4.2.3 La reducción del riesgo sistémico

5. El marco regulador

Parte II - El Regulador

6. El Regulador

6.1 Principios relativos al Regulador
6.2 Responsabilidad clara
6.3 Independencia y responsabilidad
6.4 Poderes adecuados y recursos adecuados
6.5 Proceso regulador claro y consistente
6.6 La conducta del personal

7. Autorregulación

7.1 Principios relativos a la autorregulación
7.2 El papel de las SRO
7.3 Autorización y supervisión

8. Aplicación de la regulación de los mercados de valores

8.1 Principios relativos a la aplicación de la regulación de los mercados de valores
8.2 Programas de inspección y cumplimiento
8.3 Poderes amplios de aplicación de la ley

8.4 Aplicación internacional de la ley
8.5 Blanqueo de capitales

9. Cooperación en la regulación

9.1 Principios relativos a la cooperación en la regulación
9.2 La necesidad de cooperación nacional
9.3 La necesidad de cooperación internacional
9.4 El ámbito de la cooperación
9.5 Cooperación sobre conglomerados financieros

Parte III - Emisores, intermediarios del mercado y mercados secundarios

10. Emisores

10.1 Principios relativos a los emisores
10.2 El ámbito de esta sección y la necesidad de regular a los emisores
10.3 Difusión puntual de la información
10.4 Cuándo es necesaria la difusión de información
10.5 Información sobre control de sociedades
10.6 Principios de contabilidad y auditoría

11. Instituciones de inversión colectiva

11.1 Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva
11.2 Ámbito de esta sección
11.3 Aptitud para actuar como gestor
11.4 Supervisión de normas de conducta, conflictos de intereses y delegación
11.5 Forma legal y estructura
11.6 Difusión de información a los inversores
11.7 Protección de los activos de clientes
11.8 Valoración de activos y fijación de precios
11.9 Rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva
11.10 Cooperación internacional en la regulación

12 Intermediarios del mercado

12.1 Principios relativos a los intermediarios del mercado
12.2 Ámbito de esta sección
12.3 Autorizaciones y supervisión
12.4 Adecuación del capital

12.5 Las normas de conducta y otros requisitos prudenciales
12.6 Actuación en el supuesto de quiebra financiera de un intermediario
12.7 Supervisión de los intermediarios
12.8 Asesores de inversiones

13. Los mercados secundarios

13.1 Principios relativos a los mercados secundarios
13.2 Ámbito de esta sección
13.3 Bolsas de valores y sistemas de negociación
13.4 Supervisión prudencial de los mercados e información sobre los procedimientos del mercado
13.5 Transparencia en la negociación
13.6 Prohibición de la manipulación y otras prácticas de mercado desleales
13.7 Grandes riesgos, procedimientos para casos de incumplimiento y distorsiones del mercado
13.8 Compensación y liquidación
13.9 Regulación y normas de los sistemas de compensación y liquidación
13.10 Verificación de las transacciones en los sistemas de compensación y liquidación
13.11 El riesgo en los sistemas de compensación y liquidación: depósito de márgenes de garantía, compensación por saldos netos, ventas en descubierto y préstamo de valores

13.11.1 Depósito de márgenes de garantía
13.11.2 Compensación por saldos netos
13.11.3 Ventas en descubierto y préstamos de valores

Parte I
Introducción y declaración de objetivos y principios

1. Introducción

Aunque en las estructuras de los mercados de valores son diferentes, se pueden destacar tres objetivos que todo sistema de regulación que pretenda ser eficaz debería alcanzar. El presente documento desarrolla 30 principios para la regulación de los mercados de valores, que suponen la puesta en práctica de los objetivos mencionados.

Adicionalmente, se proporcionan algunos ejemplos de las prácticas actuales. Dichas prácticas cambiarán a medida que los mercados vayan evolucionando y que la tecnología y una mejor coordinación entre los reguladores permitan la puesta en práctica de otras estrategias.

Los mercados de valores y productos derivados son vitales para el crecimiento, el desarrollo y la fortaleza de las economías de mercado. Dan soporte a las iniciativas de las empresas, financian la implantación de ideas nuevas y facilitan la gestión del riesgo financiero. Además, dado que los inversores minoristas están colocando una proporción creciente de su dinero en fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva, los mercados de valores se han convertido en un pilar esencial para la riqueza, el ahorro y los planes de jubilación de las personas.

Una regulación sólida y efectiva y la confianza que trae consigo, es importante para la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores.

La OICV es el organismo internacional líder de los reguladores de los mercados de valores. Sus miembros actuales son organismos reguladores de 91 países cuya responsabilidad es la regulación de valores y la aplicación de sus leyes.

El preámbulo de los Estatutos de la OICV indica:

Las autoridades de valores deciden cooperar juntas para asegurar una mejor regulación de los mercados, a escala tanto nacional como internacional, a fin de mantener unos mercados justos y eficiente. Para ello se comprometen a:

- intercambiar información sobre sus respectivas experiencias, a fin de promover el desarrollo de los mercados nacionales;
- unir sus esfuerzos para establecer normas y una vigilancia efectiva de las transacciones internacionales de valores;
- proporcionar asistencia mutua para promover la integridad de los mercados mediante la aplicación rigurosa de las normas y las medidas contra las faltas cometidas.

La OICV reconoce que para que una economía nacional sea fuerte, son necesarios unos mercados nacionales sólidos. También reconoce que los mercados de valores nacionales se están integrando cada vez más en un mercado mundial.

Los Estatutos de la OICV también expresan la intención de que los reguladores de valores, a escala tanto nacional como internacional, se guíen por una preocupación constante por la protección de los inversores.

La comunidad reguladora internacional deberá proporcionar asistencia, y un patrón que permita medir el progreso hacia una regulación efectiva. Este documento manifiesta nuevamente que la OICV, como agrupación internacional líder de los reguladores de valores, asume la responsabilidad de ayudar en el establecimiento y mantenimiento de unas normas consistentes y de elevada calidad que rijan este mercado y que, no sólo protegerán a los inversores sino que además tenderán a reducir el riesgo sistémico.

Los reguladores deberán estar preparados para atender a los importantes retos que plantea el desarrollo creciente de la tecnología y, especialmente, los avances en el área del comercio electrónico.

Unos mercados financieros cada vez más globalizados e integrados presentan retos significativos para la regulación de los mercados de valores. Del mismo modo los mercados, y especialmente algunos mercados emergentes que han registrado un gran crecimiento en los últimos años, han sido propensos a acusar los efectos de interacciones en operaciones transfronterizas y operaciones entre distintos tipos de activos. Algunos también están expuestos a volatilidades más altas a corto plazo después de crisis económicas o durante períodos de gran incertidumbre. Por lo tanto, en un entorno mundial e integrado, los reguladores deben estar en posición de evaluar la naturaleza de la conducta transfronteriza si quieren asegurar la existencia de unos mercados justos, eficientes y transparentes.

La universalización del mercado también trae consigo una interdependencia creciente entre los reguladores, por lo que deben existir vínculos fuertes y efectivos entre éstos. Los reguladores también deben tener mutua confianza. El desarrollo de estas vinculaciones y esta confianza será apoyado por el establecimiento de un conjunto común de principios guía y objetivos de regulación compartidos.

Muchas de las materias que se plantean en este documento ya han sido objeto de informes o Acuerdos de la OICV[105]. Los informes publicados por la OICV y los Acuerdos aprobados por sus miembros también son una fuente valiosa de información sobre los principios subyacentes de una regulación efectiva de valores y sobre las herramientas y técnicas necesarias para la implantación de dichos principios. La fuente

[105] El Anexo 1 contiene una lista completa de los Acuerdos de la OICV. En el Anexo 2 aparece una lista completa de los Informes de la OICV.

principal de este documento son los citados informes a los cuales se hace referencia en las notas y deberán ser consultados cuando se estudie más profundamente materias concretas. En la Secretaría de la OICV se pueden obtener copias completas del texto de los informes y acuerdos[106].

2. Implantación

Los miembros de la OICV, mediante su adhesión a este documento, se comprometen a asegurar la observancia de los objetivos y principios que se exponen, así como a promover los cambios necesarios en la legislación actual cuando ésta constituya un obstáculo para su cumplimiento.

A menudo no existe un planteamiento único sobre una materia de la regulación. La legislación y las estructuras reguladoras varían según la jurisdicción, reflejando las condiciones locales de los mercados y sus evoluciones históricas. La manera concreta en que una jurisdicción implanta los objetivos y principios descritos en este documento debe tener en cuenta todo el contexto nacional, incluso el marco legal y comercial pertinente.

Dependiendo de la materia en cuestión y las disposiciones dentro de una jurisdicción concreta, la implantación puede requerir la totalidad o cualquiera de los siguientes cambios: un cambio en la legislación o la regulación; un cambio en la política o las costumbres y procedimientos de la autoridad reguladora; o un acuerdo bilateral o multilateral.

El regulador deberá revisar con frecuencia la forma concreta en que se desarrolla la regulación de valores en su mercado. Este documento no es exhaustivo en su tratamiento de cada área del mercado ya que la propia evolución de los mercados obliga a una adaptación constante de su regulación. Esto significa, por lo tanto, que la implantación efectiva de los principios descritos en este documento es una tarea a realizar a lo largo del tiempo.

3. Estructura del documento

Este documento está dividido en tres partes.

La Parte I incluye una introducción sobre el documento y una declaración de los objetivos y los principios de la regulación de valores. Adicionalmente, desarrolla cada uno de los objetivos con un breve comentario.

[106] La dirección de la página de la Secretaría de la OICV en Internet es: http://www.iosco.org/.

La Parte II describe las características deseables de un regulador y el papel potencial de las organizaciones autorreguladas. También estudia el trabajo de aplicación de la ley y supervisión del mercado por parte del regulador y la necesidad de una estrecha cooperación entre reguladores.

La Parte III estudia las implicaciones prácticas de los objetivos en la regulación de valores, con referencia especial a los emisores, las instituciones de inversión colectiva, los intermediarios del mercado, la negociación en los mercados secundarios y la compensación y la liquidación de las operaciones.

Cada una de las secciones de las Partes II y III incluye un cuadro que proporciona una lista resumida de los principios que hay que tener en cuenta para la implantación efectiva de los objetivos.

4. Objetivos de la regulación de los mercados de valores

4.1 Objetivos de la regulación de los mercados de valores

Los tres objetivos principales de la regulación son:

- **La protección de los inversores;**
- **Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes;**
- **La reducción del riesgo sistémico.**

4.2 Comentario sobre los objetivos

Los tres objetivos están estrechamente relacionados entre sí y, en algún sentido, se superponen. Muchos de los requisitos que ayudan a garantizar unos mercados justos, eficientes y transparentes también proporcionan protección al inversor y ayudan a reducir el riesgo en el sistema. De manera similar, muchas de las medidas que reducen el riesgo en el sistema aportan protección a los inversores.

Además, para la implantación efectiva de los tres objetivos, son necesarias herramientas tales como unos programas detallados de supervisión y cumplimiento, procedimientos de aplicación efectiva de la ley y una cooperación estrecha con otros reguladores.

Los objetivos antes citados se describen a continuación con mayor profundidad. En las Partes II y III del documento se examinan con más detalle los medios para satisfacer estos objetivos, articulados en 30 principios, en el contexto de estructuras y acuerdos reales en los mercados.

4.2.1 La protección de los inversores

Los inversores deberán estar protegidos contra prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el mal uso de información privilegiada, la utilización en beneficio del propio intermediario de las instrucciones del cliente ("front running") y la abusos en la uso de los activos de dichos clientes.

El medio más importante para garantizar la protección de los inversores es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones. De este modo, los inversores pueden evaluar los riesgos potenciales y los beneficios de sus inversiones y, de esta manera, proteger mejor sus propios intereses. Como componentes clave de los requisitos de difusión y publicidad de la información, deberán existir normas de contabilidad y auditoría de una calidad elevada e internacionalmente aceptable.

Sólo las personas debidamente autorizadas o poseedoras de autorizaciones o licencias deberán ofrecerse al público como proveedores de servicios de inversión, por ejemplo, como intermediarios del mercado u operadores de las bolsas. Los requisitos de capital inicial y recursos mínimos exigibles deberán estar diseñados para lograr un entorno en el que una casa de valores pueda cumplir las exigencias de sus contrapartidas en cada momento y, si es necesario, liquidar su negocio sin causar pérdidas a sus clientes.

La supervisión de los intermediarios del mercado deberá lograr la protección de los inversores fijando unas normas mínimas para los partícipes del mercado. Los inversores deberán ser tratados por los intermediarios de una manera justa y equitativa, conforme a patrones que deberán fijarse en las normas de conducta. Debería existir un sistema amplio y completo de procedimientos de inspección, supervisión y cumplimiento.

Los inversores financieros son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y otros participantes en los mercados de valores. Sin embargo, su capacidad emprender acciones puede ser limitada. Además, para que los inversores estén protegidos adecuadamente, la complejidad de las operaciones con valores y la sofisticación de las técnicas fraudulentas, requieren la enérgica aplicación de la regulación.

Los inversores deberán tener acceso a un mecanismo neutral (como los tribunales u otros mecanismos para resolver conflictos) o contar con medios de resarcimiento y compensación por conductas indebidas.

La supervisión y la aplicación efectivas de la ley dependen de una estrecha cooperación entre los reguladores a escala nacional e internacional.

4.2.2 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes

La aprobación por el regulador de los operadores de las bolsas y los sistemas de negociación, así como de las normas de negociación ayuda a asegurar unos mercados justos.

La justicia de los mercados está estrechamente relacionada con la protección de los inversores y, en especial, con la prevención de prácticas de negociación indebidas. Las características de funcionamiento de los mercados no deben favorecer injustamente a unos usuarios frente a otros.

La regulación deberá detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales de negociación.

La regulación deberá tender a asegurar que los inversores puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a información sobre los precios. La regulación también deberá promover unas prácticas en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable.

En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante es puntual y generalizada, lo cual se refleja en el proceso de formación de los precios. La regulación deberá promover la eficiencia del mercado.

La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (tanto previa como posterior a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real. La información previa a la negociación está relacionada con la presentación de órdenes en firme como medio para permitir que los inversores conozcan, con algún grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen que se han cruzado en todas las operaciones individuales realmente realizadas. En este sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia.

4.2.3 La reducción del riesgo en el sistema

Aunque no se puede esperar que los reguladores impidan la quiebra financiera de los intermediarios del mercado, la regulación deberá tener por objeto reducir dicho riesgo (incluso mediante requisitos de capital y de control interno). Cuando, a pesar de todo, se produzca una quiebra, la regulación deberá aliviar su efecto y, en particular, intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra. Los intermediarios del mercado, por lo tanto, deberán estar sujetos a unos requisitos adecuados y constantes de recursos propios y otros requisitos prudenciales. Si es necesario, un intermediario deberá ser

capaz de liquidar su negocio sin pérdidas para sus clientes y contrapartidas o sin daños para el sistema.

La asunción de riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no deberá sofocar innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Antes bien, los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales son suficientes para controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgos. Es esencial un proceso eficiente y preciso de compensación y liquidación que esté debidamente supervisado y utilice herramientas efectivas de gestión de riesgos.

Deben existir disposiciones efectivas y legalmente seguras para tratar los casos de incumplimiento. Ésta es una cuestión que va más allá del marco regulador de los mercados de valores, pasando a formar parte de las estipulaciones sobre insolvencia de una jurisdicción.

La inestabilidad puede surgir a causa de acontecimientos producidos en otra jurisdicción o generarse entre varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las distorsiones del mercado deberán tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial mediante la cooperación y el intercambio de información.

5. El entorno de la regulación

Implícita a lo largo de este documento está la creencia de que la regulación debe facilitar la formación del capital y el crecimiento económico. En el contexto de la regulación, también deberá existir un reconocimiento de las ventajas de la competencia en el mercado.

La regulación es necesaria para asegurar el logro de los tres objetivos principales. No obstante, una regulación inapropiada puede imponer una carga injustificada al mercado e impedir su crecimiento y el desarrollo.

Es posible identificar características generales de una regulación efectiva que sean congruentes con un crecimiento económico sólido:

- no deberán existir barreras innecesarias de entrada y salida de los mercados y productos;
- los mercados deberán estar abiertos a la gama más amplia posible de partícipes que cumplan unos criterios específicos de entrada;
- en el desarrollo de la política, los organismos reguladores deberán tener en cuenta el efecto de los requisitos impuestos;
- deberá existir una carga reguladora igual para todos aquellos que establecen un compromiso financiero concreto o una promesa.

En general, debe existir un marco legal, fiscal y contable apropiado y efectivo dentro del cual puedan operar los mercados de valores[107]. La ley y la regulación de valores no pueden existir aisladamente de otras leyes y de los requisitos contables de una jurisdicción.

En el Anexo 3 se exponen las materias que revisten importancia especial en el marco legal. No se pretende que este Anexo sea una lista exhaustiva de materias que deban plantearse en la legislación nacional, sino que su objetivo es más bien identificar las materias que afectan especialmente a los mercados de valores.

El marco contable también puede considerarse un aspecto dentro del marco legal, pero se trata (especialmente en lo que se refiere a la preparación de estados financieros) en el contexto de la difusión y publicidad de información por parte de los emisores, en la Sección 10.

[107] Adicionalmente, prácticas adecuadas de los órganos de gobierno de las empresas constituyen una importante protección de los intereses de los accionistas. Las normas sobre los órganos de gobierno de las empresas se desarrollan a través de los estatutos de las empresas, las normas o códigos de conducta para empresas cotizadas impuestas por los mercados, cuyos detalles están fuera del alcance de este documento (Ver también Anexo III).

Parte II
El Regulador

La Parte II describe las características deseables de un regulador[108] y el papel potencial de las organizaciones autorreguladoras, la aplicación de la ley por parte del regulador y la necesidad de una estrecha cooperación entre reguladores.

6. El Regulador

6.1 Principios relativos al Regulador

1. Las responsabilidades del regulador deberán ser claras y estar expresadas con objetividad.
2. El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
3. El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.
4. El regulador deberá adoptar unos procedimientos de regulación claros y consistentes.
5. El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo normas adecuadas de confidencialidad.

6.2 Responsabilidad clara[109]

La capacidad del regulador para actuar responsable, justa y efectivamente se verá apoyada por:

- una definición clara de responsabilidades, preferiblemente fijadas por ley;
- una cooperación sólida entre las autoridades responsables[110,] a través de los canales apropiados;
- una protección legal adecuada para los reguladores y su personal que actúen de buena fe en el desempeño de sus funciones y poderes.

---

[108] este documento, el término «regulador» se usa en sentido global. No se refiere necesariamente a un regulador único. En muchas jurisdicciones, las características deseables para un regulador según se describen en este documento son de hecho una responsabilidad compartida por dos o más departamentos gubernamentales o cuasi gubernamentales.
[109] Véase el Acuerdo 1 de la OICV.
[110] En este sentido, el término «autoridades responsables» abarca a las que son responsables de aspectos de la regulación de valores y otros organismos gubernamentales de aplicación de la ley y reguladores.

La oferta de los productos y servicios financieros puede ser tal que un solo producto o servicio presente características asociadas tradicionalmente al menos a dos de los siguientes sectores: valores, banca y seguros. La legislación deberá estar diseñada para asegurar que en cualquier división de responsabilidad se eviten lagunas o injusticias. Cuando exista una división de responsabilidades en materia de regulación, el mismo tipo esencial de conducta no deberá estar sujeto a requisitos incongruentes.

6.3 Independencia y responsabilidad

El regulador deberá ser operativamente independiente de interferencias políticas o comerciales en el ejercicio de sus funciones y poderes, y responsable en el uso de sus poderes y recursos.

La independencia se verá realzada por una fuente estable de financiación para el regulador.

En algunas jurisdicciones, hay materias especiales de política de regulación que requieren la consulta con, o incluso la aprobación de un gobierno, ministro u otra autoridad. Las circunstancias en las que dicha consulta o aprobación es necesaria o está permitida deberán estar claras y el proceso ser lo suficientemente transparente o sujeto a revisión para salvaguardar su integridad. En general, no es conveniente que estas circunstancias incluyan la toma de decisiones en cuestiones técnicas del día a día.

La responsabilidad implica:

- que un regulador opere con independencia de intereses sectoriales;
- un sistema de responsabilidad pública del regulador;
- un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones del regulador y la presentación de recursos contra las mismas.

Cuando la responsabilidad se canalice a través del gobierno o de algún organismo externo, debe respetarse la naturaleza confidencial y comercialmente sensible de gran parte de la información que obra en poder del regulador. Deben existir mecanismos que impidan que dicha información sea utilizada o divulgada inapropiadamente.

6.4 Poderes suficientes y recursos adecuados

El regulador deberá tener poderes suficientes, recursos adecuados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer dichos poderes.

Lo que esto significa en la práctica es objeto de desarrollo en este documento. Incluye

los poderes de otorgar autorizaciones o licencias, la supervisión, inspección, investigación y aplicación de la ley, todo lo cual se comenta en secciones posteriores.

Exige necesariamente una financiación adecuada para el regulador a fin de permitir que éste realice sus tareas. El nivel de recursos deberá reconocer la dificultad de conservar personal experimentado que tenga capacidades que sean valiosas para el sector privado.

El regulador debe asegurar que su personal recibe constantemente la formación que necesite.

6.5 Proceso regulador claro y consistente

Al ejercer sus poderes y desempeñar sus funciones, el regulador deberá adoptar procedimientos que:

- se apliquen consistentemente;
- sean comprensibles;
- sean transparentes para el público;
- sean justos y equitativos.

En la formulación de su política el regulador deberá:

- contar con un proceso de consulta con el público incluyendo aquéllos que puedan verse afectados por su política;
- difundir públicamente sus políticas en áreas operativas importantes.[111]
- observar estándares de ecuanimidad procedimental;
- tener en cuenta el coste que implica el cumplimiento de la regulación.

Muchos reguladores tienen autoridad para publicar informes sobre el resultado de sus investigaciones o indagaciones, especialmente cuando su publicación proporcionaría directrices útiles a los partícipes del mercado y sus asesores. La publicación de un informe debe ser consistente con los derechos de una persona a ser escuchada con imparcialidad y con la protección de sus datos personales, factores que a menudo impedirán la publicidad cuando una materia sea todavía objeto de investigación.

Los reguladores también deberán desempeñar un papel activo en la educación de los inversores y de otros partícipes en los mercados de capitales.

[111] En algunas áreas operativas, y en algunos casos, especialmente en las áreas de supervisión y aplicación de la ley, la consulta y la difusión de información pueden ser innecesarias o inapropiadas dado que pueden comprometer la implantación efectiva de una política.

6.6 La conducta del personal

El personal de los reguladores deberá observar las normas profesionales más elevadas y recibir directrices claras sobre conducta en materias de:

- prevención de conflictos de intereses (incluyendo las condiciones que el personal debe cumplir para poder operar con valores);
- uso apropiado de información obtenida durante el ejercicio de los poderes y el desempeño de sus obligaciones;
- debida observancia de estipulaciones de confidencialidad y secreto y la protección de datos personales;
- observancia de justicia en los procedimientos.

7. Autorregulación[112]

7.1 Principios relativos a la autorregulación

6. El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las Organizaciones Autorreguladas (SRO) que ejerzan alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.
7. Las SRO estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.

7.2 El papel de las SRO

Los Organismos Autorreguladores (SRO) pueden ser un complemento valioso del regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores.

Existen diversos modelos de autorregulación y la medida en que se hace uso de la autorregulación varía. Las características comunes de los SRO, en la mayoría de las jurisdicciones, son su separación del regulador público (aunque por lo general existe la supervisión y la autorización gubernamental), y la participación de empresas, sectores y, en su caso, inversores en la organización de los SRO.

La autorregulación puede ofrecer ventajas sustanciales:

[112] Informe del Comité de Mercados Emergentes de la OICV, junio 1996 (53), Marco legal y regulador de los productos derivados negociados en bolsa, en 6-9 e Informe COSRA, Principios para una supervisión efectiva del mercado, mayo 1995.

- Las SRO pueden requerir la observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental;
- Las SRO pueden ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado, y pueden ser capaces de responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

Las SRO deberán asumir las responsabilidades en materia de regulación en las que se puedan desenvolver con más eficacia. Las actuaciones de las SRO estarán limitadas a menudo por los contratos y las normas aplicables.

7.3 Autorización y supervisión

El regulador deberá exigir que un SRO cumpla unas normas apropiadas antes de permitir a la organización que ejerza su autoridad. La supervisión de los SRO deberá ser constante.

Además, una vez que un SRO esté operativo, el regulador deberá asegurarse de que el ejercicio de este poder va en interés del público, y da lugar a una aplicación justa y consistente de las leyes de valores, la regulación y las normas apropiadas de los SRO.[113]

La efectividad de un SRO se puede ver comprometida por la existencia de conflictos de intereses. El regulador deberá hacer un seguimiento y prestar atención a la aparición potencial de conflictos de intereses. El regulador debe cerciorarse de que no surge ningún conflicto de intereses a causa del acceso de los SRO a información valiosa sobre los partícipes del mercado (sean o no miembros del propio SRO). El riesgo de que surjan conflictos puede ser acusado si el SRO es responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado.

Como condición para la autorización, la legislación o el regulador deberán exigir que los SRO:

- tengan capacidad para cumplir con la finalidad de las leyes aplicables, las regulaciones y las normas de los propios SRO, y obligar al cumplimiento de dichas leyes, regulaciones y normas por parte de sus miembros y las personas vinculadas;
- traten a todos los miembros del SRO y a los candidatos a miembros de una forma justa y congruente;
- desarrollen normas que estén diseñadas para fijar normas de conducta para sus miembros y para promover la protección del inversor;
- presenten sus normas al regulador para su revisión y/o aprobación según lo considere éste apropiado, y garanticen que las normas del SRO son congruentes con las directivas de política pública establecidas por el regulador;

[113] Informe COSRA Principios de una supervisión de mercado efectiva, mayo 1995.

- cooperen con el regulador y otros SRO para investigar y aplicar las leyes y las regulaciones;
- apliquen sus propias normas e impongan las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento;
- garanticen una representación justa de los miembros en la selección de sus consejeros y la administración de sus asuntos;
- eviten normas que puedan dar lugar a situaciones no competitivas; y
- eviten hacer uso del papel de supervisión para permitir que cualquier partícipe del mercado adquiera una ventaja desleal.

Con independencia del alcance con el que se use la autorregulación, el regulador público deberá conservar la autoridad para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado. Si los poderes de un SRO son insuficientes para investigar u ocuparse de un caso concreto de mala conducta o si lo exige la existencia de un conflicto de intereses, el regulador deberá asumir la responsabilidad del SRO en la investigación. Por lo tanto, es importante cerciorarse de que la información proporcionada por un SRO al regulador permite que estas materias sean detectadas a tiempo.

Los SRO seguirán unas normas profesionales de conducta en materias tales como la confidencialidad y la justicia en los procedimientos, similares a las que se esperarían del regulador.[114]

8. Aplicación de la regulación del mercado de valores

8.1 Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores

8. El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.
9. El regulador tendrá amplios poderes de aplicación de la ley.
10. El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y aplicación de la ley y la implantación de un procedimiento efectivo de su cumplimiento.

[114] Las SRO por lo general son organismos no gubernamentales, de manera que no siempre estarán sujetas a las mismas normas que se aplican a un organismo público.

8.2 Programas de inspección y cumplimiento[115]

El seguimiento de la conducta de los intermediarios del mercado mediante inspección y supervisión ayuda a garantizar el mantenimiento de normas de elevada calidad y la protección de los inversores. Estos procedimientos de prevención son un complemento necesario de los procedimientos de investigación y aplicación de la ley.

El regulador tendrá poder para requerir la remisión de información[116] o llevar a cabo inspecciones de operaciones empresariales cuando opine que es necesario para asegurar el cumplimiento de las normas pertinentes. La sospecha de una violación de la ley no debería ser un requisito previo necesario para el uso de los poderes de inspección respecto a personas autorizadas o con licencia.

Las inspecciones pueden ser llevadas a cabo por el propio regulador o por otra autoridad competente. Por otra parte, el regulador podría estudiar el delegar dicha autoridad en los SRO o delegar en terceros, debidamente supervisados, para que realicen parte del trabajo de inspección en su nombre. Estos terceros también estarán sujetos a requisitos de confidencialidad. Dichas inspecciones deben realizarse con los medios y las técnicas apropiados, que pueden variar entre jurisdicciones.

En algunas áreas, por ejemplo en el análisis de la negociación en una bolsa, el uso de tecnología será necesario para una supervisión efectiva. En otras áreas, incluyendo la inspección de la conducta de los intermediarios, es preciso llegar a un equilibrio entre la realización inspecciones in situ o entrevistas, y los requerimientos ocasionales de información que pueda ser revisada fuera de las oficinas de los intermediarios.

Las inspecciones in situ pueden ser rotativas o surgir a causa de una evaluación de riesgos o una reclamación. Al tomar decisiones sobre el uso eficiente de los recursos, el regulador debe tener en cuenta tanto la necesidad de una cobertura amplia del mercado como la importancia de una inspección adecuada de las áreas de riesgo elevado para los inversores o que supongan una amenaza para la estabilidad del sistema.

8.3 Poderes amplios de aplicación de la ley[117]

El carácter complejo de las operaciones de valores y la particular naturaleza de los

---

[115] Véanse los Acuerdos 9, 39 y 40 de la OICV.
[116] En este sentido, la información que se debe proporcionar puede incluir registros mantenidos en el curso ordinario del negocio o información elaborada como resultado de una investigación concreta o como una parte de la información a entregar periódicamente al regulador.
[117] Véanse los Acuerdos 35, 37, 39 y 40 de la OICV.

sistemas de fraude requieren una aplicación enérgica y rigurosa de la regulación correspondiente. Los inversores de los mercados de valores son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y otros.

Por lo tanto, el regulador u otra autoridad pública competente, deberán estar dotados de unos amplios poderes de investigación y aplicación de las normas, entre ellos:

- poderes reguladores y de investigación para obtener datos, información, documentos, extractos y registros de personas implicadas en la conducta objeto de investigación o que tengan información pertinente para la misma;
- poder para obtener mandatos judiciales y/o tomar otras medidas para asegurar el cumplimiento de estos poderes reguladores, administrativos y de investigación;
- poder para imponer sanciones administrativas y/u obtener sentencias de los tribunales de justicia;
- poder para iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal;
- poder para ordenar la suspensión de la negociación de valores o adoptar otras actuaciones apropiadas;[118]
- cuando se puedan emprender acciones ejecutivas, poder para formalizar acuerdos ejecutables y para aceptar compromisos vinculantes.

En sentido general, estos poderes ejecutivos no deberán comprometer el derecho de actuación privada. Las personas físicas deberán poder procurarse sus propios medios de subsanación (incluyendo, por ejemplo, la compensación o el cumplimiento específico de una obligación).

No es necesario que toda la responsabilidad de la aplicación de las leyes de valores recaiga sobre un único organismo. Existen modelos eficaces en los que la responsabilidad está compartida entre varias instituciones públicas o semipúblicas o con un SRO.

El compartir la responsabilidad y la necesidad de una cooperación estrecha pueden ser elementos especialmente importantes para evitar que operen en el mercado las personas que no cuenten con la debida autorización. Estas personas deben ser perseguidas.

8.4 Aplicación internacional de la ley

La naturaleza internacional de los mercados de valores y el hecho de que, con frecuencia, una conducta afecte a varias jurisdicciones, implica una serie de cuestiones concretas.

---

[118] Entre otras actuaciones pueden estar la imposición de restricciones a la negociación a partícipes individuales del mercado. Por ejemplo, límites a posiciones, requisitos de información, "liquidation only trading" o requisitos especiales de márgenes,

La legislación y los poderes de los reguladores deberán ser suficientes para evitar conductas indebidas también en operaciones transfronterizas. Por lo tanto, el regulador debe asegurar que él mismo u otra autorizar de su jurisdicción disponen de las competencias para conseguir toda la información, declaraciones y documentos necesarios para investigar y perseguir conductas que violen las leyes. Adicionalmente, el regulador deberá asegurarse de que dicha información puede ser compartida directamente con otros reguladores o indirectamente a través de las autoridades de sus jurisdicciones, para su uso en investigaciones y persecuciones de violaciones en materia de valores.[119]

En la Sección 9 se tratan aspectos sobre la cooperación internacional y su importancia para una regulación eficaz.

8.5 Blanqueo de capitales[120]

La expresión "blanqueo de capitales" o "blanqueo de dinero" cubre una amplia gama de actividades y procesos cuyo objetivo es ocultar el origen ilegítimo del dinero obtenido y crear la apariencia de que se ha originado de una fuente legítima.

Los reguladores de valores deberán analizar si sus legislaciones son suficientes para evitar el blanqueo de dinero y tendrán que exigir políticas y procedimientos a seguir por los intermediarios para minimizar el riesgo que éstos tienen de ser utilizados como vehículos para el blanqueo.

9. Cooperación en la regulación

9.1 Principios relativos a la cooperación en la regulación

11. El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.
12. Los reguladores establecerán mecanismos que determinen cuándo y cómo compartirán información tanto pública como no pública con sus homólogos nacionales y extranjeros.
13. El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y el ejercicio de sus poderes.

[119] Acuerdo sobre poderes ejecutivos, Comité de Presidentes de la OICV, noviembre de 1997.
[120] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, octubre de 1992 (26), Informe sobre el blanqueo de dinero.

9.2 La necesidad de cooperación nacional[121]

La necesidad de compartir información a escala nacional surge debido a la existencia de autoridades reguladoras de distinta naturaleza y solapamientos entre la regulación de los mercados de valores y otras leyes de una misma jurisdicción. Así, por ejemplo, los casos de fraude o blanqueo de dinero realizados a través de operaciones con valores pueden requerir una estrecha cooperación entre dos o más reguladores nacionales, incluyendo las autoridades responsables de la aplicación de las leyes, reguladoras y judiciales.

La necesidad de cooperación en el ámbito nacional puede ampliarse más allá de materias de aplicación de la ley e incluir, por ejemplo, el intercambio de información necesaria para la concesión de una nueva autorización y el desarrollo de determinadas actividades cuando la responsabilidad sobre los sectores de seguros, bancario y otros sectores financieros esté dividida entre varios supervisores, así como para minimizar el riesgo en el sistema.

9.3 La necesidad de cooperación internacional

La cooperación internacional entre reguladores es necesaria para la regulación efectiva de los mercados nacionales. La incapacidad para prestar asistencia por parte de los reguladores puede comprometer seriamente los esfuerzos encaminados a una regulación de valores efectiva. Las leyes nacionales tienen que eliminar los impedimentos para la cooperación internacional.[122]

La creciente internacionalización de las actividades financieras y la globalización de los mercados implican que la información pertinente para las autorizaciones de nuevas entidades está, a menudo, fuera del alcance jurisdiccional inmediato del regulador competente. Por ejemplo, se puede recibir una solicitud de licencia de una persona que se sabe está registrada en otra jurisdicción, o se puede solicitar la inscripción de los mismos documentos en varias jurisdicciones.

De manera similar, las amenazas a la estabilidad del sistema no se circunscriben a una jurisdicción y la conducta de ciertas instituciones financieras puede afectar a otras jurisdicciones. Los reguladores deben estudiar si tienen acuerdos o procedimientos adecuados para compartir información con reguladores de otras jurisdicciones, que les permitan identificar y controlar posibles situaciones de riesgo.

---

[121] Véanse los Acuerdos 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34 y 40 de la OICV.

[122] Informe sobre la autoevaluación realizada por los miembros de la OICV a tenor del Acuerdo de 1994 sobre el compromiso con los principios básicos de la OICV de elevadas normas reguladoras y cooperación y asistencia mutuas, noviembre de 1997 (75). Véanse también los Acuerdos 39 y 40 de la OICV.

Además, un número creciente de empresas tiene valores admitidos a cotización en más de una jurisdicción y es normal que una parte significativa de la actividad comercial de un emisor se lleve a cabo en un país distinto de aquél donde cotizan sus acciones. Los inversores suelen invertir en mercados y valores extranjeros, ya sea directamente o a través de fondos de inversión. Cada vez se comercializan más instituciones de inversión colectiva en jurisdicciones diferentes a aquellas en las que son gestionadas. Es habitual que no sólo pertenezcan a distintas jurisdicciones los promotores, gestores y depositarios de estas instituciones sino también los inversores entre los que éstas se comercializan.

Se pueden negociar productos financieros similares en diversos mercados de varios países; es más, hay muchos productos derivados cuyo producto subyacente o precio de referencia se negocia, produce u obtiene en el mercado extranjero.

El fraude, la manipulación de precios, la operativa con información privilegiada y otras conductas ilegales entre fronteras jurisdiccionales pueden producirse, y de hecho se producen, con una frecuencia cada vez mayor en un mercado internacionalizado, contribuyendo a ello los modernos sistemas de telecomunicaciones.

La importancia que tiene la cooperación internacional en las investigaciones de posibles violaciones también se hace evidente al observar las características comunes que presentan dichas violaciones, como por ejemplo la transferencia del capital a jurisdicciones extranjeras obtenido como producto del delito; los delincuentes que huyen a un país extranjero; el canalizar operaciones a través de jurisdicciones extranjeras para disfrazar la identidad de las partes intervinientes o el flujo de fondos; el uso de cuentas en el extranjero para ocultar la propiedad real de las acciones; y el uso de medios de comunicación internacionales, incluido Internet, para fomentar violaciones transfronterizas.

En circunstancias como las antes descritas, una supervisión eficaz se puede ver comprometida cuando la información necesaria se encuentra en otra jurisdicción y no está disponible o no es accesible.[123]

Por lo tanto, deberán implantarse mecanismos de cooperación a escala internacional para facilitar la detección y la prevención de mala conducta transfronteriza y para prestar asistencia en el cumplimiento de las responsabilidades de autorización y

[123] Véanse los Acuerdos 9, 19, 20, 23, 26, 28, 33, 34 y 40 de la OICV, y el Acuerdo de 1994 del Comité de Presidentes de la OICV sobre
Compromiso con los principios básicos de la OICV de elevadas normas reguladoras y cooperación y asistencia mutuas. Véase el Acuerdo 31 de la OICV. Acuerdo de 1997 del Comité de Presidentes de la OICV sobre Principios para la llevanza de registros, recopilación de información, poderes de ejecución y cooperación mutua para mejorar la aplicación de las leyes de valores y futuros.

supervisión. Como mecanismos de cooperación internacional se encuentran los acuerdos bilaterales (MOU).

9.4 El ámbito de la cooperación

La forma y el contenido de la cooperación variarán en cada caso[124]. Es importante que se pueda prestar asistencia no sólo respecto a las investigaciones, sino también para otros tipos de análisis, como parte de un programa de cumplimiento a efectos de impedir actividades ilícitas. También puede plantearse la necesidad de intercambiar información general sobre cuestiones relativas a la supervisión, incluyendo información financiera y de otro tipo, conocimientos técnicos, técnicas de supervisión y aplicación de la ley, y educación de los inversores.

Los acuerdos bilaterales u otros acuerdos documentados añaden seguridad al proceso de intercambio de información.[125] No obstante, la mera formalidad de un acuerdo no es un sustituto de un pacto claro de cooperación.

Estos acuerdos, sean formales o informales, deberán tener varias características básicas:

- identificación de las circunstancias en las que se puede solicitar asistencia;
- identificación de los tipos de información y asistencia que se puede proporcionar;
- salvaguardas para la confidencialidad de la información intercambiada;
- una descripción de los usos permitidos de la información.

El diseño de estos mecanismos para compartir la información debería tener en cuenta los siguientes factores:

- qué autoridad del mercado o qué regulador tiene acceso y puede proporcionar
- información y asistencia;
- cómo se puede lograr dicho acceso según la ley aplicable;
- las restricciones de confidencialidad y uso según la ley aplicable;

---

[124] Esto último puede requerir, por ejemplo, entre otras cosas: compartir rutinariamente información sobre actividades cuestionables y fraudes demostrados; información sobre cualquier inquietud acerca de quien presente una solicitud de licencia, cotización o inscripción; información sobre las circunstancias actuales de un tenedor de licencia o un emisor; información que se pueda necesitar para minimizar los efectos adversos de las distorsiones del mercado, incluyendo planes de contingencia, personas de contacto y medidas estructurales para ocuparse de la distorsión del mercado; e información sobre condiciones del mercado, tales como actuaciones asumidas por las autoridades del mercado, precios, actividades de negociación, y datos del mercado.

[125] En cuanto al contenido de los acuerdos de cooperación, véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV de septiembre 1991 (17), Principios de los acuerdos bilaterales.

- la forma y el momento de la asistencia o del intercambio información;
- la aplicabilidad de otros acuerdos, incluyendo acuerdos bilaterales, entre dichas autoridades para compartir información de investigación y financiera.

Los procedimientos que se establezcan también pueden estipular la limitación de responsabilidad y los derechos de terceros, consultas rutinarias entre autoridades, y las excepciones que por interés general afecten a los suministros de información. Cuando se preste asistencia a otra autoridad a través del suministro de información confidencial recopilada por el regulador en el ejercicio de sus funciones o facultades, debe tenerse un cuidado especial para asegurar que la información que se proporciona esté sujeta a condiciones que, en una medida razonable y consistente con el propósito de la entrega, protejan la confidencialidad de dicha información.

Es importante la eliminación de cualquier exigencia de "doble ilegalidad" para compartir información y para la cooperación en la supervisión transfronteriza. Como cuestión transitoria, mientras que una jurisdicción progrese para eliminar las exigencias de "doble ilegalidad", es importante que se interpreten flexiblemente cualesquiera condiciones impuestas, y de una manera que minimice su efecto en la cooperación internacional.

La asistencia para emprender otro tipo de actuaciones también puede ser necesaria. Cuando esté dentro de sus poderes, los reguladores pueden aplicar las leyes de valores de forma más eficiente si pueden impedir el gasto o la ocultación de los frutos del fraude u otras conductas indebidas, facilitando así la devolución del dinero a los inversores perjudicados.[126]

La forma de la asistencia puede incluir:[127]

- asistencia para obtener información pública o no pública, por ejemplo, sobre una persona autorizada o tenedora de una licencia, una sociedad cotizada, un accionista, un propietario beneficiario o una persona que ejerza control sobre una persona autorizada una sociedad;
- asistencia para obtener información bancaria, de intermediarios u otros;
- asistencia para obtener cooperación voluntaria de aquellos que pueden tener información sobre el objeto de una investigación;
- asistencia para obtener información de forma obligada, ya sea la obtención de documentos y testimonios o declaraciones verbales, o ambas cosas;

---

[126] Informe del Comité Técnico de la OICV, julio 1996 (55), Medidas disponibles a escala transfronteriza para proteger los intereses y los activos de los inversores estafados.
[127] Informe del Comité Técnico de la OICV, octubre de 1994 (41), Informe sobre cuestiones que les plantean a los reguladores de valores y futuros las jurisdicciones infrarreguladas o no cooperadoras

- asistencia proporcionando información sobre los procesos reguladores en una jurisdicción, u obteniendo órdenes de los tribunales, por ejemplo, requerimientos judiciales urgentes.

9.5 Cooperación para la supervisión de conglomerados financieros[128]

La creciente aparición de conglomerados financieros que combinan las actividades de entidades en diferentes sectores financieros y, en algunas jurisdicciones, de empresas financieras y no financieras, ha realzado la necesidad de que los esfuerzos de cooperación mejoren la eficiencia de los métodos y los planteamientos de los supervisores. Sin una cooperación adecuada entre los reguladores, puede ser difícil estar al tanto de todas las actividades de un grupo. Dicha cooperación es especialmente importante si, como suele suceder, el grupo es activo en varias jurisdicciones.
Los procedimientos concretos usados para la supervisión de los conglomerados financieros deben reflejar la ley nacional de los lugares en los que operan y deben tener en cuenta la posibilidad de que la responsabilidad reguladora pertinente siga siendo compartida entre organismos. No obstante, es posible identificar algunas cuestiones generales que requieren una estrecha cooperación entre los supervisores:

- Estructura de los conglomerados financieros
- Requisitos de capital en los conglomerados
- Inversiones en empresas dentro del mismo grupo
- Exposiciones intragrupo y exposiciones a escala de grupo
- Relaciones con los accionistas
- Responsabilidad de la gestión y el control de las entidades reguladas

También conviene considerar la capacidad del regulador para intercambiar información con otros reguladores, por ejemplo en los sectores bancario y de seguros, tanto a escala nacional como a escala internacional. De nuevo, dichos intercambios de información deben ser consistentes con el mantenimiento debido de la confidencialidad y la protección de datos personales.

[128] Documento de consulta de la OICV (1), Supervisión de los conglomerados financieros, febrero de 1998.

Parte III
Emisores, intermediarios y mercados secundarios

La Parte III se ocupa de la implantación de los objetivos de la regulación en la regulación diaria del mercado, prestando especial atención a la difusión y publicidad de la información de los emisores, la conducta de los intermediarios del mercado, la negociación en los mercados secundarios y la compensación y la liquidación de las operaciones.

10. Emisores[129]

10.1 Principios relativos a los emisores

14. Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y otra información que sea pertinente para las decisiones de los inversores.
15. Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.
16. Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.

10.2 El ámbito de esta sección y la necesidad de regular a los emisores

Esta sección se ocupa principalmente de las ofertas públicas y la negociación de valores. Por lo tanto, examina el contenido de la publicidad, y la información sobre emisores, ofertas, admisión a cotización, informes periódicos y comunicaciones de hechos relevantes, absorciones o cambio en el control o cambio de intereses relacionados con la tenencia de un valor negociado públicamente.[130]

El término emisor deberá interpretarse de una forma amplia, incluyendo a todos aquellos que capten fondos en el mercado, pero de forma diferente a los que ofrecen

[129] La obligación de hacer una divulgación apropiada de la información no se limita a los emisores. En el texto resultará evidente cuándo hay otros sometidos a una obligación semejante.
[130] La mayoría de las jurisdicciones regulan por separado las ofertas públicas, asegurando con ello la protección general del público al tiempo que reduciendo la carga reguladora en el caso de empresas no públicas. La definición de lo que representa una oferta para el público varía como lo hace el umbral de lo que constituye negociación pública.

participaciones en instituciones de inversión colectiva y que se tratan en la sección siguiente de este documento.[131]

Los requisitos de difusión y publicidad del tipo descrito en la sección 10.4 pueden ir más allá del emisor e incluir a otras personas, como los consejeros y altos directivos de la sociedad, los aseguradores que tomen parte, y los principales accionistas.

La regulación aplicable a los emisores deberá garantizar tanto la protección del inversor como un mercado justo, ordenado y eficiente. El anexo 3 a este documento describe algunas de las demás leyes necesarias para complementar la regulación de valores. De especial importancia en este contexto son:

- la constitución de la sociedad;
- los deberes de los consejeros y directivos;
- la regulación de las ofertas de adquisición y otras operaciones que tengan por objeto un cambio de control;
- las leyes que rigen la emisión de valores;
- la divulgación de información a los accionistas que permita la toma de decisiones fundamentadas en las votaciones;
- la notificación de participaciones accionariales significativas;
- la ley de insolvencias.

10.3 Divulgación y publicidad puntual de la información

A los inversores se les deberá proporcionar de forma rutinaria y continuada la información necesaria para la toma de decisiones de inversión que puedan estar fundamentadas. El principio de la divulgación de información completa, puntual, exacta, actual y fiable es importante para la toma de decisiones de inversión, y está directamente relacionado con los objetivos de protección del inversor y de consecución de unos mercados justos, eficientes y transparentes.

10.4 Cuándo es necesaria la divulgación

Las normas de divulgación y publicidad de la información deberán cubrir, al menos:[132]

---

[131] Los mercados de productos derivados están en una categoría separada. Los operadores y los intermediarios del mercado deben asegurar, entre otras cosas, la debida divulgación de los términos de los contratos negociados, la mecánica de negociación y los riesgos genéricos relacionados con el endeudamiento o el apalancamiento.

[132] Véase Informe del Comité Técnico de la OICV, septiembre 1991 (16), Ofertas internacionales de renta variable y (38), (61) y (70). Véanse también los Informes del Comité de Desarrollo de la OICV, octubre 1992 (24), Informe sobre requisitos de divulgación de información y 25 de octubre, 1993 (32), Informe sobre divulgación de información, el Informe del Comité Técnico de la OICV, octubre 1994 (39), Informe sobre divulgación de información y contabilidad y el Informe del Comité de Mercados Emergentes de la OICV, septiembre 1996 (62), Notificación de acontecimientos relevantes en los mercados emergentes.

- las condiciones aplicables a una oferta pública de valores;
- el contenido y la distribución de folletos y otros documentos de oferta (y, cuando sea pertinente, documentos resumidos o de introducción);
- otros documentos suplementarios preparados para la oferta;
- publicidad en relación con la oferta de valores;
- información sobre aquellos que tienen un interés significativo en una sociedad cotizada;
- información sobre aquellos que buscan el control de una sociedad (comentado más
- detalladamente a continuación);
- información significativa para la fijación del precio o el valor de un título cotizado;
- informes periódicos;
- decisiones de los accionistas.

La divulgación de información deberá ser clara, razonablemente específica y puntual. Los requisitos específicos de divulgación se añadirán al requisito general. Este requisito general puede proveer que es requerida la divulgación de toda la información relevante para la toma de una decisión de inversión. Otro planteamiento al requisito general determina que se requiera la divulgación de toda la información necesaria para evitar que divulgaciones parciales sean engañosas.[133]

La regulación deberá garantizar la suficiencia y la exactitud de la información. Por lo general esto puede comportar sanciones o la responsabilidad de la sociedad emisora y de las personas responsables que no cumplan con la debida diligencia sus deberes de recopilación y provisión de información. La regulación deberá asegurar que se asume la responsabilidad adecuada respecto al contenido de la información y, dependiendo de las circunstancias, entre los susceptibles de asumir la responsabilidad pueden encontrarse la sociedad emisora, los aseguradores, los promotores, los consejeros, los apoderados de la sociedad, y los expertos y asesores que autoricen ser nombrados en la documentación o que presten asesoramiento.

Los reguladores también tienen que considerar cuidadosamente las circunstancias en las que puede ser necesario para el debido funcionamiento del mercado el permitir una divulgación que no sea total: por ejemplo, de secretos comerciales o procesos de

[133] Debería también hacerse referencia a la denominada regulación «basada en méritos» en la que el regulador asume alguna responsabilidad sobre la evaluación de la calidad de una oferta propuesta. Este planteamiento se asocia en general con los mercados emergentes y puede ser de especial beneficio cuando un mercado carece de un grupo de analistas y asesores que pudieran analizar la información si ésta estuviera públicamente disponible. Por lo tanto, en general se considera transitoria y no necesaria en un mercado plenamente desarrollado.

negociación incompletos. En las circunstancias especiales en las que el mercado requiera alguna excepción al objetivo de divulgación plena y puntual de la información, los reguladores pueden verse obligados a llevar a cabo suspensiones temporales de negociación o imponer restricciones a la negociación de aquellos que estén en posesión de información más completa. En esas circunstancias, la negociación de un valor debería prohibirse a falta de una divulgación plena de información.

10.5 Información sobre el control de las sociedades

Para salvaguardar el trato justo y equitativo de los accionistas, la regulación deberá requerir que se informe sobre las acciones en poder de los directivos de la compañía y de aquellas personas que posean una participación significativa. Esto, por lo general, se considera información necesaria para la toma de decisiones de inversión en el mercado secundario que estén fundamentadas.

El grado en que se requiere la divulgación de este tipo de información varía entre jurisdicciones, pero por lo general se fija en un nivel muy inferior al que podría considerarse como una participación de control. Por lo tanto, pueden ser apropiados requisitos de divulgación más estrictos en aquellos casos en los que existan personas que tengan la intención de alcanzar una participación de control en una sociedad.

La naturaleza de la divulgación requerida también varía, pero por lo general se considera que la publicidad plena cumple mejor la lógica subyacente de la divulgación cuando se ha producido o se piensa en un cambio de control en una sociedad. La regulación deberá tener en cuenta las necesidades de información de los accionistas de la sociedad en cuestión.

La información necesaria para permitir que se tomen decisiones fundamentadas variará según la naturaleza de la operación, pero el objetivo general sigue siendo válido para las ofertas dinerarias, las ofertas mediante licitación y canje, las combinaciones empresariales y las privatizaciones. En general, en las circunstancias descritas en la frase anterior, esto requerirá que los accionistas de una sociedad:

- tengan tiempo razonable para considerar cualquier oferta a través de la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;
- se les suministre información suficiente para permitirles evaluar los beneficios de cualquier propuesta según la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;
- en la medida de lo posible, tengan oportunidades razonables y equitativas para tomar parte en cualesquiera beneficios que les correspondan a tenor de cualquier propuesta, según la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;

- reciban un trato justo y equitativo (en especial los accionistas minoritarios) en relación con la propuesta;
- no queden en situación de desventaja desleal debido al trato y a la conducta de los consejeros de cualquiera de las partes de la operación o a la actuación de mala fe de los consejeros cuando respondan a o hagan recomendaciones respecto a la propuesta.

10.6 Principios de contabilidad y auditoría

La fiabilidad de la información financiera y la posibilidad de contrastarla es crucial para la toma decisiones fundamentadas. El objetivo de los estados financieros generales es proporcionar información sobre la situación financiera, los resultados de explotación, el cashflow y los cambios en el accionariado de una empresa, que sea útil para la toma de decisiones de una amplia gama de usuarios. Los estados financieros deberán caracterizarse por ser comprensibles, consistentes, pertinentes, fiables y comparables. Asimismo, estos estados deberían mostrar el resultado de la gestión de las compañías y la responsabilidad de sus gestores en relación a los recursos que se les confían. La aplicación de principios de contabilidad y auditoría de alta calidad proporcionan un marco para otras obligaciones relacionadas con la difusión de información.

Los principios de contabilidad y de auditoría son salvaguardas necesarias para que la información financiera sea fiable.

Los principios contables deberían asegurar que está disponible la información fundamental.
Deberían existir principios de amplio alcance y bien definidos que sean de una calidad elevada y aceptable a escala internacional, y proporcionar una información exacta y pertinente sobre el comportamiento financiero.

Se debería pretender que la regulación asegure:

- La puntualidad y la pertinencia de la información proporcionada a los accionistas y a los inversores potenciales.
- Un mecanismo apropiado para fijar normas de calidad y garantizar que, si surgiera algún conflicto o incertidumbre, las normas pueden ser objeto de una interpretación autoritaria y puntual que se aplique consistentemente.
- Una verificación independiente de los estados financieros y el cumplimiento de los principios contables mediante una auditoría profesional externa.
- Que toda auditoría se realice conforme a normas bien definidas y aceptables a escala internacional.

- Normas diseñadas para garantizar la independencia del auditor.
- Que cuando esté disponible un conjunto de normas internacionales aceptables para el regulador, su uso se permita para una captación transfronteriza de capitales que sea más eficiente a través del suministro de información que sea comparable internacionalmente.[134]
- Un mecanismo para exigir el cumplimiento de las normas de contabilidad y auditoría.

11. Instituciones de inversión colectiva[135]

11.1 Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva

17. El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones/licencias y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.
18. El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.
19. La regulación exigirá la divulgación, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en la institución.
20. La regulación asegurará que existe una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación de precio y el reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva.

11.2 Ámbito de esta sección

El término instituciones de inversión colectiva incluye los fondos de inversión con capital variable autorizados en los que se pueden rescatar las participaciones, ya sea de forma continua o periódicamente. También incluye las instituciones de capital fijo

[134] Véase el Acuerdo 12 de la OICV.

[135] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, octubre 1994 (40), Informe sobre la gestión de inversiones y el Informe del Comité Técnico de la OICV, septiembre 1997 (68), Principios para la supervisión de operadores de instituciones de inversión colectiva.

cuyas acciones o participaciones se negocian en el mercado de valores. Además incluye los fondos de inversión, los modelos contractuales y OICVM europeo (*organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios)*.[136]

La forma legal adoptada por las instituciones de inversión colectiva varía entre jurisdicciones pero, en todas ellas, se están convirtiendo en un medio cada vez más importante para que los inversores logren una diversificación de riesgos en sus inversiones.

La regulación apropiada de las instituciones de inversión colectiva es esencial para el objetivo de protección del inversor y debería garantizar que los inversores tienen acceso a un mercado justo. Los inversores de las instituciones de inversión colectiva dependen de las entidades gestoras de las instituciones para gestionar sus fondos y actuar en su mejor interés.

11.3 Aptitud para actuar como gestor

Deberían existir criterios claros sobre la aptitud para gestionar una institución de inversión colectiva. La protección del inversor es el objetivo clave y en la medida en que un régimen regulador impone requisitos específicos, entre los factores que se pueden considerar están:

- la honestidad y la integridad del gestor;
- la competencia para desempeñar las funciones y los deberes de un gestor;
- la capacidad financiera;
- los poderes y deberes específicos del gestor;
- los procedimientos de gestión interna.

11.4 Supervisión de conducta, conflictos de intereses y delegación

El sistema regulador deberá exigir la supervisión de una institución concreta durante toda su vida. La supervisión de un gestor deberá promover elevados niveles de competencia, integridad y operativa leal. Deberían existir poderes claros respecto a:

- inscripción y autorización de una institución;

[136] En algunas jurisdicciones, los fondos con capital fijo no están sujetos a requisitos especiales de autorización o supervisión y, en cambio, están regulados conforme a los términos de las normas pertinentes de cotización en la bolsa.

- inspecciones para asegurar el cumplimiento por parte de las gestoras de instituciones de inversión colectiva;
- investigaciones de presuntas violaciones;
- actuación de subsanación en el supuesto de violación o incumplimiento.

Estos poderes deberían ser suficientes para permitir actuaciones respecto a todas las entidades supervisadas que tengan responsabilidades en la institución gestionada.

Para asistir en la supervisión y promover el cumplimiento de las normas, también deberían existir responsabilidades claras sobre el mantenimiento de registros de las operaciones de la institución.

La gestión de una institución de inversión colectiva plantea potenciales conflictos entre los intereses de los inversores en la institución y los de los gestores o sus asociados. La regulación deberá garantizar que se minimiza la posibilidad de que surjan conflictos y asegurar que se haga público cualquier posible conflicto que surja. Los gestores no deberán beneficiarse perjudicando a los inversores de una institución. En general, ésto requerirá regulación que cubra materias tales como el principio de prioridad de intereses para el cliente, la negociación apropiada y la asignación puntual de las operaciones, las comisiones, las operaciones con terceros vinculados y los acuerdos de aseguramiento.

Es habitual que haya aspectos de la gestión de las instituciones de inversión colectiva que son realizados por personas delegadas. La eficacia de la regulación básica de una institución colectiva no deberá verse perjudicada en caso de delegación. El delegado deberá cumplir todos los requisitos que la regulación exige a la persona o entidad principal.

11.5 Forma legal y estructura[137]

El sistema regulador deberá ocuparse de la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva, para permitir a los inversores evaluar sus intereses y derechos y asegurar que el conjunto de los fondos de los inversores se diferencie y esté segregado de los activos de otras entidades.

Asimismo, el riesgo de incumplimiento de una institución de inversión colectiva está relacionado con su naturaleza jurídica y estructura. y, por ello, estos aspectos deben darse a conocer a los inversores.

[137] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, septiembre 1996 (60), Directrices sobre disposiciones de custodia para las instituciones de inversión colectiva.

El sistema regulador debe asegurar que estos riesgos para los inversores se cubren, ya sea mediante ley, normas de conducta o condiciones obligatorias en los documentos constitutivos de la institución.

11.6 Difusión de información a los inversores

Deberá existir el requisito de que los aspectos más importantes para la valoración de una institución sean objeto de publicación entre los partícipes y los inversores potenciales. La publicidad sobre una institución de inversión colectiva debería ayudar a los inversores a entender la naturaleza del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad, de manera que los inversores que evalúen el comportamiento de la institución no se centren exclusivamente en la rentabilidad, sino también en el riesgo asumido para conseguir esa rentabilidad.[138] Sin embargo, los inversores deberían ser libres de elegir el riesgo de mercado al que se exponen, por lo que deberá también existir una publicidad clara de las políticas de inversión.

El objetivo de la publicidad debería ser:

- proporcionar a los inversores información suficiente para evaluar si la institución es un vehículo apropiado de inversión para ellos, y en qué medida;
- proporcionar información puntualmente, en un formato fácilmente comprensible, teniendo en cuenta el tipo de inversor.

Un aspecto especial de la difusión de información que requiere mucha atención es la publicación de todas las comisiones y otros gastos que se pueden cobrar a la institución.

La supervisión de una gestora de una institución de inversión colectiva debería asegurar que se ha seguido la política de inversión o la estrategia de negociación de la institución o cualquier política requerida por la regulación, y que se han cumplido todas y cualesquiera de las restricciones sobre el tipo o el nivel de las inversiones.

11.7 Protección de los activos de los clientes[139]

Los reguladores deberán reconocer los beneficios que representan para la protección del inversor y la confianza en los mercados financieros unos mecanismos efectivos para proteger los activos de los clientes del riesgo de pérdida y de la insolvencia de

[138] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, septiembre 1996 (59), Divulgación del riesgo - Documento para debate.
[139] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, agosto 1996 (57), Protección de los activos de clientes y el Acuerdo 20 de la OICV.

las entidades de inversión. Los activos de clientes abarcan dinero, valores y posiciones, incluyendo, en el caso de los productos derivados, los importes devengados o los productos líquidos de los mismos, que son mantenidos o controlados por cuenta de los inversores en una institución de inversión colectiva.

Los reguladores deberían aplicar en el seno de sus jurisdicciones los mecanismos que mejor logren el objetivo global de la protección de activos de clientes, teniendo en cuenta sus leyes, normativas y prácticas sobre insolvencia y servicios de inversión, y las necesidades de la eficiencia del mercado y la protección del inversor.

Los reguladores deberían revisar la suficiencia de las disposiciones en el seno de su jurisdicción para asegurar que los valores en proceso de liquidación no se mezclan con aquellos que pertenecen a la entidad de inversión.

11.8 Valoración de activos y fijación de precios

La regulación debería tratar de asegurar que los activos totales de una institución de inversión colectiva están valorados adecuadamente, y que el valor liquidativo neto de la institución se calcula correctamente[140]. La información sobre el valor de los activos y la fijación de precios debería permitir al inversor evaluar la rentabilidad de sus participaciones a lo largo del tiempo. Generalmente, los intereses del inversor están mejor protegidos si la información a la que éste tiene acceso está basada en una valoración a precios de mercado, siempre que se puedan determinar precios de mercado u otros precios justos fiables.[141]

11.9 Reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva

La ley o las normas que rigen las instituciones de inversión colectiva deberían permitir a los inversores rescatar las participaciones sobre una base que esté claramente expuesta en los documentos de constitución de la institución, y deberían asegurar que los derechos de suspensión protegen los intereses de los inversores. Los reguladores deberían ser informados siempre de cualquier suspensión de los derechos de reembolso.

11.10 Cooperación internacional en la regulación[142]

Un número creciente de instituciones de inversión colectiva se están comercializando entre fronteras jurisdiccionales. También es habitual que los promotores, gestores y

[140] 36 Informe del Comité Técnico de la OICV, septiembre 1997 (68), Principios para la supervisión de los operadores de instituciones de inversión colectiva.
[141] Requisito obligatorio en algunas jurisdicciones.
[142] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, junio 1996 (54), Cooperación reguladora en casos de emergencia – Documento para debate

depositarios de estas instituciones estén situados en varias jurisdicciones diferentes, e incluso la jurisdicciones en las que se comercializan las instituciones pueden diferir entre sí[143]. La aprobación de las instituciones debería tener en cuenta la posible necesidad de cooperación internacional. Estas materias se cubren de forma más general en la Sección 9.3.

12. Intermediarios del mercado

12.1 Principios relativos a los intermediarios del mercado

21. La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.
22. Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y recursos propios mínimos exigibles, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios del mercado, que reflejen los riesgos que los intermediarios asumen.
23. Los intermediarios del mercado vendrán obligados a cumplir unas normas de organización interna y conducta operativa encaminadas a proteger los intereses de los clientes, a asegurar una correcta gestión del riesgo y según las cuales la dirección del intermediario acepte la principal responsabilidad en estas materias.
24. Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado a fin de minimizar los daños y las pérdidas de los inversores y contener el riesgo en el sistema.

12.2 Ámbito de esta sección

En esta sección, la expresión "intermediarios del mercado" incluye en general a aquellos que realizan las actividades de gestionar carteras individuales, ejecutar órdenes, operar con valores o distribuirlos y proporcionar información pertinente para la negociación de valores.

La regulación para los diversos tipos de intermediarios deberá atender a los criterios de acceso, los requisitos de capital y otros requisitos prudenciales, la supervisión

[143] Véase en general el Informe del Comité Técnico de la OICV, junio 1996 (52), Documento para debate sobre la cooperación internacional en relación con la actividad transfronteriza de las instituciones de inversión colectiva.

rutinaria y las normas de conducta de los intermediarios autorizados, y las consecuencias del incumplimiento y la quiebra financiera.
La supervisión de los intermediarios del mercado deberá estar dirigida esencialmente a las áreas en las que pueden correr riesgo su patrimonio, los fondos de los clientes y la confianza del público[144]. Éstas abarcan los siguientes riesgos:

- la incompetencia o una mala gestión de riesgos puede llevar a errores en la correcta ejecución de las operaciones y su liquidación o errores a la hora de prestar el asesoramiento adecuado;
- la violación del deber puede llevar a apropiación indebida de los fondos o activos de los clientes, el mal uso de las instrucciones del cliente a efectos de las operaciones del propio intermediario ("front running"), la manipulación y otras irregularidades en la negociación, o fraude por parte del intermediario o sus empleados;
- la insolvencia de un intermediario puede dar lugar a pérdida del dinero del cliente, de valores o de oportunidades de negociación, y puede reducir la confianza en el mercado en el que participa el intermediario.

12.3 Autorizaciones y supervisión

La concesión de autorizaciones[145] y la supervisión de los intermediarios del mercado deberán fijar normas mínimas para los partícipes del mercado y aportar coherencia en el tratamiento de todos los intermediarios situados de forma similar. También deberá reducir el riesgo de pérdida para los inversores, derivada de conducta negligente o ilegal o de un capital insuficiente.

El proceso de concesión de autorizaciones debería requerir una evaluación completa del solicitante y de todos aquellos que están en una posición que les permite controlar o influir sustancialmente en el solicitante.

La autoridad que concede la autorización deberá tener la facultad de retirar o suspender dicha autorización o sino sancionar a la persona autorizada, siempre que no se cumplan los criterios de acceso.

---

[144] Ver las resoluciones 13 y 27 de IOSCO. Ver también los informes del Comité Técnico de IOSCO de mayo de 1998, «Metodología para determinar las normas sobre el capital mínimo exigible a los intermediarios de valores con actividad transfronteriza importante, que permiten el
uso de modelos estadísticos de medición y valoración del riesgo en determinadas circunstancias(77); y la gestión y control del riesgo para las empresas de valores y sus supervisores», mayo 1998 (78), y la resolución 18 de IOSCO y, en particular, el debate sobre los distintos tipos de riesgo a los que los intermediarios pueden tener que enfrentarse, como son: riesgo de mercado, crédito, liquidez, operacional, legal y sistémico. Ver también el «Marco para la difusión de información sobre las transacciones y operaciones con productos derivados de bancos y empresas de inversión (81)». Informe conjunto de el Comité de Basilea y el Comité Técnico de IOSCO (2 de septiembre de 1998)
[145] El uso de la autorización, el registro o la licencia depende de la normativa de cada jurisdicción.

Los cambios en el control o los casos de influencia sustancial deberán ser comunicados a la autoridad competente a fin de asegurar que la evaluación inicial del intermediario sigue siendo válida. El regulador deberá tener poder para retirar una autorización o una licencia en los casos en que el cambio en el control da lugar al incumplimiento de los requisitos pertinentes.

Deberán tenerse en cuenta las siguientes cuestiones:

- La regulación deberá fijar claramente las condiciones de acceso. Dichas condiciones deberán aplicarse consistentemente y no tienen que estar determinadas por el regulador, sino que, por ejemplo, cuando la responsabilidad le incumbe a una organización autorregulada, el proceso deberá estar supeditado a la correspondiente supervisión por parte del regulador.
- La regulación deberá determinar si la participación de un intermediario en el mercado debe basarse en la demostración del conocimiento, los recursos y las habilidades apropiadas, así como de su ética profesional (incluyendo el estudio de su conducta en el pasado).[146]
- El regulador deberá tener la facultad de rechazar la concesión de la autorización a un intermediario cuando no se cumplan estos criterios.
- Deberá existir un requisito de capital inicial para las casas de valores como condición de acceso al mercado. Con esto se asegura que los propietarios de una empresa tienen una participación financiera directa en el negocio. El requisito de capital deberá mantenerse y ser objeto de información periódica al regulador o al SRO competente. Los requerimientos de recursos propios mínimos deberán estar relacionados directamente con la naturaleza de las actividades y el volumen de negocio de un intermediario. La situación financiera del intermediario deberá ser auditada periódicamente por auditores independientes.

Para asegurar que la vigencia de la autorización sigue siendo apropiada, deberá existir el requisito de actualización periódica de la información pertinente y la obligación de declarar cambios relevantes de las circunstancias que afectan a las condiciones iniciales sobre las que se concedió de la autorización.

Para conseguir una mejor protección de los intereses de los inversores, el regulador deberá asegurar que el público tiene acceso a la información pertinente relativa al

[146] Muchas jurisdicciones establecen criterios detallados relativos a la educación, formación, experiencia, idoneidad y propiedad de un solicitante, como requisitos necesarios para la concesión del permiso a una persona. El objetivo de estos criterios es proteger al inversor.

intermediario autorizado, como la categoría de la autorización mantenida, el ámbito de las actividades autorizadas, la identidad de la alta dirección y de aquellos autorizados para actuar en nombre del intermediario.[147]

12.4 Adecuación del capital[148]

La protección de los inversores y la estabilidad de los sistemas financieros se realzan con una supervisión adecuada de las normas sobre requerimientos de capital o recursos propios mínimos exigibles.

Las normas sobre adecuación del capital[149] promueven la confianza en los mercados financieros y deberían estar diseñadas para permitir que una entidad absorba pérdidas, especialmente en el supuesto de grandes oscilaciones adversas en el mercado, y para lograr un entorno en el que una entidad de valores pueda liquidar su negocio en un período relativamente corto sin pérdida para sus clientes o para los clientes de otras entidades, y sin distorsionar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Las normas sobre el capital deberán estar diseñadas para proporcionar a las autoridades supervisoras tiempo para intervenir y lograr el objetivo de una liquidación ordenada.

Toda entidad de valores deberá asegurar que mantiene los recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos empresariales y para soportar los riesgos a los que esté expuesto su negocio. Estos riesgos puede ser consecuencia de actividades de filiales no autorizadas o surgir por operaciones contabilizadas fuera de balance, y la regulación deberá tener en cuenta la necesidad de información sobre las actividades de estas filiales.

El análisis de la suficiencia del capital deberá atender a los riesgos a los que se enfrentan las entidades de valores, teniendo en cuenta la naturaleza de sus actividades y su volumen de negocio.

12.5 Las normas de conducta y otros requisitos prudenciales[150]

---

[147] La información debe estar libremente disponible y ser fácilmente accesible. Debe mantenerse en un depósito central del regulador o de la SRO.

[148] Véase el Informe del Comité Técnico de la OICV, mayo de 1998, Metodologías para determinar los niveles mínimos de capital para las casas de valores activas a escala internacional, que permitan el uso de modelos estadísticos de medición y valoración de riesgos en determinadas condiciones; y gestión de riesgos y directrices de control para las entidades de valores y sus supervisores, mayo de 1998 (78). Ver también la resolución 18 de la OICV

[149] Véase el Informe del Comité Técnico de la OICV, 13 de noviembre de 1990 (14), Requisitos de capital para las entidades multinacionales de valores.

[150] Véase Documento de Consulta (2) de la OICV, Gestión de riesgos y directrices de control para las entidades de valores y sus supervisores, mayo de 1998.

Los intermediarios del mercado deberán comportarse de manera que se protejan los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.[151]

El equipo directivo de un intermediario del mercado será el principal responsable de asegurar el mantenimiento de normas apropiadas de conducta y la observancia por la entidad en su conjunto de los debidos procedimientos. Esto incluye la gestión apropiada de los riesgos relacionados con la actividad y el negocio del intermediario[152]. No debe esperarse que la regulación elimine el riesgo en el mercado[153], pero sí que asegure que ese riesgo se gestiona debidamente. Es necesaria la evaluación periódica de los procesos de gestión de riesgos en el seno de una entidad regulada. Las SRO y otros terceros, como los auditores externos, pueden prestar su asistencia en este proceso.

Pueden darse casos de incumplimiento operativo a pesar de la existencia de procedimientos internos diseñados para impedir la mala conducta o la negligencia. No es práctico que el regulador supervise constantemente la observancia de estos procedimientos internos. Esta responsabilidad le incumbe a la alta dirección del intermediario. La alta dirección debe asegurar que puede cumplir esa responsabilidad. Sus miembros deben comprender la naturaleza del negocio de la entidad, sus procedimientos de control interno y sus políticas sobre asunción de riesgos. Deben entender claramente el alcance de sus propias facultades y responsabilidades. Deben tener acceso a toda la información pertinente sobre el negocio en cada momento, y contar con todo el asesoramiento necesario sobre dicho negocio y sobre sus propias responsabilidades. Dicha información también debe ponerse a disposición del regulador, previa petición de éste.

Los detalles de la organización interna apropiada de una entidad variarán según el tamaño de la misma, la naturaleza de su negocio y los riesgos que asume, pero en general la regulación de los intermediarios del mercado deberá observar las pautas siguientes:

- Integridad y diligencia - Una entidad deberá observar las más elevadas normas de integridad y operativa justa y deberá actuar con el cuidado y la diligencia debidos, en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado.

[151] Véase Acuerdo 16 de la OICV. Véase también el Informe del Comité Técnico de la OICV, 9 de julio de 1990 (8), Principios internacionales de conducta.
[152] Véase el Informe del Comité Técnico de la OICV, julio de 1994 (35), Mecanismos de control de la gestión del riesgo operativo y financiero para las actividades en productos derivados «over the counter» de las entidades de valores reguladas.
[153] En este sentido, «riesgo operativo» se refiere en general al riesgo de pérdida por un fallo de los sistemas o una conducta deliberada o negligente del personal.

- Condiciones contractuales - Generalmente será necesario y conveniente un contrato escrito que especifique los compromisos con el cliente. De forma similar, toda entidad deberá estar preparada para proporcionar al cliente un informe completo y adecuado sobre el cumplimiento de sus responsabilidades hacia el mismo.

- Información sobre clientes - Toda entidad deberá solicitar a sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que presta. Deberán establecerse políticas y procedimientos que aseguren la integridad, la seguridad, la disponibilidad, la fiabilidad y la exhaustividad de toda la información, incluyendo la documentación y los datos registrados electrónicamente, que sea necesaria para las operaciones de la entidad. Cuando las actividades de un intermediario incluyen la prestación de asesoramiento específico, es de especial importancia que el asesoramiento se preste con el debido conocimiento de las necesidades y las circunstancias del cliente: una cuestión que deberá estar siempre incluida en las normas de conducta es el principio de "conocimiento del cliente" por parte del intermediario.

- Información para los clientes - Toda entidad deberá aportar a sus clientes, de una forma completa y puntual, la información necesaria para que éstos tomen decisiones consistentes y razonadas sobre sus inversiones. Puede ser necesario que la regulación garantice la difusión de información de una forma específica cuando los productos impliquen un riesgo que al inversor normal no le resulte aparentemente obvio. Los procesos de contratación y formación deberán garantizar que el personal que presta asesoramiento sobre inversiones comprende las características de los productos sobre los que tiene que asesorar[154].

- Activos de los clientes - Cuando una entidad tiene el control o es responsable de la protección de activos pertenecientes a un cliente, ésta deberá asegurar la debida protección de los mismos (por ejemplo, a través de la segregación e identificación separada de estos activos) conforme a la responsabilidad que ha aceptado. El objetivo de estas medidas es: proporcionar protección contra el desfalco; facilitar el traspaso de posiciones en casos de distorsiones serias del mercado; impedir el uso de los fondos de los clientes para negociación por cuenta propia o para financiar las operaciones del intermediario; y ayudar a una liquidación ordenada en caso de insolvencia de una entidad concreta, si ello fuera necesario.

[154] Los reguladores también deberán desempeñar un papel activo a la hora de facilitar programas de formación y desarrollo.

- Prácticas de mercado - Toda entidad deberá observar elevadas normas de conducta en el mercado, y también deberá cumplir cualquier ley, código o norma pertinente que le sea aplicable. El cumplimiento por parte de la entidad de todos los requisitos legales aplicables, así como de las políticas y los procedimientos internos de la propia entidad, deberá ser supervisado por un área separada que dependa directamente de la alta dirección, y que posea una estructura que asegure su independencia con respecto a las divisiones operativas.

- Controles operativos - Deberán establecerse políticas y procedimientos y controles operativos efectivos en relación con la actividad diaria de la entidad. La "eficacia" de estos procedimientos y controles operativos deberá ser evaluada en función de su utilidad. La utilidad de dichos controles deberá ser valorada en función de que éstos aseguren:

(a) un intercambio efectivo de información entre la entidad y sus clientes, incluyendo la comunicación necesaria de información a éstos;
(b) la integridad de las prácticas de la entidad en materia de negociación, incluyendo el tratamiento de todos los clientes de una manera justa, honesta y profesional;
(c) la salvaguarda de los activos, tanto de la entidad como de sus clientes, frente al uso o la disposición no autorizado;
(d) el mantenimiento de registros contables y otros registros aplicables apropiados, y la fiabilidad de la información;
(e) el cumplimiento de todos los requisitos legales y reguladores pertinentes; y
(f) la segregación apropiada de los deberes y las funciones clave, especialmente aquellos que, cuando son realizados por la misma persona, pueden dar lugar a errores no detectados o pueden ser susceptibles de abusos que expongan a la entidad o a sus clientes a riesgos indebidos.

- Conflictos de intereses - Toda entidad deberá intentar evitar que surja un conflicto de intereses, pero, si existen conflictos potenciales, deberá asegurar el tratamiento justo de todos sus clientes mediante una divulgación apropiada de información, normas internas de confidencialidad o no actuando cuando no se puede evitar el conflicto. Ninguna entidad deberá colocar sus intereses por encima de los de sus clientes.

- Negociación por cuenta propia - Deberán existir políticas claras dentro de cada entidad, que cubran las circunstancias en las que está permitida la negociación por cuenta propia. El regulador deberá obtener información sobre la negociación por cuenta propia de una entidad regulada y determinar si los recursos propios de la entidad son suficientes en relación con el riesgo derivado

de sus operaciones por cuenta propia. La información proporcionada deberá ser suficiente para permitir una comprensión global del negocio y del perfil de riesgo de una entidad y sus filiales. También deberá permitir el control de las transacciones objeto de depósito de márgenes y la detección de conflictos de intereses o de prácticas de manipulación.

12.6 Actuación en el supuesto de quiebra financiera de un intermediario[155]

La quiebra de un intermediario puede tener consecuencias para el sistema en su conjunto.

El regulador deberá tener un plan claro para hacer frente a la posible de quiebra de los intermediarios financieros. Las circunstancias del fracaso financiero son impredecibles, de modo que el plan tiene que ser flexible.

El regulador deberá tratar de minimizar los daños y las pérdidas para los inversores, derivados de la quiebra de un intermediario. Puede ser necesaria una combinación de actuaciones para restringir conductas indebidas, asegurar que los activos son debidamente gestionados y proporcionar información al mercado.

Dependiendo del modelo regulador vigente en la banca nacional, también puede ser necesario cooperar con los reguladores bancarios, y si las disposiciones nacionales lo exigen, con los reguladores de las insolvencias. Como mínimo, el regulador deberá haber identificado las personas clave de contacto en otras entidades reguladoras nacionales y extranjeras.

12.7 Supervisión de los intermediarios

La regulación deberá asegurar que existe la debida supervisión constante y rutinaria respecto a los intermediarios del mercado.[156]

La regulación deberá estipular:

- Poderes de inspección - El regulador deberá tener derecho a inspeccionar los libros, registros y operaciones de un intermediario del mercado, para asegurar

[155] Véase Informe del Comité Técnico de la OICV, 7 de marzo de 1996 (49), Informe sobre cooperación entre las autoridades del mercado y procedimientos en caso de incumplimiento.
[156] Véanse Acuerdos 35, 37, 39 y 40 de la OICV.

el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes, incluso en ausencia de sospecha de violación de conducta. Deben existir requisitos complementarios para el mantenimiento de registros completos sobre las operaciones realzadas por el intermediario.

- Poderes de investigación y aplicación de la ley - El regulador, u otra autoridad competente, deberá contar con la gama completa de facultades de investigación y aplicación de medidas correctoras, comentados en la sección 8 de este documento, para los casos de presunción de violación o violación real.

- Disciplina y revocación - Debe haber un proceso justo y rápido que promueva la disciplina y, si es necesario, la suspensión o revocación de una autorización. La disciplina y la revocación de autorizaciones podría delegarse en un SRO aceptable pero sólo con la supervisión del regulador y no de forma exclusiva.

- Reclamaciones - Deberá existir un mecanismo eficaz y efectivo para resolver las reclamaciones de los clientes.

12.8 Asesores de inversiones

Los asesores de inversiones son aquellos que se dedican principalmente a la actividad de asesorar a otros respecto al valor de los títulos o la conveniencia de invertir en valores, comprarlos o venderlos.

Si un asesor de inversiones también opera por cuenta de clientes, los controles sobre el capital y otros aspectos operativos antes comentados, aplicables a otros intermediarios del mercado, también serán aplicables al asesor. Si el asesor no opera, pero le está permitido tener el depósito de activos de clientes, la normativa deberá estipular la protección de dichos activos, incluyendo su segregación e inspecciones periódicas (ya sea por el regulador o un tercero independiente).

Al regular las actividades de los asesores de inversiones, el regulador puede decidir hacer hincapié en los criterios sustantivos de la autorización, y los requisitos sobre capital y otros recomendados para la regulación de otros intermediarios del mercado en las Secciones 12.3 - 12.6. Por otra parte, el regulador puede optar por un régimen basado en la difusión de información, diseñado para permitir que los potenciales clientes asesorados seleccionen a sus asesores sobre una base informada.

Sin embargo, el régimen regulador seleccionado deberá contener, como mínimo, los siguientes elementos:

- un régimen adecuado de concesión de licencias para actuar como un asesor de inversiones y garantizar el acceso a una lista actualizada de asesores de inversiones;
- la prohibición a la concesión de autorizaciones a personas que hayan violado leyes sobre valores u otras leyes financieras, o leyes penales durante un período de tiempo determinado previo a su solicitud;
- requisitos sobre la llevanza de registros;
- requisitos claros y detallados que expongan la información que el asesor deberá dar a sus clientes potenciales, incluyendo: descripciones de la preparación académica del asesor, experiencia pertinente en el sector, historial disciplinario (en su caso)[157], estrategias de inversión, estructura de comisiones y otros cargos a clientes, conflictos potenciales de intereses, y comportamiento histórico de las inversiones (en su caso). Deberá exigirse que esta información se actualice periódicamente y siempre que experimente variaciones;
- normas y procedimientos diseñados para evitar promesas o garantías sobre el comportamiento y rendimiento futuros de las inversiones, el mal uso de los activos de clientes, y los potenciales conflictos de intereses;
- poderes de inspección y aplicación de la ley.

Existen asesores que sólo ofrecen servicios de asesoramiento y ni operan por cuenta de terceros, ni poseen o custodian los activos de sus clientes, ni gestionan carteras. En este caso puede ser suficiente que estén autorizados de acuerdo con los principios antes mencionados los intermediarios sobre cuyos servicios se asesora, no siendo por tanto necesaria una autorización separada para el asesor.

13. El Mercado Secundario

13.1 Principios relativos al mercado secundario

25. El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, estará sujeto a autorización y supervisión reguladora.
26. Existirá una supervisión constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar que se mantiene la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las necesidades de los distintos partícipes del mercado.

[157] Estas cuestiones son de especial importancia cuando no existen criterios de acceso basados en la educación, la formación o la experiencia.

27. La regulación promoverá la transparencia en la negociación.
28. La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.
29. La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.
30. Los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones de valores estarán sujetos a la supervisión reguladora, y diseñados para asegurar que son justos, efectivos, eficaces y que minimizan el riesgo en el sistema.

13.2 Ámbito de esta Sección

En este documento, la palabra "mercados" debe entenderse en su más amplio sentido, incluyendo las instalaciones y los servicios pertinentes para los valores de renta variable y deuda, las opciones y los productos derivados.

Además de los mercados organizados tradicionales, deberá entenderse que los mercados secundarios abarcan diversas modalidades y sistemas de negociación fuera del propio mercado. Éstos comprenden los sistemas electrónicos "bulletin board" y de diseño interno desarrollados por los intermediarios, que habitualmente ofrecen sus servicios a otros intermediarios, bancos e inversores institucionales que cumplen los parámetros del operador en materia de crédito.

Las bolsas organizadas son el principal centro de atención de la regulación. La regulación apropiada para un mercado secundario concreto dependerá de la naturaleza del mercado y sus participantes.

La regulación deberá tener en cuenta cada vez más la creciente globalización de las transacciones y el impacto de los adelantos tecnológicos sobre los mercados y su infraestructura.

13.3 Bolsas de valores y sistemas de negociación

El nivel de la regulación dependerá de las características del mercado, incluyendo su estructura, el nivel de sofisticación de los usuarios del mercado, los derechos de acceso y los tipos de producto negociados. En algunos casos será apropiado que un sistema de negociación esté exento en gran medida de una regulación directa, pero ello

requerirá la aprobación del regulador pertinente tras la debida consideración por éste del tipo de aprobación (o exención) necesaria.

El establecimiento de bolsas o sistemas de negociación nuevos requiere su debida aprobación. Cuando sea conveniente una regulación directa, las materias pertinentes incluirán:[158]

- Profesionalidad del operador - La regulación deberá evaluar la profesionalidad del operador de un sistema de negociación de un mercado secundario. La capacidad del operador es un requisito de cumplimiento constante.
- Supervisión del operador - El operador deberá ser responsable ante el regulador y, cuando asuma riesgos derivados de posiciones por cuenta propia, por compromisos de liquidación o garantía, debe cumplir requisitos prudenciales y otros requisitos diseñados para reducir el riesgo de que las operaciones no se lleven a buen término.
- Admisión de productos a negociación - El regulador, como requisito mínimo, deberá ser informado de los tipos de valores y productos que se negociarán en el sistema. El regulador deberá aprobar las normas que rigen la negociación del producto. El diseño apropiado de los términos y condiciones relativos a un producto reduce la susceptibilidad del producto a abusos en el mercado, incluyendo la manipulación. El estudio de los principios de diseño del producto y las condiciones de negociación es un aspecto crítico para asegurar un mercado justo, ordenado, eficiente, transparente y líquido.
- Admisión de los partícipes al sistema de negociación - El regulador deberá asegurar que el acceso al sistema de negociación o mercado es justo y objetivo. El regulador deberá supervisar los criterios y procedimientos correspondientes de admisión.
- Remisión de información sobre negociación - El regulador deberá verificar que todos los partícipes del mercado con posiciones similares tienen un acceso equitativo a la información sobre la negociación. Toda clasificación de la categoría de los partícipes, a efectos de su acceso a información previa a la negociación, deberá hacerse sobre una base razonable. Si se hace una diferenciación para el acceso a dicha información, ello no deberá suponer una desventaja injusta para las diferentes categorías concretas de partícipes.
- Canalización de órdenes - Los procedimientos del sistema para la canalización de órdenes deben ser comunicados con claridad al regulador y a los partícipes

[158] Véanse los Informes del Comité Técnico de la OICV, octubre de 1994 (42), Informe sobre aspectos de la regulación desistemas patentados de contratación internacional basados en pantallas, y junio de 1990 (6), Sistemas de contratación basados en pantallas para los productos derivados. Ver también el informe del Comité Técnico de la OICV de septiembre de 1998 (80): «Actividad de valores a través de Internet»

del mercado. Deben aplicarse con justicia y no deben ser incongruentes con la regulación pertinente en materia de valores (v.g. prioridad de los intereses de los clientes o prohibición de las prácticas de "front running").

- Ejecución de las operaciones - Las normas sobre la ejecución de órdenes deben ser comunicadas al regulador y a los partícipes del mercado. Deben ser aplicadas con justicia a todos los partícipes.
- Información posterior y publicación - La información sobre las operaciones realizadas deberá proporcionarse a todos los partícipes con la misma periodicidad y contenido. Deberá estar disponible toda la documentación necesaria y otros registros que permitan hacer un seguimiento de las operaciones realizadas.
- Supervisión del sistema y los partícipes por el operador - El regulador deberá evaluar la fiabilidad de todas las disposiciones hechas por el operador para el seguimiento, la vigilancia y la supervisión del sistema de negociación y sus partícipes para asegurar justicia, eficiencia, transparencia y protección del inversor, así como el cumplimiento de la legislación sobre valores. El operador del sistema de negociación deberá proporcionar al regulador sus procedimientos de resolución de incidencias y reclamaciones, los parámetros de sus sistemas técnicos y los procedimientos aplicables a fallos operativos, información sobre sus sistema de llevanza de registros, informes sobre presuntas violaciones de la ley, procedimientos para mantener los fondos y los valores de los clientes, e información sobre cómo se compensan y liquidan las operaciones. Deben existir mecanismos en vigor para detectar y atender los casos de condiciones inusuales de contratación y para cerciorarse de que, si se contravienen las leyes, se toman las medidas necesarias cuando se detecte.
- Distorsión de la negociación - Deberán proporcionarse al regulador detalles de los procedimientos para los casos de interrupción de la negociación, otras limitaciones a la negociación y la asistencia disponible al regulador en circunstancias de distorsión potencial de la negociación en el sistema.

Las reglas y procedimientos operativos que gobiernan esas materias deben estar a disposición de los partícipes del mercado.

13.4 Supervisión constante de los sistemas e información sobre los procesos del mercado

El regulador debe estar siempre satisfecho con que siguen en vigor las condiciones consideradas necesarias como requisitos previos para la aprobación.
Las modificaciones de las normas del sistema de negociación deberán ser comunicadas a o aprobadas por el regulador.

La aprobación del sistema de negociación deberá ser revisada o retirada por el regulador cuando se determine que el sistema no puede cumplir las condiciones de su aprobación o la ley o la normativa sobre valores.

13.5 Transparencia en la negociación[159]

Se puede definir la transparencia como el grado en que la información sobre la negociación (tanto antes como después de las operaciones) se pone a disposición pública en tiempo real. La información previa a las operaciones se refiere a la presentación de demandas y ofertas en firme, tanto en los mercados cotizados como en los que se mueven por órdenes, como medio para permitir que los inversores conozcan, con un cierto grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a las operaciones se refiere a los precios y al volumen de todas las operaciones que realmente se cierran.

El garantizar un acceso puntual a la información es esencial para la regulación de la negociación en los mercados secundarios. El acceso puntual a la información pertinente sobre negociación secundaria permite a los inversores cuidar mejor de sus propios intereses y reduce el riesgo de manipulación u otras prácticas desleales en la negociación.[160]

Si un mercado permite algún grado de derogación del objetivo de transparencia en tiempo real, es preciso que las condiciones estén claramente definidas. La autoridad del mercado (tanto el operador como el regulador de la bolsa, o ambos) deberá, en ese caso, tener acceso a la información completa para poder evaluar la necesidad de derogación y, si es necesario, establecer alternativas.

13.6 Prohibición de la manipulación y otras prácticas de mercado desleales

La regulación de la negociación en el mercado secundario deberá prohibir la manipulación del mercado, la conducta confusa, la operativa con información privilegiada y otras conductas fraudulentas o engañosas que pueden distorsionar el sistema de conocimiento de los precios, distorsionar los precios y poner a los inversores en desventaja injusta.

---

[159] Véase Informe del Comité Técnico de la OICV, diciembre de 1992 (27), Transparencia en los mercados secundarios - síntesis del debate de la
OICV.

[160] Véanse en general los comentarios de la Sección 7.2.3. sobre el contenido de la información.

Dicha conducta puede controlarse mediante una vigilancia directa, inspección, información, requisitos de diseño de productos, límites de posición, normas de precios de liquidación o interrupciones del mercado, complementado por una aplicación vigorosa de las leyes y las normas de negociación.

El regulador debe asegurar que hay en vigor disposiciones para la supervisión continua de la negociación. Estas disposiciones deberán desencadenar una investigación cuando se produzca una operativa de negociación poco habitual o potencialmente indebida.
Se tendrá un cuidado especial para asegurar que la regulación es suficiente para cubrir la conducta entre mercados como por ejemplo, operaciones en las que el precio de un producto de renta variable es manipulado a fin de obtener beneficios mediante la negociación en opciones, warrants u otros productos derivados relacionados.

Si el activo subyacente se negocia en una jurisdicción distinta de aquella en la que se negocia el instrumento derivado, o si se negocian productos financieros idénticos en dos jurisdicciones, puede haber un mayor potencial de fraude o manipulación a causa de la dificultad del regulador de una jurisdicción para hacer un seguimiento de la actividad del mercado directamente o para realizar una investigación completa de las actividades del mercado en otra jurisdicción. Es necesario que las autoridades reguladoras pertinentes compartan la información entre sí, en una medida suficiente para garantizar la aplicación efectiva de la ley.

13.7 Grandes riesgos[161], procedimientos para casos de incumplimiento y distorsiones del mercado

La expresión "grandes riesgos" se refiere a una posición abierta que sea lo suficientemente elevada como para plantear un riesgo al mercado o a una entidad de compensación. Las autoridades del mercado deberán hacer un seguimiento estricto de los grandes riesgos y compartir entre sí la información a fin de permitir una evaluación apropiada de dichos riesgos.

Las autoridades del mercado deberán promover mecanismos para facilitar que la información citada pueda ser compartida mediante los canales apropiados.

Los niveles de alarma son criterios cualitativos o cuantitativos que se usan para detectar una exposición elevada. Las autoridades del mercado deberán establecer unos niveles

[161] En general, Informe del Comité Técnico de la OICV, marzo de 1996 (49), Informe sobre cooperación entre autoridades del mercado y procedimientos en caso de incumplimiento.

apropiados que desencadenen la actuación en sus mercados, y hacer un seguimiento constante del tamaño de las posiciones en sus mercados. Para desempeñar esta función de seguimiento, las autoridades deberán tener acceso a información sobre el tamaño y la propiedad beneficiaria de las posiciones mantenidas por clientes directos de los miembros del mercado. Las autoridades del mercado pueden entonces emprender la actuación adecuada, tal como exigir que el miembro reduzca la exposición, o aumentar los requisitos de margen.

Si un miembro del mercado no pone la información pertinente a disposición de la autoridad del mercado, la autoridad deberá poder tomar medidas apropiadas, tales como imponer limitaciones sobre negociación por parte del miembro en el futuro, exigir la liquidación de las posiciones, incrementar los requisitos de margen, y revocar los privilegios para operar.

Las autoridades del mercado deberán poner la información pertinente relativa a procedimientos para incumplimiento en el mercado a disposición de los partícipes del mercado.

Los reguladores deberán asegurarse de que los procedimientos relativos a incumplimientos son efectivos y transparentes.

Las autoridades responsables de la supervisión de mercados en los que se negocien productos relacionados (de contado o productos derivados) deberán consultarse entre sí lo antes posible, con vistas a minimizar los efectos adversos de las distorsiones que la negociación de estos productos puedan tener en los mercados. La información que puede necesitarse incluye planes para contingencias, personas de contacto y medidas estructurales para atender a las distorsiones del mercado, e información sobre condiciones del mercado (tal como actuaciones emprendidas por las autoridades responsables de la supervisión del mercado, precios, actividades de negociación, y datos totales del mercado). Estas materias se comentan más ampliamente en la Sección 12.

13.8 Compensación y liquidación[162]

Los sistemas de compensación y liquidación son sistemas que proporcionan el proceso de presentar e intercambiar datos o documentos a fin de calcular las obligaciones de los partícipes del sistema, para permitir la liquidación de estas obligaciones, y el proceso

[162] Véanse los Acuerdos 13 y 27 de la OICV. Véase también el Informe del Comité de Mercados Emergentes de la OICV, noviembre de 1997 (73), Hacia un marco legal para la compensación y la liquidación en los mercados emergentes.

para transferir fondos y/o valores. Las reglas y procedimientos operativos que gobiernan los sistemas de compensación y liquidación deben estar a disposición de los partícipes del mercado.

Deberá existir una supervisión directa de los sistemas de compensación y liquidación y de sus operadores.

13.9 Regulación y normas de los sistemas de compensación y liquidación

Los reguladores de las organizaciones de compensación y liquidación deberán exigir un marco que les permita verificar la responsabilidad de dichos sistemas, para hacer un seguimiento y, si es posible, predecir y prevenir problemas relacionados con la compensación y la liquidación. Esto incluye la facultad de promover la eficiencia y la seguridad mediante la revisión de los mecanismos del sistema y el establecimiento de normas operativas. Los reguladores deberán estar facultados para promulgar directrices que las organizaciones de compensación y liquidación deben satisfacer.

La operación de los servicios de compensación y liquidación deberá estar sujeta a inspección y revisión periódica por el regulador. Las organizaciones de compensación y liquidación estarán obligadas a hacer informes al regulador y pueden estar obligadas a someterse a auditorías periódicas y, si es necesario, a auditorías y exámenes especiales.

13.10 Verificación de las operaciones en los sistemas de compensación y liquidación

El sistema de compensación y liquidación deberá estipular la verificación expeditiva de una operación. La norma debería ser una verificación tan próxima al tiempo real como fuera posible. Deberá existir información disponible que registre la operación, permita su comprobación y estipule la base de liquidación. Enlaces plenamente automatizados entre el sistema de negociación y el sistema de liquidación ayudarán en la verificación. Cuando los mercados o sistemas de negociación no tengan estos enlaces, deberán requerir que los partícipes implanten procedimientos que aseguren una rápida y exacta transmisión de los datos sobre las operaciones al servicio de compensación.

13.11 El riesgo en los sistemas de compensación y liquidación: operaciones a margen, compensación por saldos netos, ventas en descubierto y préstamo de valores

Deberán existir procedimientos para identificar y controlar los riesgos de una forma permanente. Los reguladores de los mercados de valores no sólo deberían tener en

cuenta la reducción del riesgo sino también en la asunción y transferencia de riesgos entre intermediarios.

Es crucial controlar la estabilidad, la situación financiera y las actividades de los partícipes en los sistemas de compensación y liquidación con el fin de minimizar el riesgo de crisis en los partícipes individualmente así como el riesgo global de los sistemas.

Deberán existir procedimientos para detectar y hacer el seguimiento de los riesgos de forma constante. Para una organización de compensación y liquidación, es crítico el hacer un seguimiento de la estabilidad y la salud financiera de los partícipes y de la actividad de los partícipes. Debe existir información disponible sobre la capacidad de los miembros de la cámara de compensación para atender puntualmente los requerimientos de pago, y claridad de procedimientos para los supuestos de incumplimiento. Los requisitos sobre márgenes (comentados a continuación) se pueden usar junto con otros mecanismos para gestionar el riesgo de los partícipes del mercado, las cámaras de compensación y las bolsas. Otros controles de riesgos pueden incluir: mecanismos de interrupción ("circuit breakers"), límites de posiciones, límites de precios, interrupción de la negociación, suficiencia del capital, sistemas de gestión de riesgos, normas operativas, limitación a los préstamos, cobertura de seguros, sistemas de copia de seguridad y fondos de garantía[163].

La reducción del período de liquidación implica una reducción del riesgo de los partícipes. El período de liquidación estándar recomendado por el grupo de los 30 para los mercados de valores es el D+3. Deberá existir un sistema de entrega contra pago en el que el traspaso de la propiedad se produzca al mismo tiempo que el pago. Los sistemas de entrega contra pago reducen el riesgo de que un partícipe entregue el precio total a una contrapartida y no reciba nada a cambio. Tales sistemas impiden que la propiedad se transfiera antes de que se efectúe el pago.

Un custodio o registro centralizado de valores, vinculado a un sistema de compensación y liquidación es el pilar básico para que estos sistemas sean seguros y eficientes. Con el tiempo, las jurisdicciones deberían promover el uso de valores que no consistieran en títulos físicos o a inmovilizar los valores en depositarios o registros regulados.
Los sistemas de liquidación de productos derivados deberán ser simétricos para evitar el riesgo de liquidez. Los pagos y los cobros deberán tratarse al mismo tiempo.

[163] El regulador deberá exigir una prueba de estrés suficiente de la gestión del riesgo y los sistemas de seguridad.

13.11.1 Operaciones con depósito de márgenes[164]

Las demandas de cobertura complementaria pueden desempeñar un papel importante, junto con otras salvaguardas, para proteger la seguridad financiera y la integridad de los mercados. Los requisitos de depósito de márgenes deberán estar diseñados de manera que los intermediarios tengan la financiación suficiente disponible para cubrir las probables exposiciones al riesgo por la operativa que realicen.

Los niveles y los procedimientos de depósito de márgenes deberán estar diseñados para reducir la exposición al riesgo de los partícipes del mercado, incluyendo la cámara de compensación, a los riesgos de crédito, de mercado y otros, en especial al riesgo de incumplimiento por un partícipe del mercado como resultado de oscilaciones de los precios en instrumentos individuales y variaciones en la volatilidad del mercado.

Los costes del depósito de márgenes deben evaluarse en función del beneficio de reducir el riesgo. Por ejemplo, una consecuencia de la exigencia de márgenes excesivos podría ser reducir el efecto de apalancamiento relacionado con ciertos instrumentos financieros y aumentar el coste de la operación, lo cual puede afectar a la utilidad económica de determinados productos.

Deberán tenerse en cuenta la posibilidad de utilizar márgenes cruzados y el uso de una amplia gama de colaterales razonablemente líquidos[165]. Para cubrir la volatilidad de la operativa con productos derivados, las valoraciones a precio de mercado, las liquidaciones intradía y los depósitos de márgenes se usan extensamente y deberían ser fomentados.

13.11.2 Compensación por saldos netos

En este contexto, la compensación por saldos netos se refiere a la reducción del importe de proceso o los niveles de exposición en un sistema de liquidación, que se logra al liquidar los saldos deudores y acreedores de un partícipe dejando una obligación neta menor. La compensación con novación y una liquidación bruta en tiempo real son mecanismos de liquidación eficientes. El regulador y los partícipes deberían

[164] Véanse Informes del Comité Técnico de la OICV, marzo de 1996 (50), Informe sobre márgenes y octubre de 1992 (22), Coordinación entre los mercados de contado y de productos derivados.
[165] Véanse Informes del Comité Técnico de la OICV, marzo de 1996 (50), Informe sobre márgenes y octubre de 1992 (22), Coordinación entre los mercados de contado y productos derivados para un debate sobre: la fijación de niveles de margen; cálculo; cobro y seguimiento; incumplimiento; condiciones extraordinarias; comunicación efectiva; márgenes cruzados.

estudiar los volúmenes y participación en los mercados para determinar qué mecanismo es apropiado[166].

13.11.3 Ventas en descubierto y préstamo de valores

Las ventas en descubierto se consideran un mecanismo útil en algunas jurisdicciones, como ayuda a la liquidez. Cuando están permitidas las ventas en descubierto, la regulación debe proteger contra prácticas de manipulación, incluyendo las asociadas a una posición en descubierto significativa. En algunas jurisdicciones, esto comporta una combinación de permitir el préstamo de valores y restringir las ventas en descubierto a las acciones líquidas. La divulgación de las ventas en descubierto y las posiciones de préstamo de valores (o, al menos, su notificación al regulador) es una herramienta para una reducción adicional del riesgo.

[166] La novación debe ser efectiva en casos de insolvencia para que pueda contribuir a la gestión de riesgos.

Anexo 1

RELACIÓN DE LOS ACUERDOS DE LA OICV
(en orden cronológico)

1. abril 1983: *Acuerdo sobre la regulación de los mercados de valores.*
2. julio 1986: *Acuerdo sobre factores en el desarrollo de los mercados de capitales.*
3. julio 1986: *Acuerdo sobre la privatización de empresas estatales.*
4. julio 1986: *Acuerdos sobre la integración de las actividades financieras en el seno de organismos multifuncionales (2)*
5. noviembre 1986: *Acuerdo relativo a la asistencia mutua.*
6. julio 1987: *Declaración sobre la creación del Comité Técnico de la OICV.*
7. septiembre 1987: *Acuerdo sobre la modificación y la simplificación del Folleto.*
8. septiembre 1987: *Acuerdo sobre la conversión de deuda extranjera en valores.*
9. septiembre 1987: *Acuerdo sobre cooperación en materias de supervisión y aplicación de la ley.*
10. septiembre 1987: *Acuerdo sobre el desarrollo de los mercados y el acceso a los mismos.*
11. octubre 1998: *Declaración de apoyo a la iniciativa del Comité de normas contables internacionales.*
12. noviembre 1988: *Acuerdos sobre armonización de principios contables y de auditoría.*
13. junio 1989: *Declaración sobre aspectos de compensación y liquidación.*
14. junio 1989: *Acuerdo sobre cooperación.*
15. septiembre 1989: *Acuerdo sobre la armonización internacional de los mercados de valores y productos derivados.*
16. septiembre 1989: *Acuerdo sobre normas de ética de los intermediarios.*
17. septiembre 1989: *Acuerdo sobre la automatización del mercado y sus implicaciones para la actividad reguladora.*
18. septiembre 1989: *Acuerdo sobre normas de adecuación del capital.*
19. septiembre 1989: *Acuerdo sobre ofertas internacionales de renta variable.*
20. noviembre 1990: *Acuerdo para que las SRO compartan información.*
21. noviembre 1990: *Acuerdo sobre principios para la supervisión de sistemas de contratación basados en pantallas para productos derivados.*
22. noviembre 1990: *Acuerdo sobre normas de conducta internacionales.*
23. septiembre 1991: *Acuerdo sobre principios relativos a los acuerdos bilaterales.*
24. octubre 1992: *Acuerdo sobre principios para la supervisión de los conglomerados financieros.*
25. octubre 1992: *Acuerdo sobre el endoso de normas internacionales de auditoría.*
26. octubre 1992: *Acuerdo sobre el blanqueo de dinero.*
27. octubre 1992: *Acuerdo sobre compensación y liquidación.*
28. octubre 1993: *Acuerdo sobre el fraude en valores transnacionales y futuros.*
29. octubre 1993: *Acuerdo sobre la coordinación entre los mercados de contado y productos derivados.*
30. octubre 1993: *Acuerdo relativo a la norma contable IAS 7.*

31. octubre 1994: *Acuerdo sobre el compromiso con los principios básicos de la OICV de elevadas normas reguladoras y cooperación y asistencia mutuas.*
32. julio 1995: *Declaración conjunta OICV-IASC sobre el desarrollo de normas contables internacionales.*
33. julio 1995: *Acuerdo relativo a operaciones transfronterizas.*
34. marzo 1996: *Recomendación sobre el reconocimiento de acuerdos bilaterales de compensación por saldos netos en el cálculo de los requisitos de capital de las entidades de valores.*
35. septiembre 1996: *Acuerdo sobre poderes de ejecución de las agencias de supervisión de valores y futuros.*
36. septiembre 1996: *Acuerdo sobre la provisión de certeza de la aplicabilidad de acuerdos de compensación por saldos netos para operaciones con productos derivados "over the counter".*
37. febrero 1997: *Acuerdo sobre poderes de ejecución.*
38. mayo 1997: *Declaración sobre el año 2000.*
39. noviembre 1997: *Acuerdo sobre poderes de ejecución.*
40. noviembre 1997: *Acuerdo sobre principios para la llevanza de registros, recopilación de información, poderes de ejecución y cooperación mutua para mejorar la aplicación de las leyes de valores y futuros.*

Anexo 2

DOCUMENTACIÓN DE LA OICV

1989

1. *Ofertas internacionales de renta variable - Resumen del informe,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1989.
2. *Normas de adecuación del capital para las entidades de valores,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1989

1990

3. *Recopilación de información sobre cumplimiento y compendio y cuadro sobre comunicación de datos, Informe del Comité Técnico, junio 1990.*
4. *Principios para la supervisión de sistemas de contratación basados en pantallas,* Informe del Comité Técnico, junio 1990.
5. *Regulación de los mercados de productos derivados, productos e intermediarios financieros - Resumen cotejado de respuestas al análisis de marco común y cuadro resumen de regulación cruzada,* Informe del Comité Técnico, junio 1990.
6. *Sistemas de contratación basados en pantallas para los productos derivados,* Informe del Comité Técnico, junio 1990.
7. *Compensación y liquidación,* Informe del Comité Técnico, 2 de julio 1990.
8. *Principios internacionales de conducta,* Informe del Comité Técnico, 9 de julio 1990.
9. *El papel de las comisiones de valores,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), septiembre 1990.
10. *Ofertas internacionales de renta variable - Cambios en la normativa desde junio de 1989,* Informe del Comité Técnico, octubre 1990.
11. *Automatización del mercado y sus implicaciones para las actividades reguladoras,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), 9 de octubre 1990.
12. *Normas internacionales de contabilidad y auditoría,* Informe del Comité Técnico, noviembre 1990.
13. *Estímulo para el desarrollo de los mercados emergentes de valores, Informe del Comité de Desarrollo* (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), noviembre 1990.
14. *Requisitos de capital para las entidades multinacionales de valores, Informe del Comité Técnico,* 13 de noviembre 1990

1991

15. *Análisis comparativo de los regímenes de divulgación de información,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1991.
16. *Ofertas internacionales de renta variable - Cambios en la normativa desde abril de 1990,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1991.
17. *Principios de los acuerdos bilaterales,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1991.
18. *Informe sobre el acuerdo relativo a principios para la supervisión de los sistemas de contratación basados en pantallas para los productos derivados,* Informe del Secretario General, septiembre 1991

1992

19. *Informe sobre políticas de estímulo para el desarrollo de los mercados de valores,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), 1992.
20. *Ofertas internacionales de renta variable* - Cambios en la normativa desde abril de 1991, Informe del Comité Técnico, septiembre 1992
21. *Compensación y liquidación en los mercados emergentes* - Proyecto, Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), octubre 1992.
22. *Coordinación entre los mercados de contado y productos derivados - Diseño del contrato de productos derivados sobre índices bursátiles y medidas para minimizar la distorsión del mercado,* Informe del Comité Técnico, octubre 1992.
23. *Principios para la supervisión de los conglomerados financieros,* Informe del Comité Técnico, octubre 1992.
24. *Informe sobre requisitos de divulgación de información,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), octubre 1992.
25. *Informe sobre incentivos para el desarrollo de los mercados,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), octubre 1992.
26. *Informe sobre el blanqueo de dinero,* Informe del Comité Técnico, octubre 1992.
27. *Transparencia en los mercados secundarios: síntesis del debate de la OICV,* Informe del Comité Técnico, diciembre 1992.

1993

28. *Compensación y liquidación en los mercados de los miembros del Comité Técnico - Implantación de las recomendaciones del Grupo de los Treinta,* Informe de la Secretaría General, mayo 1993.
29. *Mecanismos para realzar una comunicación abierta y puntual entre las autoridades del mercado de los mercados de contado y productos derivados durante períodos de distorsión del mercado,* Informe del Comité Técnico, octubre 1993.
30. *La protección del pequeño inversor: Lucha contra el fraude minorista transnacional en valores y futuros,* Informe del Comité Técnico, octubre 1993.
31. *Regulación de los mercados de productos derivados, productos e intermediarios financieros - Resumen cotejado de respuestas al análisis de marco común y cuadro resumen de regulación cruzada,* Informe del Comité Técnico, octubre 1993.
32. *Informe sobre divulgación de información,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), 25 de octubre 1993.
33. *Informe sobre internacionalizació*n, Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), 25 de octubre 1993.
34. *Informe sobre privatización,* Informe del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), 25 de octubre 1993

1994

35. *Mecanismos de control para la gestión del riesgo operativo y financiero para las actividades en productos derivados "over the counter" de las entidades de valores reguladas,* Informe del Comité Técnico, julio 1994.
36. *Compensación y liquidación en los mercados de los miembros del Comité Técnico - Implantación de las recomendaciones del Grupo de los Treinta,* Informe de la Secretaría General, septiembre 1994.
37. *Informe sobre productos derivados,* Informe del Equipo de Trabajo del Comité de Desarrollo (denominado actualmente Comité de Mercados Emergentes), septiembre 1994.
38. *Ofertas internacionales de renta variable - Cambios en la normativa desde abril 1992,* Informe del Comité Técnico, octubre 1994.
39. *Informe sobre divulgación de información y contabilidad,* Informe del Comité Técnico, octubre 1994.
40. *Informe sobre la gestión de inversiones - Principios para la regulación de los esquemas de inversión colectiva y memorándum explicativo,* Informe del Comité Técnico, octubre.1994.
41. *Informe sobre cuestiones que les plantean a los reguladores de valores y futuros las jurisdicciones infrarreguladas y no cooperadoras,* Informe del Comité Técnico, octubre 1994.

42. *Informe sobre aspectos de la regulación de sistemas patentados de contratación internacional basados en pantallas,* Informe del Comité Técnico, 17 de octubre 1994.

1995

43. *Marco para la información de la supervisión sobre las actividades en productos derivados de los bancos y las entidades de valores*, Informe conjunto del Comité Técnico y del Comité de Basilea sobre supervisión bancaria, mayo 1995.
44. *Compensación y liquidación en los mercados de los miembros del Comité Técnico - Implantación de las recomendaciones del Grupo de los Treinta,* Informe de la Secretaría General, julio 1995
45. *Informe sobre la gestión de inversiones,* Informe del Comité Técnico, julio 1995.
46. *Las implicaciones para los reguladores de valores del mayor uso de modelos de valor en riesgo por parte de las entidades de valores,* Informe del Comité Técnico, julio 1995.
47. *La supervisión de los conglomerados financieros,* Informe del Grupo Tripartito de Reguladores de Banca, Valores y Seguros, prologado por la OICV, el Comité de Basilea y la IAIS, julio 1995.
48. *Divulgación pública de las actividades de negociación y productos derivados de los bancos y las entidades de valores,* Informe conjunto del Comité Técnico y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, noviembre 1995.

1996

49. *Informe sobre cooperación entre autoridades del mercado y procedimientos en caso de incumplimiento,* Informe del Comité Técnico, 7 de marzo 1996.
50. *Informe sobre márgenes,* Informe del Comité Técnico, 7 de marzo 1996.
51. *Respuesta del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores a la petición de los jefes de gobierno del G-7 en la cumbre de Halifax de junio 1995,* mayo 1996.
52. *Documento para debate sobre la cooperación internacional en relación con la actividad transfronteriza de los esquemas de inversión colectiva,* Informe del Comité Técnico, junio 1996.
53. *Marco legal y regulador para los productos derivados negociados en bolsa,* Informe del Comité de Mercados Emergentes, junio 1996.
54. *Cooperación reguladora en casos de emergencia - Documento para debate,* Informe del Comité Técnico, junio 1996.
55. *Medidas disponibles a escala transfronteriza para proteger los intereses y los activos de los inversores estafados,* Informe del Comité Técnico, julio 1996.
56. *Informe sobre la implantación de los acuerdos de la OICV,* Informe de la Secretaría General, 29 de junio 1996.

57. *Protección de los activos de clientes,* Informe del Comité Técnico, agosto 1996.
58. *Esquemas de inversión colectiva en los mercados emergentes,* Informe del Comité de Mercados Emergentes, septiembre 1996.
59. *Divulgación del riesgo - Documento para debate,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1996.
60. *Directrices sobre disposiciones de custodia para los esquemas de inversión colectiva - Documento para debate,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1996.
61. *Ofertas internacionales de renta variable - Cambios en la normativa desde abril 1994,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1996.
62. *Notificación de acontecimientos relevantes en los mercados emergentes,* Informe del Comité de Mercados Emergentes, septiembre 1996.
63. *Informe sobre la mejora de la cooperación y la coordinación en la supervisión de operaciones con valores y futuros,* Informe de la Secretaría General, septiembre 1996.
64. *Estudio sobre la divulgación de información acerca de las actividades de negociación y productos derivados de los bancos y las entidades de valores,* Informe conjunto del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y del Comité Técnico, noviembre 1996.

1997

65. *Marco de divulgación de información para los sistemas de liquidación de valores,* Informe conjunto del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y del Comité Técnico, febrero 1997.
66. *Documento comparativo sobre normas de adecuación del capital,* Informe del Comité de Mercados Emergentes, mayo 1997.
67. *Ventas en descubierto y préstamo de valores: aspectos a considerar,* Documento para debate del Comité de Mercados Emergentes, mayo 1997.
68. *Principios para la supervisión de operadores de esquemas de inversión colectiva,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1997.
69. *Informe sobre cuestiones de aplicación de la ley que plantea el uso creciente de redes electrónicas en el campo de los valores y los futuros,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1997.
70. *Ofertas internacionales de renta variable - Cambios en la normativa desde abril 1996,* Informe del Comité Técnico, septiembre 1997.
71. *Directorio de información - Autorización de los esquemas de inversión colectiva y servicios relacionados,* Informe del Comité Técnico, octubre 1997.
72. *Gestión del riesgo financiero en los mercados emergentes* - Informe definitivo, Informe del Comité de Mercados Emergentes, noviembre 1997.
73. *Hacia un marco legal para la compensación y la liquidación en los mercados emergentes,* Informe del Comité de Mercados Emergentes, noviembre 1997.
74. *Informe comparativo sobre el requisito de ajuste a la inflación de los estados financieros*

en los mercados emergentes, Informe del Comité de Mercados Emergentes, noviembre 1997.

75. *Informe sobre la autoevaluación realizada por los miembros de la OICV a tenor de lAcuerdo de la OICV de 1994 sobre "el compromiso con los principios básicos de la OICV de elevadas normas reguladoras y cooperación y asistencia mutuas,* Informe de la OICV, noviembre 1997.
76. *Directrices a efectos de compartir información,* Informe del Comité Técnico, noviembre1997

1998

77. *Metodologias para la determinación de requisitos de capital mínimo para las empresas de intermediación activas internacionalmente que permiten el uso de modelos bajo condiciones prescritas.* Informe del Comité Técnico, Mayo 1998.
78. *Gestión de riesgos y directrices de control para las entidades de valores y sus supervisores***.** Informe del Comité de Técnico, mayo1998.
79. *Normas internacionales de divulgación para las ofertas y salidas a bolsa transfronterizas realizadas por entidades emisoras extranjeras.* Informe de la OICV, septiembre 1998.
80. *Actividad de Valores en Internet.* Informe del Comité Técnico, septiembre 1998.
81. *Marco para la divulgación de la negociación y actividad en derivados de los bancos y empresas de valores***.** Informe conjunto del Comité de supervisión bancaria de Basilea y el Comité Técnico de la OICV., septiembre 1998

Documentos de consulta
(1) Supervisión de los conglomerados financieros, febrero 1998

Anexo 3

El marco legal

La regulación efectiva de valores depende de un marco legal adecuado. Las materias que deben atender las leyes nacionales de una jurisdicción abarcan:

(1) Ley de sociedades

1.1. formación de las sociedades.
1.2. deberes de los consejeros y directivos.
1.3. regulación de las ofertas de adquisición y otras operaciones cuyo fin es efectuar un cambio en el control.
1.4. leyes que rigen la emisión y la oferta de venta de valores.
1.5. divulgación de información a los tenedores de valores para permitir unas decisiones informadas a la hora de votar.
1.6. notificación de participaciones accionariales sustanciales

(2) Código de comercio / legislación de contratos

2.1. derecho privado al contrato.
2.2. facilitación de préstamo e hipoteca de valores.
2.3. derechos de propiedad, incluyendo los derechos inherentes a los valores, y las normas que rigen la transmisión de dichos derechos.

(3) Legislación fiscal

3.1. claridad y consistencia, incluyendo, sin limitación, el tratamiento de las inversiones y los productos de inversión.

(4) Leyes sobre quiebra e insolvencia

4.1. derechos de los tenedores de valores en caso de liquidación.
4.2. derechos de los clientes en caso de insolvencia del intermediario.
4.3. compensación por saldos netos.

(5) Legislación sobre la competencia

5.1. prevención de prácticas anticompetitivas.
5.2. prevención de barreras injustas de entrada.
5.3. prevención del abuso de una posición dominante en el mercado.

(6) Legislación bancaria

(7) Sistema de resolución de controversias

7.1. un sistema judicial justo y eficiente (incluyendo la alternativa del arbitraje u otros mecanismos para resolver controversias).
7.2. susceptibilidad de ejecución de las órdenes de los tribunales y los laudos arbitrales, incluyendo las órdenes y los laudos extranjeros

ACUERDO MULTILATERAL DE ENTENDIMIENTO SOBRE CONSULTA, COOPERACIÓN E INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN[167]

ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (IOSCO)

Mayo 2002

FINALIDAD

Los firmantes del presente Acuerdo Multilateral de Entendimiento de IOSCO:
Considerando la creciente actividad internacional en los mercados de valores y derivados, y la consiguiente necesidad de cooperación y consulta mutua entre los miembros de IOSCO para asegurar la aplicación y el efectivo cumplimiento de su legislación sobre valores y derivados;

Considerando los hechos acaecidos el 11 de septiembre de 2001, que subrayaron la importancia de ampliar la cooperación entre los miembros de IOSCO;

Con el deseo de proporcionarse el mayor grado posible de asistencia mutua para facilitar el desempeño de las funciones que tienen asignadas en sus respectivas jurisdicciones para imponer o asegurar el cumplimiento de sus respectivas legislaciones, en los términos en que los siguientes conceptos se definen a continuación,

Han llegado al siguiente entendimiento:

DEFINICIONES

A los efectos del Acuerdo Multilateral de Entendimiento de IOSCO

1. "Autoridad" se refiere a aquellos reguladores enumerados en el Apéndice A que, de acuerdo con los procedimientos establecidos en el Apéndice B, han firmado el presente Acuerdo de Entendimiento.

2. "Autoridad Requerida" es aquella Autoridad a la que se ha remitido un requerimiento de asistencia de conformidad con el presente Acuerdo de Entendimiento.

3. "Autoridad Requirente" es aquella Autoridad que envía un requerimiento de asistencia de conformidad con el presente Acuerdo de Entendimiento.

[167] Nota del traductor: El original de este texto está redactado en lengua inglesa. Cualquier duda interpretativa o discrepancia se resolverá de acuerdo con lo dispuesto en el texto original.

4. "Legislación" son las disposiciones legales de las jurisdicciones de las Autoridades, la normativa de desarrollo y cualquier otra disposición que sea competencia de las Autoridades, en relación con lo siguiente:

a. información privilegiada, manipulación de precios, información relevante falsa o engañosa y cualquier otra práctica fraudulenta o manipuladora referida a valores o a productos derivados, incluyendo prácticas inductoras, manejo de fondos de inversores y de órdenes de clientes;

b. el registro, emisión, oferta o venta de valores y productos derivados, y los requisitos de información relacionados con los mismos;

c. intermediarios del mercado, incluyendo a los asesores de inversiones y de negociación a los que se requiera autorización o registro, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores y entidades habilitadas para la llevanza del registro de anotaciones en cuenta; y

d. mercados, bolsas de valores y empresas de liquidación y compensación.

5. "Persona" es una persona física o jurídica, o cualquier entidad o asociación, incluyendo sociedades mercantiles y figuras contractuales asimiladas.

ASISTENCIA MUTUA E INTERCAMBIO DE INFORMACION

6. Principios generales relativos a la asistencia mutua y al intercambio de información

(a) El presente Acuerdo de Entendimiento establece la intención de las Autoridades en materia de asistencia mutua e intercambio de información con el propósito de imponer y asegurar el cumplimiento de la Legislación de la jurisdicción de las Autoridades. Las disposiciones del presente Acuerdo de Entendimiento no pretenden crear obligaciones legalmente vinculantes ni reemplazar a las Legislaciones nacionales.

(b) Las Autoridades manifiestan que la Legislación nacional sobre secreto o bloqueo de información no impedirá la obtención y suministro a la Autoridad Requirente de la información descrita en el apartado 7(b).

(c) El presente Acuerdo de Entendimiento no autoriza ni prohíbe a una Autoridad adoptar medidas distintas de las establecidas en el mismo, con el fin de obtener la información necesaria para asegurar el cumplimiento de la Legislación aplicable en su jurisdicción.

(d) El presente Acuerdo de Entendimiento no confiere a ninguna Persona o Autoridad el derecho o la capacidad, directa o indirectamente, de obtener, suprimir o excluir cualquier información o de cuestionar el cumplimiento de un requerimiento de asistencia realizado al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento.

(e) Las Autoridades reconocen la importancia y la conveniencia de proporcionarse asistencia mutua e intercambiar información con el propósito de imponer y asegurar el cumplimiento de la Legislación aplicable en sus respectivas jurisdicciones. La Autoridad Requerida podrá denegar un requerimiento de asistencia:

(i) cuando el requerimiento de asistencia implique una actuación por parte de la Autoridad Requerida que contravenga su legislación nacional;

(ii) cuando un procedimiento penal haya sido previamente iniciado en la jurisdicción de la Autoridad Requerida basado en los mismos hechos y contra las mismas Personas, o cuando las mismas Personas hayan sido previamente objeto de sanción en base a los mismos cargos por parte de las autoridades competentes en la jurisdicción de la Autoridad Requerida, salvo que la Autoridad Requirente pueda demostrar que las sanciones o medidas adicionales que puedan imponerse por cualquier procedimiento iniciado por la Autoridad Requirente no serían de la misma naturaleza ni supondrían una duplicación de las sanciones o medidas ya impuestas en la jurisdicción de la Autoridad Requerida;

(iii) cuando el requerimiento no se haya realizado de conformidad con lo establecido en el presente Acuerdo de Entendimiento; o

(iv) por razones de interés público o de un interés nacional fundamental.
Cuando se deniegue un requerimiento de asistencia, o cuando no se pueda prestar la asistencia de conformidad con la legislación nacional, la Autoridad Requerida motivará la denegación de asistencia y consultará de acuerdo con lo estipulado en el párrafo

7. Alcance de la asistencia

(a) Las Autoridades, en el marco del presente Acuerdo de Entendimiento, se suministrarán mutuamente la máxima asistencia posible para asegurar el cumplimiento de sus respectivas Legislaciones.

(b) La asistencia que se deberá prestar al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento incluirá, sin ningún tipo de limitaciones:

(i) el suministro de la información y la documentación disponible en los archivos de la Autoridad Requerida, en relación con las materias a las que se refiera el requerimiento;

(ii) la obtención de la información y la documentación relativas a las materias a las que se refiera el requerimiento, incluyendo:

- los registros actuales que resulten suficientes para reconstruir todas las transacciones sobre valores y productos derivados, incluyendo el registro de todos los fondos y activos depositados o retirados de una entidad de crédito o de una sociedad o agencia de valores y que estén relacionados con dichas transacciones;
- los registros que identifiquen: al destinatario final (beneficial owner) y a la persona que ejerce el control y, para cada transacción, al titular de la cuenta; la cantidad comprada o vendida; la hora de la transacción; el precio de la transacción; y a la persona física y la entidad de crédito o al intermediario que intervino en la transacción; y
- la información que identifique a los propietarios finales o a las personas que ejercen el control sobre las personas jurídicas constituidas en la jurisdicción de la Autoridad Requerida.

(iii) De conformidad con el párrafo 9(d), la toma de declaración, de manera voluntaria o utilizando las facultades del regulador o, cuando esté permitido, la toma de declaración bajo juramento, en relación con las materias a las que se refiera el requerimiento.

(c) No podrá denegarse la asistencia basándose en el hecho de que la conducta que se está investigando no supondría un incumplimiento de la Legislación de la Autoridad Requerida.

8. Requerimiento de asistencia

(a) El requerimiento de asistencia se realizará por escrito, en la forma acordada por IOSCO en cada momento y será remitido a la dirección de contacto de la Autoridad Requerida que figure en el Apéndice A.

(b) Los requerimientos de asistencia incluirán lo siguiente:

(i) una descripción de los hechos que son objeto de la investigación y que motivan el requerimiento, así como el propósito para el que se solicita la asistencia;

(ii) una descripción de la asistencia solicitada por la Autoridad Requirente y la explicación de por qué la información sería de ayuda;

(iii) cualquier información conocida o en poder de la Autoridad Requirente que pueda ayudar a la Autoridad Requerida a identificar tanto a las Personas que presumiblemente puedan poseer la información o la documentación solicitada o el lugar donde esa información pueda obtenerse;

(iv) una indicación de cualquier cautela especial que deba observarse en la recopilación de la información como consecuencia de las circunstancias de la investigación, incluyendo el grado de confidencialidad de la información; y

(v) la Legislación que pudiera haber sido incumplida y que se refiera al asunto objeto del requerimiento.

(c) En casos urgentes, el requerimiento de asistencia podrá realizarse telefónicamente o por fax, siempre que dicha comunicación sea confirmada mediante la remisión de un documento original debidamente firmado.

9. Ejecución del requerimiento de asistencia

(a) La información y la documentación que obre en los registros de la Autoridad Requerida deberán ser facilitados a la Autoridad Requirente cuando ésta lo solicite.

(b) Previo requerimiento, la Autoridad Requerida solicitará la remisión de los documentos que se detallan en el párrafo 7(b)(ii), bien (i) de cualquier Persona que la Autoridad Requirente designe, o bien (ii) de cualquier otra Persona que pueda poseer la información o la documentación requerida. Previo requerimiento, la Autoridad Requerida obtendrá cualquier otra información que considere relevante para el requerimiento.

(c) Previo requerimiento, la Autoridad Requerida atenderá las cuestiones y/o tomará declaración (o, cuando esté permitido, tomará declaración bajo juramento) a cualquier Persona involucrada, directa o indirectamente, en las actividades que sean objeto del requerimiento de asistencia o a quién disponga de información que pueda resultar de ayuda en la ejecución del requerimiento.

(d) Salvo acuerdo de las Autoridades en otro sentido, la información y documentación requerida al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento serán obtenidas de acuerdo con los procedimientos aplicables en la jurisdicción de la Autoridad Requerida y por las personas que ésta designe. Cuando la Legislación de la jurisdicción de la Autoridad Requerida así lo autorice, un representante de la Autoridad Requirente podrá estar presente en las tomas de declaración y de

testimonio y así mismo, podrá plantear, al representante designado por la Autoridad Requerida, cuestiones concretas para preguntar a cualquiera de los testigos.

(e) En casos urgentes, la respuesta a los requerimientos de asistencia podrá realizarse por teléfono o fax, siempre que dicha comunicación se confirme a través de un documento original debidamente firmado.

10. Usos autorizados de la información

(a) La Autoridad Requirente podrá utilizar la información y la documentación confidencial proporcionadas como respuesta a un requerimiento de asistencia realizado al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento exclusivamente para lo siguiente:

(i) el fin establecido en el requerimiento de asistencia, incluyendo la verificación del cumplimiento de la Legislación a que se refiere el requerimiento; y

(ii) una finalidad dentro del marco general de utilización establecido en el requerimiento de asistencia, lo que incluiría la instrucción de un procedimiento de inspección o sanción en el ámbito civil o administrativo, el apoyo en las actividades de supervisión, inspección y sanción de una organización autorregulada (en la medida en que dicha organización esté involucrada en la supervisión de la negociación o de la conducta que sea objeto del requerimiento), la asistencia en una causa penal, o el llevar a cabo cualquier investigación por un cargo de carácter genérico relativo a la violación de una disposición especificada en el requerimiento, en el supuesto de que dicho cargo se refiera a una violación de la Legislación competencia de la Autoridad Requirente. Esta utilización podrá incluir procedimientos públicos de inspección y sanción.

(b) En el supuesto de que una Autoridad Requirente pretenda utilizar la información suministrada al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento para cualquier fin distinto del establecido en el párrafo10(a), deberá obtener el consentimiento de la Autoridad Requerida.

11. Confidencialidad

(a) Cada Autoridad mantendrá como confidenciales los requerimientos que se lleven a cabo al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento, el contenido de los mismos, y cualquier asunto que surja como consecuencia del presente Acuerdo de Entendimiento, incluyendo las consultas entre las Autoridades y la asistencia no solicitada. Previa consulta con la Autoridad Requirente, la Autoridad Requerida podrá hacer público el hecho de que la Autoridad Requirente haya realizado un

requerimiento, siempre y cuando esta información sea necesaria para atender el referido requerimiento.

(b) La Autoridad Requirente no difundirá documentos o información confidencial recibidos al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento, excepto en los casos contemplados en el párrafo 10(a) o como respuesta a una solicitud de obligado cumplimiento legal. En el caso de una solicitud de obligado cumplimiento legal, la Autoridad Requirente lo notificará a la Autoridad Requerida con anterioridad a dar respuesta a dicha solicitud y deberá alegar todas las excepciones o privilegios que la legislación contemple con respecto a dicha información. La Autoridad Requirente realizará los mayores esfuerzos para proteger la confidencialidad de los documentos e informaciones no públicas que haya recibido al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento.

(c) Con anterioridad a suministrar información a una organización autorregulada de acuerdo con el párrafo 10(a)(ii), la Autoridad
Requirente se asegurará de que la organización autorregulada tiene capacidad para cumplir y de que cumplirá con las disposiciones de confidencialidad establecidas en los párrafos 11(a) y (b) del presente Acuerdo de Entendimiento; así mismo se asegurará de que la información sea exclusivamente utilizada de conformidad con el párrafo 10(a) del presente Acuerdo de Entendimiento y de que ésta no se utilizará para obtener una ventaja competitiva.

12. Consulta en relación con la asistencia mutua y el intercambio de información

(a) En el marco del presente Acuerdo de Entendimiento, las Autoridades se consultarán periódicamente entre ellas sobre asuntos de interés común para mejorar la operativa del mismo y con vistas a resolver cualquier asunto que pueda surgir. En particular, las Autoridades se consultarán en caso de:

(i) un cambio significativo en las condiciones del mercado o del negocio o en las legislaciones, cuando dicho cambio sea relevante para la aplicación del presente Acuerdo de Entendimiento;

(ii) un cambio demostrado en la voluntad o en la capacidad de una Autoridad para cumplir con las disposiciones del presente Acuerdo de Entendimiento; y

(iii) cualquier otra circunstancia que ponga de manifiesto la necesidad o conveniencia de consultar, modificar o ampliar el presente Acuerdo de Entendimiento, con la finalidad de conseguir los objetivos que en el mismo se establecen.

(b) Las Autoridades Requirente y Requerida se consultarán mutuamente en asuntos referidos a requerimientos específicos realizados al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento (como, por ejemplo, en el caso de que un requerimiento sea denegado, o cuando la respuesta a un requerimiento implique unos costes demasiado elevados). Las citadas Autoridades definirán estos casos aquí establecidos de conformidad con la Legislación aplicable en la jurisdicción de la Autoridad Requirente, salvo que dicha definición implique que la Autoridad Requerida tenga que excederse del marco de sus competencias o que dicha definición implique actuaciones prohibidas por la Legislación aplicable en la jurisdicción de la Autoridad Requerida. En tales casos, las Autoridades Requirente y Requerida se consultarán mutuamente.

13. Asistencia no solicitada
Las Autoridades realizarán los esfuerzos que se consideren razonables para suministrar a otras Autoridades, sin necesidad de requerimiento previo, cualquier información que entiendan que pueda resultar de ayuda para asegurar el cumplimiento de la Legislación aplicable en sus respectivas jurisdicciones.

DISPOSICIONES FINALES

14. Autoridades adicionales
Los nuevos miembros de IOSCO podrán convertirse en Autoridades según el presente Acuerdo de Entendimiento, de conformidad con los procedimientos establecidos en el Apéndice B. Podrán añadirse nuevas Autoridades al presente Acuerdo de Entendimiento mediante la firma del Apéndice A.

15. Entrada en vigor
La cooperación de conformidad con el presente Acuerdo de Entendimiento comenzará en la fecha de su firma por las respectivas Autoridades. El Acuerdo de Entendimiento surtirá efectos para las Autoridades adicionales desde el mismo día en que dichas Autoridades firmen el Apéndice A.

16. Terminación
(a) Cualquier Autoridad podrá dar por concluida su participación en el presente Acuerdo de Entendimiento en cualquier momento, mediante un preaviso por escrito de al menos treinta días dirigido al resto de las Autoridades.

(b) Si, de acuerdo con los procedimientos establecidos en el Apéndice B, los Presidentes del Comité Técnico, del Comité de Mercados Emergentes y del Comité Ejecutivo (formando el Comité de Presidentes) acuerdan, después de haberlo notificado a la Autoridad interesada y de haberle dado la oportunidad de ser oída, que ha habido un cambio demostrado en su disposición o en su capacidad para

cumplir con las disposiciones del presente Acuerdo de Entendimiento, según lo establecido en el párrafo 12(a)(ii), el Comité de Presidentes podrá, previa consulta con el Presidente del correspondiente Comité Regional, dar por finalizada la participación de la mencionada Autoridad en el presente Acuerdo de Entendimiento. Dicha decisión podrá ser revisada por el Comité Ejecutivo.

(c) En el supuesto de que una Autoridad decida dar por concluida su participación en el presente Acuerdo de Entendimiento, la cooperación y asistencia continuarán de conformidad con el presente Acuerdo de Entendimiento hasta transcurridos treinta días a contar desde que la Autoridad remite el escrito notificando a las demás Autoridades su intención de no continuar con la cooperación y asistencia de referencia.
En el supuesto de que cualquier Autoridad remita dicho escrito de notificación, la cooperación y asistencia continuarán de conformidad con el presente Acuerdo de Entendimiento respecto de todos aquellos requerimientos de asistencia ya cursados, o para los que se suministró información con anterioridad a la fecha efectiva de notificación (fecha que se indicará en la referida notificación y que no podrá ser anterior a la fecha de remisión de dicha notificación) hasta el momento en que la Autoridad Requirente dé por finalizado el asunto para el que se solicitó la asistencia.

(d) En el supuesto de finalización de la participación de una Autoridad en el Acuerdo de Entendimiento, ya sea por la vía de la disposición 16(a) o por la vía de la disposición 16(b), la información obtenida al amparo del presente Acuerdo de Entendimiento continuará considerándose confidencial de acuerdo con lo establecido en el artículo 11; la cooperación en el marco del presente Acuerdo de Entendimiento continuará entre las restantes Autoridades.

APÉNDICE B
Procedimientos al amparo del Acuerdo Multilateral de Entendimiento sobre consulta, cooperación e intercambio de información
I. Solicitud para ser signatario del Acuerdo Multilateral de Entendimiento

(a) Cualquier organismo regulador gubernamental, Miembro Ordinario o Asociado de IOSCO, puede solicitar su participación en el Acuerdo Multilateral de Entendimiento cuando lo estime oportuno. La solicitud deberá remitirse al Secretario General de IOSCO.

(b) Los solicitantes deberán remitir una contestación completa al cuestionario que figura como parte IV del presente Apéndice B, y facilitar copias de las leyes, reglamentos y otras normas a que se refieren las respuestas tal y como se indica en dicho cuestionario. En las contestaciones se deberá identificar y proporcionar una explicación sobre la habilitación jurídica del solicitante para cumplir con las

disposiciones específicas del Acuerdo Multilateral de Entendimiento recogidas en el cuestionario, que son fundamentales para la cooperación mutua y el intercambio de información con el objeto de dar cumplimiento efectivo a la legislación de valores y derivados.

(c) Las contestaciones al cuestionario serán verificadas por el Standing Committee 4 del Comité Técnico y por el Working Party 4 del Comité de Mercados Emergentes ("grupo de valoración" o "screening group"), suministrando la Secretaría General el apoyo administrativo necesario. El grupo de valoración organizará equipos de verificación que estarán formados por miembros con suficiente experiencia en la aplicación de la legislación de valores y derivados, así como con experiencia en el intercambio de información transfronteriza. El grupo de valoración podrá, discrecionalmente, invitar a otros miembros de IOSCO a formar parte de los equipos de verificación.

(d) La verificación de las respuestas al cuestionario se limitará a la comprobación de que las mismas reflejan fehacientemente la habilitación jurídica de los miembros para cumplir con las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento que se mencionan en el cuestionario, teniendo como fundamento las leyes, reglamentos y demás normativas que se citen en las respuestas. En base al examen de la contestación al cuestionario, los equipos de verificación remitirán al grupo de valoración una recomendación específica sobre la capacidad del solicitante para cumplir con cada una de las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento incluidas en el cuestionario.

(e) El grupo de valoración formulará recomendaciones sobre la verificación de las respuestas del solicitante a un grupo de toma de decisiones. Con anterioridad a formular una recomendación desestimatoria sobre la solicitud, el grupo de valoración lo comunicará por escrito al solicitante, identificando las disposiciones concretas del Acuerdo Multilateral de Entendimiento para las que el solicitante carece de suficiente habilitación jurídica. A petición propia, el solicitante tendrá la oportunidad de ser oído por el grupo de valoración.

(f) El grupo de toma de decisiones estará formado por los Presidentes de los Comités Técnico, de Mercados Emergentes y Ejecutivo ("Comité de Presidentes"). De manera conjunta, tras consultar con el Presidente del Comité Regional que corresponda y basándose en las recomendaciones del grupo de valoración, dicho grupo de toma de decisiones decidirá sobre la estimación o desestimación del solicitante para ser signatario del Acuerdo Multilateral de Entendimiento. Con anterioridad a la adopción de una decisión denegatoria, el grupo de toma de decisiones notificará por escrito al solicitante dicha propuesta de decisión, identificando las disposiciones concretas del Acuerdo Multilateral de

Entendimiento para cuyo cumplimiento el solicitante carece de suficiente habilitación legal. A petición propia, el solicitante tendrá la oportunidad de ser oído por el grupo de toma de decisiones.

(g) Una vez que el grupo de toma de decisiones haya resuelto sobre la habilitación jurídica del solicitante para cumplir con las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento incluidas en el cuestionario, tal y como se indica en el apartado I (f) anterior, IOSCO invitará al solicitante a ser signatario. El Apéndice A incluirá los nombres y firmas de todas las Autoridades que se adhieran al Acuerdo Multilateral de Entendimiento. Dicho Apéndice será administrado y actualizado por el Secretario General de IOSCO. Las contestaciones de los solicitantes a los que se invite a ser signatarios se incluirán en la página Web de IOSCO de acceso exclusivo para miembros.

(h) Las decisiones del Comité de Presidentes se adoptarán por delegación del Comité Ejecutivo. No obstante, el solicitante que discrepe de la decisión del Comité de Presidentes podrá, remitiendo un escrito al Secretario General, solicitar que la decisión sea revisada por el Comité Ejecutivo. Dicha solicitud será remitida por el Secretario General a la siguiente reunión del Comité Ejecutivo que se celebre como mínimo treinta días después de la recepción de la solicitud y deberá acompañarse de la documentación que el Comité Ejecutivo requiera, debiéndose seguir el procedimiento establecido por dicho órgano. El Comité Ejecutivo podrá bien confirmar la decisión original del Comité de Presidentes, bien adoptar una nueva decisión o, incluso, resolver la solicitud en la forma que estime más adecuada.

(i) El solicitante al que se le comunique una decisión denegatoria, conforme a lo establecido en los apartados I (f) y I (h) anteriores, podrá solicitar una vez más ser signatario del Acuerdo Multilateral de Entendimiento, de acuerdo con el procedimiento establecido en la Parte II (e)-(g) siguiente, una vez que obtenga la habilitación jurídica necesaria para cumplir con aquéllos aspectos del Acuerdo sobre los que IOSCO había determinado previamente su falta de habilitación.

II. Compromiso para ser signatario

(a) Aquellos miembros que no cuenten con la habilitación jurídica para cumplir con todas las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento referidas en el cuestionario podrán, no obstante, completar el cuestionario, y expresar voluntariamente en su contestación, cuando proceda, que se comprometen a obtener la habilitación legal necesaria que les permita cumplirlas.

(b) Las contestaciones a los cuestionarios serán examinadas en la forma descrita en los párrafos I(c) y (d) anteriores. Dicha revisión estará limitada a comprobar que las leyes, reglamentos y demás normativa remitidas sustentan la habilitación

jurídica del miembro para cumplir con las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento a las que se refiere el cuestionario.

(c) El grupo de valoración notificará por escrito a los miembros las disposiciones específicas del Acuerdo Multilateral de Entendimiento para las que no se posee habilitación suficiente.

(d) Los miembros que respondan al cuestionario en la forma establecida en el párrafo II (a) anterior, o los que reciban una contestación denegatoria tal y como prevé el párrafo I(f) anterior, podrán manifestar a IOSCO su compromiso para obtener la habilitación jurídica que les permita cumplir con las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento incluidas en el cuestionario. Dichos miembros serán identificados en una lista que figura como anexo del presente Apéndice B. El Secretario General de IOSCO administrará y actualizará el referido listado. Las contestaciones de estos miembros, si así lo autorizan, se incluirán el la página Web de IOSCO de acceso exclusivo para miembros.

(e) Una vez obtenida la habilitación jurídica que previamente se hubiese considerado insuficiente en el procedimiento de verificación, los miembros podrán solicitar ser signatarios del Acuerdo Multilateral de Entendimiento mediante (1) la remisión de una contestación actualizada al cuestionario, en la que se identifiquen los cambios en la habilitación jurídica que se consideró insuficiente; y (2) la confirmación de que la restante información previamente remitida como respuesta al cuestionario continúa estando vigente.

(f) La habilitación jurídica a que se refiere el párrafo II(e) (1) anterior será verificada de acuerdo con los procedimientos descritos en los párrafos I(c) a I (g).

(g) Una vez verificada la habilitación jurídica a que se refiere el párrafo II(e) (1), IOSCO invitará al solicitante a ser signatario del Acuerdo Multilateral de Entendimiento y a firmar el Apéndice A. Las contestaciones actualizadas de dichos solicitantes se incluirán el la página Web de IOSCO de acceso exclusivo para miembros.

III. Seguimiento de la puesta en práctica del Acuerdo Multilateral de Entendimiento

(a) Para asegurar el efectivo seguimiento de la puesta en práctica del Acuerdo Multilateral de Entendimiento, los signatarios actualizarán cuando sea preciso las contestaciones incluidas en la página Web de IOSCO de acceso exclusivo para miembros.

(b) El Acuerdo Multilateral de Entendimiento establece, en su párrafo 12(a), la consulta periódica sobre determinados aspectos relevantes y tasados, que se

consideran de interés común para los signatarios con vistas a mejorar su puesta en práctica. Dicha consulta se llevará a cabo por los signatarios del Acuerdo Multilateral de Entendimiento ("grupo de seguimiento") con el apoyo administrativo de la Secretaría General. El grupo de seguimiento podrá establecer procedimientos, en consulta con el Comité Ejecutivo, que faciliten la consulta periódica. Dichos procedimientos contemplarán la notificación por escrito a los signatarios de los asuntos a tratar en las consultas, y proporcionarán la oportunidad de ser oídos y de presentar alegaciones. El grupo de seguimiento podrá contar con la colaboración de otros órganos de IOSCO en el desarrollo de sus funciones de consulta y de propuesta.

(c) Con el fin de promover el cumplimiento del Acuerdo Multilateral de Entendimiento, el grupo de seguimiento contará con facultades discrecionales para considerar y recomendar una variedad de acciones alternativas, en el supuesto de que un signatario demuestre un cambio en su disponibilidad o habilitación para cumplir los estándares de las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento. Las opciones podrían incluir el establecimiento de un plazo para el cumplimiento efectivo por parte del signatario; la revisión completa del posible incumplimiento por un tercero; la publicidad del incumplimiento; la suspensión de la participación en el Acuerdo Multilateral de Entendimiento; la terminación de la participación en el Acuerdo Multilateral de Entendimiento, tal y como se establece en el párrafo 16 (b).

(d) Si se considera necesario adoptar medidas adicionales como consecuencia de la consulta, el grupo de consulta remitirá una recomendación al grupo de toma de decisiones compuesto por los Presidentes de los Comités Técnico, de Mercados Emergentes y Ejecutivo. El grupo de toma de decisiones considerará las recomendaciones del grupo en relación con el signatario y, en su caso, adoptará las medidas oportunas.

(e) Si, tras haber notificado el hecho y habiendo concedido al interesado la oportunidad de ser oído, el órgano de toma de decisiones de IOSCO determinase que existe un cambio probado en la disponibilidad o capacidad de un signatario para cumplir con las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento, tal y como dispone el párrafo 12 (a)(ii), dicho órgano de toma de decisiones notificará al signatario su decisión y le enviará un escrito motivado conteniendo la misma. El grupo de toma de decisiones establecerá procedimientos con el fin de dar al signatario una oportunidad, bajo requerimiento, para ser oído y solicitar la revisión de la decisión. Una vez adoptada la resolución final, el órgano de toma de decisiones podrá ejercer acciones para incentivar al signatario a cumplir con el Acuerdo Multilateral de Entendimiento o, en su caso, el órgano de toma de decisiones podrá dar por finalizada la participación del signatario en el Acuerdo

Multilateral de Entendimiento, tal y como se establece el párrafo 16(b) del texto.

(f) Las decisiones del órgano de decisiones se adoptarán bajo la autoridad del Comité Ejecutivo. En el supuesto de desacuerdo con el órgano de toma de decisiones sobre una decisión de terminación de la participación, el solicitante podrá, mediante el envío de un escrito al Secretario General, solicitar la revisión de dicha decisión. Dicha solicitud será remitida por el Secretario General a la siguiente reunión del Comité Ejecutivo que se celebre como mínimo treinta días después de la recepción de la solicitud y deberá acompañarse de la documentación que el Comité Ejecutivo requiera, debiéndose seguir el procedimiento establecido por dicho órgano. El Comité Ejecutivo podrá bien confirmar la decisión original del Comité de Presidentes o adoptar una nueva decisión o, en su caso, resolver el requerimiento en la forma que estime más oportuna.

(g) Cualquier decisión que suponga una modificación del Acuerdo Multilateral de Entendimiento requerirá una resolución unánime de sus signatarios.

IV. Cuestionario
INSTRUCCIONES GENERALES:
Las contestaciones y la documentación adjunta (incluidas leyes, reglamentos y otras normas) deberán facilitarse en una de las cuatro lenguas oficiales de IOSCO (inglés, francés, español o portugués). Las siguientes preguntas requieren información sobre su capacidad para cumplir con las disposiciones citadas a continuación contenidas en el Acuerdo Multilateral de Entendimiento de IOSCO. Por favor, proporcione una respuesta completa a cada una de las preguntas, así como copias de las leyes, reglamentos y otras normas a las que se refiera cada una de sus respuestas. Las contestaciones al cuestionario deberán ser remitidas a la Secretaría General de OICV/IOSCO. Las contestaciones al cuestionario serán examinadas en la forma establecida por OICV/IOSCO.

PREGUNTAS:
1. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones ge–nerales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las disposiciones citadas) por las que se habilita a ese organismo, o a otro organismo gubernamental en su jurisdicción, para obtener lo siguiente:

(a) los registros actualizados que resulten suficientes para reconstruir todas las transacciones sobre valores y productos derivados, incluyendo el registro de todos los fondos y activos depositados o retirados de una entidad de crédito o de una sociedad o agencia de valores y que estén relacionados con dichas transacciones; (tal y como establece el párrafo 7(b)(ii) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

(b) los registros de transacciones sobre valores o productos derivados que sirvan para la identificación de:

(1) el cliente:

i. nombre del titular de la cuenta; y

ii. personas autorizadas para operar;

(2) la cantidad comprada o vendida;

(3) la hora en la que se realizó la transacción;

(4) el precio de la transacción; y

(5) la persona física y la entidad de crédito o el intermediario que intervino en la transacción. (Tal y como establece el párrafo 7(b)(ii) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

(c) La información disponible en su jurisdicción para identificar a los propietarios finales o a las personas que ejercen el control sobre las personas jurídicas constituidas en su jurisdicción. (Tal y como establece el párrafo 7(b)(ii) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

2. Por favor, identifique y explique las disposiciones generales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las mismas) por las que se habilita a ese organismo, o a otro organismo gubernamental en su jurisdicción, para tomar declaración a una persona o, cuando esté permitido, para tomar declaración bajo juramento. (Tal y como establece el párrafo 7(b)(iii) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

3. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las mismas) por la que se habilita a ese organismo a suministrar a otras autoridades extranjeras:

(a) la información a que se refiere el apartado 1(a) anterior;

(b) la información a que se refiere el apartado 1(b) anterior;

(c) la información a que se refiere el apartado 1(c) anterior;

(d)la información obtenida en el ejercicio de las facultades descritas en la pregunta 2 anterior; y

(e) la información y documentación que obre en sus archivos. (Tal y como establece el párrafo 7(b)(i) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

4. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las mismas) por la que se habilita a ese organismo a suministrar la información y documentos referidos en la pregunta 3 anterior a otras autoridades extranjeras como respuesta a un requerimiento relativo a lo siguiente:

(a) información privilegiada, manipulación de precios, información relevante falsa

o engañosa y cualquier otra práctica fraudulenta o manipuladora referida a valores o a productos derivados, incluyendo prácticas inductoras, manejo de fondos de inversores y de órdenes de clientes;
(b) el registro, emisión, oferta o venta de valores y productos derivados, y los requisitos de información relacionados con los mismos;
(c) intermediarios del mercado, incluyendo a los asesores de inversiones y de negociación a los que se requiera autorización o registro, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores y entidades habilitadas para la llevanza del registro de anotaciones en cuenta; y
(d) mercados, bolsas de valores y empresas de liquidación y compensación. (Tal y como establece el párrafo 7 del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

5. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las mismas) por la que se habilita a ese organismo a suministrar la colaboración a la que se refiere la pregunta 4 anterior a las autoridades extranjeras, con independencia de si se posee un interés particular en el asunto. (Tal y como establece el párrafo 7 del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

6. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales contenidas en sus leyes, reglamentos y otras normas (y suministre copia de las mismas) que obligan a la conservación de la siguiente información y documentación: (incluya una mención al plazo durante el cual debe conservarse dicha información y documentación)
(a) la información a que se refiere el apartado 1(a) anterior;
(b) la información a que se refiere el apartado 1(b) anterior; y
(c) la información a que se refiere el apartado 1(c) anterior. (Tal y como establece el párrafo 7 del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

7. Por favor, identifique y proporcione una explicación de las leyes, reglamentos o cualquier otra norma nacional (y suministre copias de las mismas) que prevea el secreto o el bloqueo de la información o documentación siguientes, cuando su obtención se realice en nombre de autoridades extranjeras o para suministrarla a las mismas:
(a) la información a que se refiere el apartado 1(a) anterior;
(b) la información a que se refiere el apartado 1(b) anterior; y
(c) la información a que se refiere el apartado 1(c) anterior;
(d) la información a que se refiere la pregunta 2 anterior; y
(e) la información a que se refiere el apartado 3(e) anterior.
(Tal y como establece el párrafo 6(b) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

8. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales (y suministre copias de las mismas) contenidas en sus leyes, reglamentos u otras normas que restrinjan o limiten en los siguientes supuestos la

utilización por parte de las autoridades extranjeras de la información y documentos suministrados en virtud de los apartados 1(a)-(c), 2 y 3(e) anteriores:

(a) cuando se trate de asegurar el cumplimiento (incluyendo la investigación de posibles incumplimientos) de la legislación y normativa referida a:
(1) 4 (a) anterior;
(2) 4 (b) anterior;
(3) 4 (c) anterior; y
(4) 4 (d) anterior.

(b) cuando se trate de un procedimiento civil o administrativo, cuando se trate de la colaboración en las actividades de supervisión y vigilancia que realicen los organismos autorregulados o cuando se trate de asistencia en un procedimiento penal. (Tal y como establece el párrafo 10(a) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

9. Por favor, identifique y proporcione una explicación sobre las disposiciones generales y especiales (y suministre copias de las mismas) contenidas en sus leyes, reglamentos o cualquier otra norma donde se prevea la confidencialidad de:

(a) los requerimientos de asistencia recibidos de autoridades extranjeras, el contenido de dichos requerimientos y de cualquier aspecto que surja en el ámbito de dicho requerimiento, incluyendo las consultas entre las autoridades y la colaboración voluntaria (tal y como establece el párrafo 11(a) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento); y

(b) los documentos e informaciones recibidos de autoridades extranjeras.
(Tal y como establece el párrafo 11(b) del Acuerdo Multilateral de Entendimiento).

Anexo del Apéndice B
Listado de miembros comprometidos a ser signatarios del Acuerdo Multilateral de Entendimiento de IOSCO sobre consulta, cooperación e intercambio de información.

APÉNDICE C
MODELO PARA ELABORAR
LOS REQUERIMIENTOS DE ASISTENCIA
El presente requerimiento se realiza conforme a las disposiciones del Acuerdo Multilateral de Entendimiento de IOSCO sobre consulta, cooperación en intercambio de información.

Descripción de los hechos en los que se fundamenta la investigación:

- *entidades/personas involucradas y mención de si están reguladas o no por la Autoridad Requirente*
- *tipo de actividad*
- *ubicación de los inversores*

- *ubicación de los mercados involucrados y mención de si están regulados o no por la Autoridad Requirente*
- *calendario de las actividades sospechosas*
- *naturaleza de las actividades sospechosas*
- *ubicación de los activos*
- *cronología de los hechos relevantes*

Indique la razón por la que considera que la información solicitada ayudará en el desarrollo de la investigación. Indique cuál es la utilización que se tiene previsto realizar de la información solicitada, en el caso de que se trate de supuestos distintos a los contemplados en el Acuerdo Multilateral de Entendimiento.
Describa la información requerida o el tipo de asistencia solicitada. *(Por ejemplo, si se trata de la documentación relativa a la apertura de cuentas, información periódica contable, certificaciones de órdenes, etc.).*
Indique las fechas en las que se encuadraría el requerimiento de asistencia.
Mencione cualquier información que considere de utilidad con vistas a localizar la documentación requerida *(como, por ejemplo, el número de cuenta, el nombre y apellidos, la dirección o domicilio, la fecha de nacimiento del titular de la cuenta, los nombres de las entidades que supuestamente controlan las cuentas, etc.).*
Mencione cualquier información que considere de utilidad con vistas a identificar a la persona o personas cuya declaración se considere necesaria, *(como, por ejemplo, el nombre y apellidos, la dirección, la fecha de nacimiento, el número de teléfono, etc.).*
Cite las fuentes de información *(como, por ejemplo, las personas o entidades reguladas, los inversores o las personas que cuenten con información privilegiada).*
Cite su preferencia en cuanto a la forma en que deba obtenerse la información.
Indique si desea participar en las entrevistas.
Indique si en el presente caso debe procederse con alguna cautela especial.
Indique la fecha de requerimientos previos sobre este asunto, si los hubiere.
Cite la Legislación y demás normativa aplicable

- *cite las disposiciones contenidas en la normativa de valores y derivados que hayan podido ser vulneradas*
- *describa brevemente las disposiciones de referencia*
- *explique cómo las actividades objeto de la investigación han podido constituir una vulneración de dichas disposiciones.*

Indique los órganos responsables de la administración y aplicación de la Legislación y normativa de valores y derivados. Indique en qué plazo desearía recibir una contestación.
Indique la vía por la cual preferiblemente desea recibir la información *(por ejemplo, teléfono, correo electrónico, correo ordinario, disquete, etc.)*. Información de contacto:

- *nombre*
- *números de teléfono y fax*
- *dirección de correo electrónico*

Indique cualquier otra información que considere relevante para el caso.

VERIFICATION TEAM VI

REPORT ON THE APPLICATION OF COMISIÓN NACIONAL DE VALORES DE PANAMÁ (CNV) TO THE IOSCO MULTILATERAL MOU

I - Introduction

Applicant

On November 6, 2003, the CNV (Panama) filed its application to become a signatory to the IOSCO Multilateral MOU ("MMOU"). On January 30, 2004, the complete application was forwarded to Verification Team VI consisting of the US-SEC, Swiss SFBC, Sri-Lanka SEC and Portuguese CMVM. The VT6 has forwarded the first set of additional questions to the CNV on April 2004, and received the response on June 24, 2004. The CNV's application and response to the additional questions included the Appendix B questionnaire and an appendix with the applicable laws, regulations and rules.

List of Supporting Material Presented by the Applicant

1. *Acuerdo 4-1998 - Acuerdo Marco para la celebración y ejecución de acuerdos o entendimientos con entes supervisors extranjeros,* Superintendencia de Bancos, regulating the agreements to be made with foreign counterparties, for bank supervision and exchange of information.
2. *Acuerdo 4-2001, Prevención de Lavado de Dinero,* Comisión Nacional de Valores, establishing rules of conduct for the financial intermediaries in order to prevent money laundering.
3. *Acuerdo 5-2003, Normas de Conducta,* Comisión Nacional de Valores, regula–ting the transaction records and fees.
4. *Decreto Ley 1 de 1999, Ley del Mercado de Valores,* establishment of CNV and legal framework of the securities market (amended by Laws 42-2000, 29-2001, 11-2002 and 45-2003).
5. *Decreto Ley 9 de 1998, Ley Bancaria,* establishment of Superintendencia de Bancos and reform of the bank legal framework
6. *Decreto Ejecutivo 124 de 2002, Normas de transparencia para la gestión pública,* develops Ley 6-2002 on transparency rules.
7. *Ley 6 de 2002, Normas de transparencia para la gestión pública,* establishes the transparency rules for public administration.

8. *Ley 7 de 1999, Tratado de Asistencia Legal Mutua (TALM) España,* Agreement on Legal Assistance and Judicial Cooperation signed with Spain.
9. Ley 20 de 1991, *Tratado de Asistencia Legal Mutua (TALM) EE.UU*, Agreement on Legal Assistance and Judicial Cooperation signed with the United States of America
10. *Ley 20 de 1993, Convención de las Naciones Unidas contra el Tráfico ilícito de estupefacientes y sustancias sicotrópicas*, the United Nations Convention against illicit drug dealing.
11. *Ley 22 de 2002, Represión de la financiación del terrorismo*, International Agreement against terrorism financing.
12. *Ley 32 de 1927, Ley de Sociedades Anónimas*, Company Law
13. *Ley 39 de 1995, Tratado de Asistencia Legal Mutua (TALM) Centroamérica*, Agreement on Legal Assistance and Judicial Cooperation signed with the Republics of Central America
14. *Ley 42 de 2000, Ley de Prevención de Lavado de Dinero,* law establishing rules to prevent money laundering.
15. *Ley 45 de 2003, Delitos Financieros,* law amending DL 1 of 1999, on financial crimes.
16. MoU de 20 SET 2002, Cooperation Agreement between CNV (Panama) and SV (El Salvador)

II - Verification Team VI - Contact Information[168]

- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)
  Gonçalo Castilho dos Santos
  e-mail address: gcastilhosantos@cmvm.pt
  telephone number: (351) (21) 317-7108

- Federal Banking Commission (Switzerland)
  Marco Franchetti
  e-mail address: marco.franchetti@ebk.admin.ch
  telephone number: (41) (31) 322-6904

- Securities and Exchange Commission (United States)
  Marianne Olson
  e-mail address: olsonm@sec.gov
  telephone number: (1) (202) 942-2778

[168] The Sri Lanka Securities and Exchange Commission did not participate in the verification of this application.

III - Recommendation

After reviewing the questionnaire responses, the response to the additional questions and the supporting material, Verification Team VI concludes that the CNV is not able to comply with all the provisions of the MMOU.

VT6's conclusion that the CNV is not able to comply with all the provisions of the IOSCO MMOU is based on the following reasons:

- Although the law requires specific records to be maintained (according to answers to question 6) the CNV is not able to fully comply with the MMoU provision cited in question 1, since it has not the ability to obtain information and records pertaining to bank accounts, due to bank secrecy law as explained in question 1a).
- CNV is not able to fully comply with the MMoU provision cited in question 3, since it has not the ability to share information and records pertaining to bank accounts with foreign authorities due to bank secrecy law as explained. Nor may the CNV disclose information on a registered issuer or a licensed person obtained in connection with an inspection or investigation.
- Concerning questions 3 and 5, the CNV cannot initiate an investigation or inspection solely on behalf of a foreign authority but only for the purposes of its own investigations. The CNV must have an independent interest in a matter. CNV recognizes this to be an important constraint on Decree Law 1 of 1999.
- CNV has not full ability to provide to foreign authorities information and records, in response to requests concerning the purposes referred to in Question 4 a) to 4d) of the Questionnaire, since information obtained in the course of an investigation or inspection is considered as restricted.
- CNV is not able to fully comply with the MMoU provisions cited in question 7) since it is not empowered to receive sworn statements in response to a request made by a foreign authority
- CNV is not able to fully comply with the MMoU provisions cited in question 8) since CNV has no power to obtain bank records and share non-public information.

IV - Questionnaire Response Evaluation

1. ***Please identify and explain the general or specific provisions of your laws, rules and regulations (and provide copies of these provisions) that enable you, or a separate government body in your jurisdiction, to obtain:***

   (a) contemporaneous records sufficient to reconstruct all securities and derivatives transactions, including records of all funds and assets transferred into and out of bank and brokerage accounts relating to those transactions.

Applicant's Response

The CNV has the power to obtain the records of transactions in securities and derivatives necessary to reconstruct a securities or derivatives transaction, provided that they are under the control of persons directly regulated by the Commission, i.e. securities firms, investment managers, investment advisers, securities exchanges and central securities offices in the Republic of Panama, pursuant to Decree Law 1 of July 8, 1999, which creates the CNV and regulates the securities market in the Republic of Panama.

According to article 23 of Decree Law 1 of 1999, banking entities are allowed to deal with securities once they get a broker-dealer license from CNV. CNV has jurisdiction over branches of foreign financial intermediaries as well as of foreign banks established in Panama, as long as they have a license granted by the CNV in order to deal with securities.

1) Considering Article 32, will CNV have any control on those transactions and obtain records and other information needed, if a foreign authority starts an investigation?

Under article 32 of Decree Law 1 of 1999, banking entities with an international banking license granted by the Superintendency of Banks may obtain a broker-dealer license to deal with securities and carry out business from Panama, that is to say, not within Panamanian territory. The reason for this limitation relies on the features of their banking license.

2) Does the CNV request this information in connection with an inspection or investigation?

Article 33 of Decree Law 1 of July 8, 1999, states that securities firms and securities brokers must keep their books, records and other transaction documents in the form prescribed by the Commission.

3) Is CNV able to obtain records from or related to non-regulated entities, e.g. individuals/entities engaged in securities activity in Panama, for instance concer–ning foreign securities traded in *boiler rooms*, even though the investors in question are non-resident of the country?

By Order 5-2003 of June 25, 2003[169], the CNV has regulated all matters relating to the standards of conduct and the recording of transactions applicable to securities exchanges, securities firms and their brokers.

Article 9 of the above Order provides that securities firms must maintain a record of transactions broken down by broker in strict chronological order of receipt of the corresponding orders. For these purposes, the entities must have the means necessary to know the precise moment (date and time) of receipt of the orders, as well as of the transfer orders for the securities represented by such orders, through annotations on the account or any certificates that they receive or execute on their own behalf or on behalf of third persons.

As to article 11, it states that the order file and the transaction record must be available to the CNV at all times and that the Commission may also request that the information contained in such files and records be submitted in writing or electronically. Failure to comply with this requirement subjects the securities firm to a fine of B/.200.00.

CNV is able to compel financial intermediaries to reconstruct any securities transaction and duly authorized to request and obtain records from intermediaries in accordance with article 264 of Decree Law 1-1999, during the course of an ordinary inspection.

The legal powers that permit the Commission to effectively exercise supervision and oversight of compliance with the above-mentioned obligations arise from article 263 and 264 of the Securities Law (Decree law 1 of 1999) (among others).

In the same way, as regards the records of transactions carried out through a securities firm or an investment manager, the Commission has the power to inspect and examine all of the documentation and information necessary to reconstruct the transactions present in such firms, in the Central Securities Office or in the Securities Exchange.

[169] Article 27 of Order 5-2003 provides that it will enter into force 12 months from its publication in the *Gaceta Oficial*, which took place on July 3, 2003 (*Gaceta Oficial* No. 24836), and its compliance will be effective six months later – January 2005.

However, the inspection power placed by the law on the Commission does not extend to other entities that may be associated with a securities or derivatives transaction, as for example a bank. Article 59 (Information on Liabilities) of the banking law (Decree Law 9 of February 26, 1998) states that *"the Office of the Superintendent may obtain from each bank consolidated information regarding its liabilities that make it possible to establish its liquidity and to identify unusual geographic concentrations or distributions of deposits that expose the bank to excessive risks. The Office of the Superintendent may not request the identify of the banks' depositors except when the deposits guarantee assets that are subject to analysis or supervision by the Office of the Superintendent."*

4) How is it possible for the Superintendencia to obtain reserved information and share it with CNV considering the law stipulates that it is subject to secrecy and there is no MoU between SdB and CNV?

Therefore CNV does not have the independent ability to obtain information concerning bank account movements on securities. CNV may request information concerning the client, however, only through the Superintendencia de Bancos, which has the power to obtain those records in the course of its inspections and functions. The information obtained is classified and subject to secrecy by article 84 of the Bank Law, unless in the course of a criminal investigation.

Article 264 of Decree Law 1-1999 provides that the CNV may request assistance to the *Superintendencia de Bancos* during the course of an inspection made to a banking entity which also holds a licensed issued by the CNV. CNV and Superintendencia de Bancos have not signed any Agreement on Cooperation and Exchange of Information (or MOU) in light of this provision.

Also pertinent is article 85 of the Banking Law (Decree Law 9 of 1998), pursuant to which *"Banks shall disclose information regarding their customers and their transactions only with the consent of said customers, except in response to the formal request of a competent authority in accordance with the law."*

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV does not have the power to obtain bank records which would enable CNV to reconstruct all securities and derivatives transactions, as required by Paragraph 7b)ii of the MMoU.
After reviewing the answer given and the supporting documentation, it is VT 6's understanding that CNV is not able to comply with the MMoU provision cited in question 1a).

1. (b) records for securities and derivatives transactions that identify:
(1) the client:
i. name of the account holder; and
ii. person authorized to transact business;
(2) the amount purchased or sold;
(3) the time of the transaction;
(4) the price of the transaction; and
(5) the individual and the bank or broker and brokerage house that handled the transaction.

Applicant's Response

The information in point (1) may be requested from the customers and recorded by the securities firm at the time agreements with the client are concluded, pursuant to the provisions of article 5 of CNV Order No. 4 of 2001, *"Establishing the standards of conduct that are to be observed by securities exchanges, central securities offices, securities firms, securities dealers and investment managers to prevent the crime of money laundering within the meaning of Law 42 of October 2, 2000"*.

This obligation to obtain identification of the client is further contained in item 1 of article 11 (relating to the identification of customers) of Order 5-2003, which states that, when the customer is a natural person, brokers must require the presentation of an official Panamanian identity document or a confirmed copy of the person's passport or an identification document valid in the country of origin that includes the holder's photograph.

In addition, when a customer is a legal person, in accordance with item 2 of article 11, brokers must require documentation to establish the existence of the company and who represents it, its name, address, duration and date of establishment and the powers of attorney of the persons acting in its name, which must be evidenced in one of the following forms: (a) presentation of the original certificate issued by the Public Records Office; (b) result of a search carried out in the Public Records Office, with the signature of the official and the date and time it was performed; and (c) access to the database of the Public Records Office and a printout of the required information.

Persons authorized to trade in a securities account may be identified in the account agreement. Under Acuerdo 4-2001, now broadened and reinforced by Acuerdo 5-2003, CNV is authorized to request information about real beneficial owners of a securities account.

Finally, it is important to point out that, according to the provisions of item 3 of the above-mentioned article 11, "if there are indications or a certainty that the customers whose identification is required are not acting on their own behalf, the firms must obtain accurate information in order to ascertain the identify of the persons on whose behalf they are acting."

As to points (2) to (5), the recording of this information is required in the Standards of Conduct of Securities Firms, in accordance with Order 5-2003, article 6 (Content of Orders), article 8 (Standards Relative to the Recording of Orders), article 9 (Recording of Transactions) and article 10 (Standards Common to the Recording of Orders and the Recording of Transactions) being relevant to this subject.

This information should also be available at all times to the CNV, which may request it in connection with an inspection or an administrative investigation ordered pursuant to the provisions of article 263 of Decree Law 1 of 1999.

Moreover, article 14 of Order 5 of 2003 reiterates the obligations of brokers to identify their customers correctly. In this regard, the standard provides that, when the customers are not institutional, information should be requested on their investment experience, objectives, financial capacity and risk preference.

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV is able to comply with the MMoU provision cited in question 1b).

1. (c) information located in your jurisdiction identifying persons who beneficially own or control non-natural persons organized in your jurisdiction.

Applicant's Response

Issuers and intermediaries are required to provide information regarding its controlling shareholders, in light of the definition of control embedded in article 1 of Decree Law 1 of 1999, meaning that only shareholders controlling 25% or more of the share capital thus having voting rights are considered as being controlling shareholders.

5) What is the CNV's power to obtain the identify of noncontrolling shareholders? Please provide the Law or Regulation stipulating the obligation of share owners of listed companies to inform CNV concerning direct or indirect acquisitions of share capital.

On the other hand, according to article 19(V)(A) of Acuerdo 6-2000 (which regulates Securities Issuance Registration Proceedings), issuers are obliged to disclose transactions with related parties. For the purposes of this provision, related parties are the following:

• Any director, officer, executive or manager of the issuer (applying for registry of a securities issuance) or its controller entity.
• Any person designated or nominated as director, officer, executive or manager of the issuer (applying for registry of a securities issuance) or its controller entity.
• Any beneficial owner of 5% or more of the share capital issued and standing of the issuer or its controller entity.
• The spouse and individuals related (family) of any of those persons indicated in the foregoing paragraphs.
• Any corporation or entity having common officers or directors with the issuer or its controller entity.
• Any corporation or entity in which a director, officer, executive or manager of the issuer owns 20% or more of the share capital.
• Any corporation in which the issuer or its controlling entity owns 20% or more of the share capital.

In addition, Article 19(V)(B) provides that the issuer shall describe any deal or transaction, during the last fiscal year, prior to the application of registration, in which the issuer, its controller and related parties have direct or indirect interest, with indication of their name, relationship with the issuer, the nature of the deal or transaction and the amount.

6) While there is no general record, what are the CNV's powers to obtain information on beneficial owners - both controlling and non-controlling - of corporations, including those that may not be issuers?

As regards a legal person constituted as a corporation (governed by the provisions of Law 32 of February 25, 1927), in principle there is no general record of the actual owners of such legal persons or of the persons who exercise control over the legal persons.

No single authority in Panama keeps a general registry of owners. The CNV and the Panamanian Public Registry do not keep these records. However, as mentioned earlier, the CNV is able to obtain information concerning the identity of controlling shareholders of both intermediaries and issuers.

As regards businesses subject to special regulations (banks, insurance companies, securities firms), special laws provide for the obligation to identify the makeup of the shareholdings of the persons engaged in these activities.[170]

In the securities market, all information related to final owners (Decree Law 1 of 1999 used the term "effective owner") or to the persons who exercise control over legal persons established in the Republic of Panama who maintain investment accounts in securities firms authorized by the CNV must be requested and duly recorded at the time the contracts to open accounts are concluded, in accordance with the provisions of Order 4 of 2001, as indicated in the previous answer.

Law 25 of June 12th, 1995, regulates Private Interest Foundations (PIF). These are legal entities that have a legal structure very similar to a trust; however, they are considered juridical persons for all legal purposes. They are non-profit entities, however, they are authorized to make business but not in a habitual manner, neither as a commercial entity.

CNV may indeed obtain information about the beneficial owners of PIF, in accordance with Acuerdo 4-2001.

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV is not able to comply with the MMoU provision cited in question 1c).

2. Please identify and explain the general and specific provisions contained in your laws, regulations and other standards (and submit a copy thereof) empowering this agency, or another government agency in your jurisdiction, to take a statement from a person or, when this is permitted, to take a statement under oath.

[170]The legal regime of the securities market (Decree Law 1 of 1999) contains article 29 (Shareholders of Securities Firms): The shares of securities firms shall be issued as registered shares. Securities firms shall inform the Commission of the names of the effective owners of the shares that have control of the securities firm and shall obtain the prior consent of the Commission to make any shareholding change that affects the control of the securities firm.

The legal regime of banks (Decree Law 9 of 1998) contains this obligation in article 71 (Prohibition Against Operating Without Prior Authorization) and as a power of the Superintendent (article 17, item 5).

The legal regime of insurance companies (Law 59 of July 29, 1996) contains this obligation in article 15 (documents that must be attached to an application for authorization to operate as an insurance company), item 3.

Applicant's Response

Article 263 of Decree Law 1 of 1999, as amended by Law 45 of June 4, 2003 (better known as the "Financial Crimes Law") states that the CNV is empowered to compel any person, when necessary and relevant in connection with an administrative investigation, to submit documents or information or to make statements under oath to the Commission (the text of the provision is reproduced in the answer to question 1 above). The CNV may compel any person to submit a sworn statement before the CNV, whenever the CNV has sufficient reasons to believe that a violation of securities law has or may have occurred.

7) Does this mean only in case of a violation of Panama's securities laws? Is it possible for CNV to take voluntary statements on behalf of a foreign authority, even if there is no direct interest from CNV?

8) Are the powers of the Prosecuting attorney relevant? Does this mean that if a securities authority needs to refer its matter to its domestic criminal authorities, then statements taken by the CNV cannot be used and instead the Prosecuting Attorney needs to take the statements?

Likewise, within the context of the inspecting and monitoring regulated subjects, the Commission may issue to the persons it regulates notifications to appear to make a statement (article 264 on ordinary inspections, the text reproduced in the answer to question 1 above).

Also CNV may obtain voluntary statements from individuals who are not directly regulated by the CNV. The Commission usually does so during the course of initial or preliminary investigations, before initiating a formal investigation under article 263.

In the area of criminal law, the Prosecuting Attorney has like powers to compel any person to make sworn statements in investigations related to the commission of any criminal conduct associated with the securities market, including: insider trading (article 393-E of the Criminal Code); failure or refusal to provide information for the purpose of concealing situations of illiquidity (article 393-F of the Criminal Code); and manipulation of the market (article 393-G of the Criminal Code).

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV is able to comply with the MMoU provision cited in question 2).

3. Please identify and provide and explanation of the general specific provisions contained in your laws, regulations and other standards (and submit a copy thereof) empowering this agency to submit to other foreign authorities:

a) The information referred to in paragraph 1 (a) above;
b) The information referred to in paragraph 1 (b) above;
c) The information referred to in paragraph 1 (c) above;
d) The information obtained in the exersice of the powers described in question 2 above; and
e) The information and documentation found in the records.

Applicant's Response

There is no express provision in Decree Law 1 of 1999 that authorizes the CNV to submit information to or share information with foreign regulatory entities regarding the up-to-date records that are sufficient to reconstruct all securities and derivatives transactions, including the record of all funds and assets deposited in or withdrawn from a lending entity or a company or a securities office that are related to said transactions.

9) In the course of an investigation and taking the assumption that reserved information can only be obtained through a court order, will a foreign authority have access to it or is that information under judicial confidentiality?

In the local legal environment and in accordance with item 2) of article 267 of Decree Law 1 of 1999, information and documents that have been obtained by the Commission in an investigation, inspection or procedure to produce[171] relative to a violation of the Decree Law or the regulations issued pursuant thereto are confidential and subject to restricted access. Nevertheless, the Commission may submit said information and documents to courts in a class action or to the Public Prosecutor if there are sound reasons to believe that a violation of the criminal law has taken place, but the institutions that receive said information or documents are required to keep them confidential.

This same provision states further on that the Commission shall take the necessary measures to maintain the confidentiality of all information and documents that must be kept confidential in accordance with said article and that it shall reveal the infor-

[171] Article 265 of the Decree Law of 1999 on Procedures to Produce was repealed by Law 45 of 2003.

mation it is required to reveal by a competent authority of the Republic of Panama pursuant to the law.

In accordance with this provision, article 209 of Decree Law 1 of 1999 provides for penalties against those who fail to observe this confidentiality obligation. . In the event said person is a Commissioner or an employee of the Commission, he or she shall be immediately removed from his or her position.

10) In order to obtain bank records to reconstruct securities transactions is it necessary that the request of assistance comes from a foreign court, or is it necessary to have a signed Judicial Protocol?

Other alternative measures, but in the judicial sphere, would be possible, but would be based on the assumption that the request for assistance comes from a foreign court. The following laws would be relevant in this regard:

- Law No. 10 of June 18, 1991, "approving the Additional Protocol to the Interamerican Convention on Letters Rogatory, signed in Montevideo, Uruguay, on May 8, 1979";
- Law No. 20 of July 22, 1991, "approving the Treaty Between the Republic of Panama and the United States of America on Mutual Legal Assistance in Criminal Matters, signed in Panama on April 11, 1991";
- Law 11 of July 7, 1994, approving the Mutual Legal Assistance Treaty Between Panama and the Government of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland related to drug trafficking.
- Law 39 of July 13, 1995, approving the Treaty on Mutual Legal Assistance in Criminal Matters between Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua and Panama.
- Law 42 of July 14, 1995, approving the Agreement on Mutual Legal Assistance and Cooperation between Panama and Colombia.
- Law 40 of June 30, 1998, approving the Treaty on Mutual Legal Assistance Between Panama and Mexico (in criminal matters). G.O. 23581 of July 8, 1998.
- Law No. 7 of May 3, 1999, "approving in all parts the agreement between the Republic of Panama and the Kingdom of Spain on Legal Assistance and Cooperation in Criminal Matters."
- Law 14 of March 13, 2001, approving the Statute of Rome of the International Criminal Court.
- Law 22 of May 9, 2002, approving in all parts the International Agreement of the United Nations for the Suppression of the Financing of Terrorism.

These types of Agreements (so called "Mutual Legal Assistance Treaties" - MLATs) are basically for the purposes of criminal investigations. Therefore, unless the Agree-

ment provides otherwise, the supervisory foreign authority may obtain the needed information only through a petition made by the Office of the Public Prosecutor.

11) Could the CNV obtain the assistance of the Public Prosecutor on behalf of a foreign authority so that the foreign authority can obtain the information described in the MMoU? If so, what is the process for doing so and what are the conditions, if any?

CNV cannot initiate an investigation or ins–pection solely on behalf of a foreign authority, but only for the purposes of its own investigations. CNV recognizes this to be an important constraint on Decree Law 1 of 1999. The Commission informed the VT6 that it always provides cooperation and share information with foreign authorities to the extent permitted by Decree Law 1 of 1999. For instance, CNV has informed VT6 that it has provided important information concerning public corporate records and also has obtained voluntary information from persons willing to cooperate in an ongoing investigation initiated by a foreign entity. Nonetheless, CNV cannot compel any person to submit documents or statements unwillingly, but only during the course of one of its investigations.

12) If the CNV already has its own investigation and a foreign authority requests documents gathered in the CNV's investigation, can the CNV share them to the foreign authority? Or does Article 267 of Decree Law 1 prevent this sharing

In accordance with article 267 of Decree Law 1 of 1999, information that has been obtained by the Commission in an investigation or inspection relating to a violation of that decree law or the regulations issued pursuant thereto is confidential in nature. Consequently, all information thus obtained related to the customer who holds the account, the amount bought or sold, the time of the transaction, the price of the transaction and the physical person, banking institution or intermediary who participated in the transaction may not be provided to a foreign authority. It can only be provided to a foreign authority through the corresponding judicial channels.

The information referred to in 3c) may be requested by the CNV, the Office of the Public Prosecutor or the Judicial Branch in the exercise of their respective areas of competence.

13) Does any of the information described in the MMoU fall under "industrial or commercial secrets"?

The information present in the public records or files of an issuer of securities registered with the Commission or of a natural or legal person having a license issued by the Commission may be disclosed to foreign authorities.

The CNV is not authorized to disclose information that deals with industrial or commercial secrets, such as patents, formulas etc., or information on a business or its

finances the confidentiality of which is protected by law and is not required to be made public. Nor may the CNV disclose information on a registered issuer or a licensed person obtained in connection with an inspection or investigation.

Verification's Team Assessment

It is the VT6's understanding that the CNV is not able to fully comply with the MMoU provision cited in question 3, since it has not the ability to share information and records pertaining to bank accounts with foreign authorities due to bank secrecy law as explained in question 1a) above, as well as it has not the ability to share information and records obtained in the exercise of the powers described in question 2 above, with foreign authorities due to the secrecy law as explained before.

4. Please identify and explain the general and specific provisions contained in your laws, regulations and other standards (and provide a copy thereof) that enable the agency to provide the information and documents referred in question 3 above to other foreign authorities as a response to a request relating to the following:

a) Privileged information, price manipulation, information relating to a false or misleading practice or any other fraudulent or manipulatory practice regarding securities or derivatives, including inducive practices, management of investment funds and customer orders.

b) Registration, issuance, offer or sale of securities and derivatives and the information requirements related thereto.

c) intermediaries, including investment and trading advisers which require authorization or registration, collective investment institutions, securities companies and agencies and entities empowered to maintain the records of account annotations.

d) Markets, securities exchanges and liquidation and compensation companies.

Applicant's Response

Decree Law 1 of 1999 (i.e. the Securities Law) does not contain any standards that expressly empowers the Commission to provide the information referred to in question 3 above to other foreign authorities in response to a specific request. On the contrary, the provisions of Decree Law 1 have already been cited as maintaining the confidentiality of and restricting access to information and documentation obtained during investigations and inspections. Therefore, the CNV may provide to or share with foreign authorities only that information that is not confidential in nature and that is present in its public files.

14) Please clarify that even if there is an MOU, the CNV is prevented from sharing information with foreign authorities under Article 267 of Decree Law 1.

It should be noted that, pursuant to article 22 of the above-referenced decree law, the Commission may conclude agreements with public or private entities, domestic or foreign, for the purpose of performing its functions. This provision has served as the legal basis for concluding interagency agreements and memoranda of understanding with foreign regulatory authorities (such as is the case with the memoranda of understanding recently signed with the Republic of El Salvador and the Dominican Republic on September 20, 2002, and August 5, 2003, respectively). However, the CNV may not depart from the literal meaning and the spirit of the provisions contained in Decree Law 1 of 1999 when signing legal instruments of this kind.

Relevant to this subject are the new legal provisions adopted in Law 45 of 2003, which add articles to the Criminal Code (financial crimes) and raise to the level of a crime conduct such as: i) destruction, hiding or falsification of accounting records and information, ii) improper use of privileged information and iii) manipulation of registered securities.

By virtue of the above, the legal assistance mechanisms referred to in the response to question 3 a) above could be used if the necessary legal conditions were met.

15) What information would be non-public? Is the basis for being unable to share Article 267?

All documentation related to the process of registering a security or derivative, their issuance and the sales procedure[172] is information accessible to the public in the public reference files of the issuer, and the Commission could share it with foreign authorities, along with the periodic reports that the issuers are required to submit to the Commission.

16) Can the information be shared if the foreign authority seeks it for its investigation? What specific information or documents have restricted access?

However VT6 feels that if any of the above information is considered as non-public, CNV will not be able to share it with foreign counterparties.
To the extent that the information on such intermediaries, advisers and collective investment vehicles is not information obtained in the course of inspections or investigations,

[172]Provided that, with regard to specific information, such information does not fall into any of the categories of confidential information referred to in article 267 of Decree Law 1 of 1999, in particular the provisions of item 1.

such information or documents may be shared with foreign authorities. For example, all the information and documents submitted during the license application procedure could be shared, except for any specific information or document considered to enjoy restricted access.

To the extent that the information on markets, securities exchanges and liquidation and compensation companies is not information obtained in the course of inspections or investigations, such information or documents may be shared with foreign authorities. For example, all the information and documents submitted during the license application procedure could be shared, except for any specific information or document considered to enjoy restricted access.

Verification's Team Assessment

It is the VT6's understanding that the CNV is not able to fully comply with the MMoU provisions cited in question 4), since it has not the ability to share information and records referred in question 3) obtained in the exercise of the CNV powers described above, with foreign authorities due to the secrecy law as explained before.

5. Please identify and explain the general and specific provisions contained in your laws, regulations and other standards (and supply a copy thereof) which enable this agency to provide the cooperation referred to in paragraph 4 above to foreign authorities, regarding of whether there is a particular interest in the matter.

Applicant's Response

We refer to the answer to questions 3 and 4 above. It must be repeated that the CNV is empowered to provide to foreign authorities only information of a public nature, pursuant to the provisions of article 267 of Decree Law 1 of 1999.

However, in the criminal area, the Office of the Public Prosecutor has the power to carry out exchanges of information in response to applications for international assistance requested by foreign authori-

17) Would CNV deny providing the assistance requested by a foreign counterpart based on the fact that a violation of the laws and regulations of Panama has not occurred?

Even if the CNV can assist a foreign authority because a violation of the laws and regulations of Panama has occurred, would the CNV be prevented from doing so by Article 267?

ties for the purpose of criminal conduct covered by mutual legal assistance treaties (TALM) signed by Panama with said countries or those which, like Panama, have signed the Vienna Convention of 1988 (ratified by Law 20 of 1993).

Verification's Team Assessment

6. Please identify and explain the general and specific provisions contained in your laws, regulations and other standards (and provide a copy thereof) that require the following information and documentation to be maintained (include a mention of the period for which said information and documentation must be maintained):

a) The information referred to in paragraph 1(a) above.

b) The information referred to in paragraph 1(b) above.

c) The information referred to in paragraph 1(c) above.

Applicant's Response

At the legislative level, Decree Law 1 of 1999 provides in general that intermediaries keep their books and records in accordance with the rules handed down for this purpose by the Commission (article 33, 37 and 43). At the regulatory level, articles 3 and 12 of Order 4-2001 of February 19, 2001, which adopts standards of conduct applicable to the subjects regulated by the CNV for the purpose of preventing money laundering, provide that documents regarding transactions and the identify of customers must be maintained for a minimum of five years.

For its part, item 5 of article 11 of Order 5-2003 of June 25, 2003[173], provides that the entities (meaning securities firms, investment advisers and other intermediaries authorized to carry on business related to the securities market) must maintain, from the time they establish relations with the customer and for five years after such relations end, copies of the documents required for the identification of the customers.

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV is able to comply with the MMoU provision cited in question 6).

[173] Article 27 of Order 5-2003 provides that it will enter into force 12 months from its publication in the *Gaceta Oficial*, which took place on July 3, 2003 (*Gaceta Oficial* No. 24836), and its compliance will be effective six months later – January 2005

7. Please identify and explain the laws, regulations or other domestic standards (and provide copies thereof) that provide for the secrecy or blockage of the following documentation or information when it is obtained on behalf of foreign authorities or for purposes of being provided to them:

a) The information referred to in paragraph 1(a) above.
b) Information referred in to paragraph 1(b) above.
c) Information referred to in paragraph 1(c) above.
d) Information referred to in answer 2 above.
e) Information referred to in paragraph 3(e) above.

Applicant's Response

Article 267 of Decree Law 1 of 1999 establishes the general rule applicable with regard to the confidentiality of information.

The above provision provides that any information and any document submitted to the Commission or obtained by it will be of a public character and may be examined by the public, unless:

(1) It concerns industrial or commercial secrets, such as patents, formulas etc., or information on the business or its finances the confidentiality of which is protected by law and which is not required to be made public in order to comply with the purposes of this decree law.

(2) It has been obtained by the Commission in an investigation, inspection or procedure to produce related to a violation of this decree law or the regulations issued pursuant thereto. However, the Commission may submit such information and documents to courts in a class action proceeding or to the Office of the Public Prosecutor if there are sound reasons to believe that a violation of criminal law has occurred, but the institutions that receive said information or documents will be required to keep them confidential.

(3) At the request of an interested party, the Commission has agreed to keep it confidential because there are sound reasons to do so and because divulging such information or document is not essential to protect the interests of the investing public.

(4) It concerns information or documents that the Commission orders must be kept confidential.

The Commission will take the necessary measures to maintain the confidentiality of any information and any document that must be kept confidential in accordance with this article. The Commission must reveal information requested of it by a competent authority of the Republic of Panama in accordance with the law. Also CNV refers to the secrecy clauses contained in articles 84 and 85 of the Banking Law, which is translated at the end of this report.

Consequently, this information is considered confidential in nature if it is obtained by the Commission in connection with an inspection or investigation and may be supplied by the CNV only at the request of the Office of the Public Prosecutor or the judicial branch.

The CNV is empowered to take testimony under oath from persons only within the context of an investigation it has ordered. Consequently, the CNV is not empowered to take sworn statements in response to a request made by a foreign authority.

In the performance of its inspection functions, it may require the presence of any person it regulates in order to take a statement.

Answering to question 7e) The CNV stated that it is empowered to provide to other entities, including foreign entities, information of a public nature that is present in its records. This is the case, for example, with financial reports provided to the Commission by a registered securities issuer or an intermediary holding a license issued by the CNV. Or it may certify if a certain natural or legal person is an issuer of securities registered with the CNV or has a license issued by the CNV.

Within the framework of international cooperation, the CNV could provide foreign authorities with public information available in other public entities, such as the records of the Public Registry of the Republic of Panama. In this context, the CNV could provide, among other things, the following information: the date of registration and current status of a legal person and the names of the directors and officers that appear in the Public Registry.

It should also be noted that the final part of article 89 of the Commercial Code of the Republic of Panama provides as follows: *"No authority is authorized to require a businessman to provide copies or reproduction of his books (or a part thereof), correspondence or other documents in his possession. When it take steps to obtain any data in this regard, the corresponding procedure to produce shall be ordered. A businessman who supplies a copy or reproductions of the contents of his books, correspondence or other documents to be used in a*

foreign lawsuit in compliance with the order of an authority that is not an authority of the Republic of Panama shall be fined no more than B/.100.00."

18) Please clarify whether we can conclude that information cannot be shared with a foreign authority where the foreign authority is investigating a violation of its laws.

As seen, the above provision poses an obstacle to the provision of information or documentation when it is being obtained on behalf of foreign authorities or for the purpose of providing it to such authorities.

Verification's Team Assessment

It is VT6's understanding that the CNV is not able to comply with the MMoU provisions cited in question 7), since CNV is not able to obtain information on behalf of a foreign authority.

8. Please identify and explain the general and specific provisions (and supply a copy thereof) contained your laws, regulations and other standards that may restrict or limit under the following assuptions the use by foreign authorities of information and documents supplied by virtue of paragraphs 1 (a)-(c), 2 and 3 (e) above.

a) When it concerns assuring compliance (including the investigation of possible noncompliance) with the laws regulations with reference to:

a. 4(a) above
b. 4(b) above
c. 4(c) above
d. 4(d) above.

b) When it concerns a civil or administrative procedure, when it concerns cooperation in supervisory and oversight activities carried out by self-regulated bodies or when it concerns assiatance in a criminal proceeding.

Applicant's Response

Provisions described in Chapter II of Title III of Decree Law 9 of 1998 (commonly referred to as Panamanian Banking Law) introduce the concept of "consolidated supervision", in light of which the Superintendency of Banks is authorized to share information with foreign regulatory authorities of foreign banks established in Panama

(articles 27, 28, 29, 30 and 31). To the contrary, Panamanian Securities Law does not include this type of provision. These provisions have been developed by the Office of the Superintendent of Banks through Order 4-98 of October 7, 1998.

19) What kind of information can the CNV share and what uses can the foreign authorities make of the information? What impact does Article 267 have on the bilateral MOUs?

CNV is authorized to share information with foreign authorities upon the basis of a bilateral MOU, for example, but only to the extent permitted by Panamanian Securities Law.

See the above answer and the answers to questions 3(a) and 5 above with regard to assistance in a criminal proceeding.

Verification's Team Assessment

It is the VT6's understanding that the CNV is not able to fully comply with the MMoU provisions cited in question 8), since CNV has no power to obtain bank records and share non-public information.

9. Please identify and explain the general and specific provisions (and provide a copy thereof) contained in your laws and regulations and in any other standards providing for the confidentiality of:

a) Requests for assistance received from foreign authorities, the content of such requests and any aspect that may arise in connection with such request, including consultations between the authorities and voluntary cooperation (as set forth in paragraph 11(a) of the Multilateral Memorandum of Understanding).

b) Documents and information received from foreign authorities.

Applicant's Response

There is no provision of the Securities Law that specifically provides for the confidentiality of requests from assistance from foreign authorities, their contents or any aspect that may rise in connection with such requests. However, in accordance with the above-men-

20) Would information identified in 9 a) and 9 b) be the type of information that could be kept confidential under Article 267?

tion article 267, the CNV is authorized to regulate what type of information must be kept confidential.

21) In the course of an investigation and taking the assumption that reserved information can only be obtained through a court order, will a foreign authority have access to it or is that information under judicial confidentiality?

In the local legal environment and in accordance with item 2) of article 267 of Decree Law 1 of 1999, information and documents that have been obtained by the Commission in an investigation, inspection or procedure to produce[174] relative to a violation of the Decree Law or the regulations issued pursuant thereto are confidential and subject to restricted access. Nevertheless, the Commission may submit said information and documents to courts in a class action or to the Public Prosecutor if there are sound reasons to believe that a violation of the criminal law has taken place, but the institutions that receive said information or documents are required to keep them confidential.

This same provision states further on that the Commission shall take the necessary measures to maintain the confidentiality of all information and documents that must be kept confidential in accordance with said article and that it shall reveal the information it is required to reveal by a competent authority of the Republic of Panama pursuant to the law.

In accordance with this provision, article 209 of Decree Law 1 of 1999 provides for penalties against those who fail to observe this confidentiality obligation. In the event said person is a Commissioner or an employee of the Commission, he or she shall be immediately removed from his or her position.

22) Please clarify whether this provision would cover information in question 9 a) and 9 b)

However, in 2002, the Law nº 6 of January 22 was passed, setting forth standards for transparency in public actions. The action of habeas data is established and other provisions are set forth. Article 14 of this law provides *that the information defined as being of restricted access, such as memoranda, notes, correspondence and documents related to diplomatic, commercial and international negotiations of any kind and documents, records and copies that friendly nations provide to the country in criminal and police investigations and investigations of any other kind, may not be disclosed for a period of ten years from the date it is classified as such, unless the reasons that justified its restricted access cease to exist before the end of the period of restriction.*

[174] Article 265 of the Decree Law of 1999 on Procedures to Produce was repealed by law 45 of 2003.

Regulations pursuant to Law 6 of 2002 were issued by the Executive through Executive Decree No. 124 of May 21, 2002.

23) Does this mean that the prosecutor and judicial courts can access information in question 9 a) and 9 b)? What can they use the information for – e.g., securities cases, tax cases, private party litigation, etc?

It is important to bear in mind the basic rule regarding disclosure of non-public information: Only competent authorities (that is to say, the Office of the Public Prosecutor and Judicial Courts) are authorized to obtain non-public information). Foreign authorities can only request non-public information by complying with the necessary legal requirements (MLAT requests, or rogatory letters, et al)

24) Law 6-2002, article 14 refers to habeas data. Are there any circumstances in which CNV may face a legally enforceable demand to disclose non public information provided by a foreign authority? In this case, what steps can the CNV take to assert protections against it?

In the specific context of the bilateral Memoranda of Understanding signed by the CNV and other foreign entities, these agreements contain confidentiality clauses relating to the requests for assistance received by the other party (see MOU's signed by the Office of the Superintendent of Securities of El Salvador and the Office of the Superintendent of Securities of the Dominican Republic).

Demands of non-public information are not only permitted to criminal courts, but also to all judicial courts. Therefore, a civil or commercial court may obtain non-public information held by the CNV.

Verification's Team Assessment

TRANSLATION OF SOME REFERRED PARTS OF THE LAW
(kindly provided by CNV - Panama)

Decree Law nº 1-1999 (Securities Law)

Article 209: Fines for divulging confidential information

> *"Any securities firm, investment advisor, investment manager, self-regulated organization, member of a self-regulated organization or any director, official or employee of any of the above, or any securities broker or analyst or any Commissioner, employee or outside consultant of the Commission who improperly discloses confidential or privileged information that he or she has received in the discharge of his or her duties shall be*

penalized with a fine of no less than B/.1,000 and no more than B/.100,000.00, without prejudice to the civil and criminal penalties that may be appropriate. For the purpose of determining the amount of the fine to be imposed in each case, the Commission shall take into consideration, among other factors, the intent of the person who committed the offense, whether or not there is a recurrence, the benefit obtained and the damage caused. In the event said person is a Commissioner or an employee of the Commission, he or she shall be immediately removed from his or her position."

Article 263 (Investigations)

"When in the exercise of the powers set forth in articles items 6 and 8 of article 8 of this Decree Law, the Commission has reasonable grounds to believe that a violation of this decree law or the regulations issued pursuant thereto has taken place or may take place, it may request from registered persons subject to reporting to or being audited by the Commission all information it considers necessary, whether in the form or documents or statements, on the matters that are the subject of this decree law and the regulations issued pursuant thereto.

"In order to obtain the above information or documents or to confirm their accuracy, the Commission may examine them, require the production of the accounts and documents, records and correspondence that justify each entry or account and examine the records and other documents that contain the company's decisions. The power of examination shall extend to any subsidiary of the company or any affiliate over which the registered company or company subject to reporting exercises control as defined in this decree law. Registered persons or persons subject to reporting shall be required to make available to the Commission the books, records and documents that are requested from them that the Commission considers necessary, regardless of the form they are in, including computer programs and magnetic or optical files or files of any other kind.

"The Commission may, when it is necessary and relevant to such investigations, compel any person to submit documents or information or make sworn statements to the Commission. If the person does not submit the documents or information or does not make the statements requested by the Commission, or does so evasively or incompletely, the Commission may request that the law courts order said person to appear before it and do as requested. Failure to comply with the order of the court shall be deemed to be contempt."

Article 264 (Regular Inspections)

"The Commission may perform periodic inspections of self-regulated organizations, the members of self-regulated organizations, securities firms, investment managers and any other person to which a license has been granted for the purpose of verifying that such persons are duly complying with the provisions of this decree law and the regulations issued pursuant thereto.

"The Commission may request the assistance of the Office of the Superintendent of Banking inspecting, with regard to securities matters, the persons described in the above paragraph which, because they have a banking license, are also subject to the inspection and audit of the Office of the Superintendent of Banking. In these cases, the Commission may exchange confidential information regarding said persons with the Office of the Superintendent of Banking and that office and its personnel shall be required to keep said information confidential pursuant to the present decree law."

Decree Law 9 - 1998 (Bank Law)

Chapter II of Title III of Decree Law 9 of 1998

Article 27 - Foreign Banks with an international license

Branches or subsidiaries of foreign banks with an international license shall be subject to the supervision of the Office of the Superintendent and to the other applicable rules in accordance with this Decree Law and its regulations and extensions. Nevertheless, such branches shall observe the liquidity and capitalization requirements and other technical conditions established by law and by the foreign regulatory entity, for which purpose said regulatory entity shall exercise the appropriate consolidated supervision.

Article 28. Foreign banks with a general license.

Foreign banks with a general license shall be supervised in a consolidated manner by the corresponding foreign regulatory entity, without prejudice to their being subject to the provisions of this Decree Law.

Article 29. Inspection by foregn supervisory entities

Solely for purposes of supervision, foreign supervisory entities may request information from and make inspection visits in Panama to the branches and subsidiaries of the foreign banks over which they exercise consolidated supervision.

"The information received shall be strictly confidential and may not be revealed by the foreign supervisory entity without the prior authorization of the Office of the Superintendent. The Office of the Superintendent shall require sufficient guarantees of said confidentiality.

"The foreign supervisory entity shall provide the Office of the Superintendent with a copy of all reports and documents it prepares as a result of the inspection.

Article 30.

The Office of the Superintendent shall supervise in a consolidated manner the foreign branches or subsidiaries of Panamanian banks.

Article 31. Agreements or understandings with foregn supervisors

The Office of the Superintendent shall reach agreements and understandings with foreign supervisory entities that permit the consolidated supervision referred to in this chapter and that assure that the relations between the former and the latter are based on principles of reciprocity and confidentiality and are strictly limited to the purposes of banking supervision. Such agreements shall specify the criteria applicable to inspections and the exchange of information and cooperation between them."

Article 59 (Information on Liabilities)

"The Office of the Superintendent may obtain from each bank consolidated information regarding its liabilities that make it possible to establish its liquidity and to identify unusual geographic concentrations or distributions of deposits that expose the bank to excessive risks. The Office of the Superintendent may not request the identify of the banks' depositors except when the deposits guarantee assets that are subject to analysis or supervision by the Office of the Superintendent."

Article 84 (Information on a Bank's Customers)

"The information relating to a bank's individual customers obtained by the Office of the Superintendent in the exercise of its functions may only be revealed to the competent authority pursuant to the legal provisions in force within the course of a criminal proceeding.

"The Office of the Superintendent, including all of its personnel and the outside auditors, consultants and inspectors designated by it, shall keep confidential all information submitted to the office or obtained in accordance with this decree law and, consequently, they may not reveal it to third persons, except in the case of a competent authority pursuant to the provisions of this article.

"Public officials who, because of the positions they hold, have access to the information dealt with in this article, shall be required to maintain due confidentiality even when they have ceased to discharge their functions."

Article 85 (Banking Secrecy of Banks)

> *"Banks shall disclose information regarding their customers and their transactions only with the consent of said customers, except in response to the formal request of a competent authority in accordance with the law.*
>
> *"Banks may, at the bank's discretion, discloses information on their customers to the institutions that act as central credit offices."*

Acuerdo 4-2001 (Establishing the standards of conduct that are to be observed by securities exchanges, central securities offices, securities firms, securities dealers and investment managers to prevent the crime of money laundering within the meaning of Law 42 of October 2, 2000)

Article Three: General obligations applicable to regulated subjects for the purpose of preventing money laundering.

> *"Regulated subjects shall be subject to the following requirements in the exercise of their activities:*
>
> *"a. ...*
>
> *" ...*
>
> *"f. To maintain for a minimum of five years documents regarding transactions and the identify of customers."*

Article Five (Specific Obligations with Respect to the "Know Your Customer" Policy Applicable to Regulated Subjects)

> *"1. Proof of the identity of a customer requesting any type of service through verification of the existence of both physical and legal persons, for which purpose the following data may be requested:*
>
> *"A. Proof of the customer's identity:*
>
> *"1. Required at the time the account is opened: Name in full, date of birth, marital status, profession, office or occupation of the account holder in the case of a physical person*
>
> *"2. Complete registration information for a legal person.*

"3. Address, domicile and residence or corporate place of business.

"4. Telephone numbers, mailing address, e-mail address.

"5. Verified copy of the identity document, passport or other personal identity document suitable for accurately identifying the person's identity.

"6. Proof of the customer's movements should be required as set forth in his or her travel document (entry stamps in the passport in the case of persons resident abroad who are present in Panama for the purpose of opening the account). In the event the customer is not present, the procedures and formalities necessary to assure his or her identify shall be carried out before the account is opened.

"7. The customer should be required to indicate if he or she is acting as an intermediary for someone else who is the true beneficiary of the transaction and, if the answer is yes, the beneficiary should be suitably identified in such a way as to satisfactorily establish and document whether he or she is truly the direct or indirect effective owner of the account.

"8. In the case of trusts and legal persons, including corporations with registered or bearer shares, the regulated subject shall require the corresponding certifications that demonstrate the incorporation and duration of the companies and trusts through a certification of existence with a validity of no more than 30 days, as well as the identification of the officers, directors, attorneys-in-fact and legal representatives of said companies and trusts.

"9. The information submitted by the customers or the representatives of legal persons or trusts on the identity of the ultimate beneficiaries of the accounts shall be kept in strict confidence and may be submitted only to the domestic legal or administrative authorities duly empowered to request it.

"2. Any other document that is considered necessary to determine the customer's identity.

"B. Identification of the Investor's Profile

"a. Sources of income
"b. Investment experience
"c. Objectives
"d. Financial capacity and risk preference
"e. Asset analysis (changes in assets and liabilities recorded for at least the last two years in order to determine the existence of unknown sources of funds)
"f. Statement of direct and indirect beneficiaries of the transaction
"g. Statement of related persons
"h. Business or banking references
"i. Any other information considered suitable for determining the investor's profile

"For the purposes of this article, the customer is considered to be any natural or legal person for whose account the transaction with the regulated subject is carried out, once, occasionally or habitually, regardless of the existence of more general contractual relations established in advance between the parties. The duty of identification referred to in the previous paragraph shall include the actual owners, even though indirect, of the investment accounts.

"The process of identifying the customer shall be considered complete when the abovementioned information has been verified by the regulated subject. Such verification should be performed initially when the account is opened and should be updated annually during the business relationship, for which purpose a written record should be kept in the file of all the measures taken to satisfactorily identify the customer. The regulated subject shall include in its agreements the responsibility of the customers to keep the information required in this article up to date."

Article Twelve: Period for the maintenance of documents

" Regulated subjects shall maintain for a period of five years documents that satisfactorily verify the performance of the transactions and the identity of the subjects who have carried them out or who have established business relations in which obtaining said identification was required.

"The forms and documents referred to in this article shall be submitted on request to the inspection and analysis official authorized for this purpose by the Commission.

"This period is without prejudice to the fact that the Executive Branch may change it by regulation."

Law 6 of 2002 (Standards for transparency in public actions)

Article 14.

"The information defined in this law as being of restricted access may not be disclosed for a period of ten years from the date it is classified as such, unless the reasons that justified its restricted access cease to exist before the end of the period of restriction.

"The following information shall be considered of restricted access when it is so declared by a competent official in accordance with the present law:

"1. Information relative to national security dealt with by security agencies.

"2. Commercial secrets or commercial information of a confidential nature obtained by the government as the product of regulation of economic activities.

"3. Matters related to proceedings or legal matters brought forward by the Office of the

Public Prosecutor or the judicial branch which are accessible only to parties to the proceeding until such time as they are subject to a judgment.

"4. Information that relates to investigatory proceedings carried out by the Office of the Public Prosecutor, the Forces of Public Order, the Technical Judicial Police, the Bureau of Customs, the National Security and Defense Council, the Office of Audit of the Controller General of the Republic, the Office of Financial Analysis for the Prevention of Money Laundering, the Free Competition and Consumer Affairs Commission and the Public Services Regulatory Agency.

"5. Information on the existence of mineral and petroleum deposits.

"6. Memoranda, notes, correspondence and documents related to diplomatic, commercial and international negotiations of any kind.

"7. Documents, records and copies that friendly nations provide to the country in criminal and police investigations and investigations of any other kind.

"8. ...

"9. ...

In the event the relevant authorities consider that the restricted nature of the information listed in this article should be continued, it shall be the responsibility of the executive, legislative or judicial branch, as applicable, to issue resolutions extending for up to ten additional years the restriction on the information mentioned in this article. In no case may the restricted nature exceed 20 years from the date of initial classification and the information shall be disclosed if the reasons that justified its restricted access cease to exist before the completion of the additional restriction period. ..."

1) Considering Article 32, will CNV have any control on those transactions and obtain records and other information needed, if a foreign authority starts an investigation?

Yes, the CNV can obtain records and other information regarding these transactions.

According to Article 21 of Decree Law 9 of 1998 (Banking Law), an international license is that which allows a Bank to conduct transactions to be perfected, consummated or to take effect abroad, from an office established in Panama.

Likewise, Panamanian tax law provides that transactions carried out among persons not domiciled in Panama shall not be deemed as perfected or consummated within Panamanian territory and thus are tax-exempted.

Consequently, the provision embedded in Article 32 is based upon banking and tax laws.

2) Does the CNV request this information in connection with an inspection or investigation?
Yes, the CNV is able to request this information in connection with an inspection or investigation.

3) Is CNV able to obtain records from or related to non-regulated entities, e.g. individuals/entities engaged in securities activity in Panama, for instance concerning foreign securities traded in boiler rooms, even though the investors in question are non-resident of the country?
Yes, the CNV is able to obtain records from non-regulated entities or individuals. As provided in Article 266, whenever the CNV has knowledge of or well founded reasons to believe that a natural person is exercising activities relating to the gathering of funds or acting as intermediary without the corresponding license or authorization, the CNV has powers to examine books, accounts and documents belonging to any such person in order to determine the existence of the aforementioned facts. Any unjustified refusal to present any such books, accounts or documents shall be considered as basis to presume that the person is in fact doing business concerning securities without having the corresponding license or authorization.

4) How is it possible for the Superintendencia to obtain reserved information and share it with CNV considering the law stipulates that it is subject to secrecy and there is no MoU between SdB and CNV?
The CNV may request directly information from banks, since banking secrecy provisions do not apply in the case of investigations undertaken by the CNV, pursuant to Article 263 of Decree Law 1 of 1999.
In addition, as provided in Article 264 of Decree Law 1 of 1999, the CNV may request the assistance of the Office of Inspections at the Superintendency of Banks, with regard to securities matters involving banking entities holding a broker-dealer license. In these cases, the CNV may exchange confidential information regarding said persons with the Office of Inspections at the Superintendent of Banking and that office and its personnel shall be required to keep said information confidential.

5) What is the CNV's power to obtain the identity of non-controlling shareholders? Please provide the Law or Regulation stipulating the obligation of share owners of listed companies to inform CNV concerning direct or indirect acquisitions of share capital.

The CNV has the power to obtain the identity of controlling shareholders of shareholders of issuers of securities registered with the CNV, as provided in Article 9 (Section VI) of Acuerdo 6-2000 of August 19th, 2000. However, the CNV is not able to obtain information regarding non-controlling shareholders.

6) While there is no general record, what are the CNV's powers to obtain information on beneficial owners – both controlling and non-controlling – of corporations, including those that may not be issuers?

The CNV is able to obtain the name of controlling shareholders at the moment of receiving a securities registration filing from a corporation or entity. Any changes of control must be reported immediately by the issuer, in light of Article 77 of Decree Law of 1999. In addition, this information must be included in the annual update report called "Informe de Actualización Anual", as provided in Acuerdo 18-2000 of October 11th, 2000. However, nothing prevents the CNV from requesting information from issuers of registered securities regarding non-controlling shareholders.

7) Does this mean only in case of a violation of Panama's securities laws? Is it possible for CNV to take voluntary statements on behalf of a foreign authority, even if there is no direct interest from CNV?

Indeed, it is possible for the CNV to take voluntary statements on behalf of a foreign authority, even though there is no violation of Panama's securities laws. Nonetheless, the CNV is not able to compel any person to give a statement, except in the case of a formal investigation proceeding, pursuant to Article 263 of Decree Law 1 of 1999.

In addition, Article 89 of the Commercial Code of Panama of 1917 states "merchants who provide copies or reproductions of records, correspondence and other documents to be used in a foreign litigation, following an order issued by a foreign authority, shall pay a penalty of no more than one hundred balboas (B/.100.00) [which is the equivalent to US$ 100].

8) **Are the powers of the Prosecuting Attorney relevant? Does this mean that if a securities authority needs to refer its matter to its domestic criminal authorities, then statements taken by the CNV cannot be used and instead the Prosecuting Attorney needs to take the statements?**
The statements taken by the CNV cannot be used during the course of a criminal investigation. The Prosecuting Attorney needs to take the statements needed for the purposes of the criminal investigation.

9) **In the course of an investigation and taking the assumption that reserved information can only be obtained through a court order, will a foreign authority have access to it or is that information under judicial confidentiality?**
Reserved information can only be obtained from competent authorities, such as the judicial courts or the Public Prosecutor. Therefore, a foreign authority shall comply with the formal requirements (rogatory letters, MLAT petitions) in order to request reserved information, pursuant to Article 267 of Decree Law 1 of 1999.

10) **In order to obtain bank records to reconstruct securities transactions is it necessary that the request of assistance comes from a foreign court, or is it necessary to have a signed Judicial Protocol?**
The CNV may request such information for the purposes of its own inspections or investigations. However, if the request is made by a foreign authority, it shall be made through the formal channels (MLAT request, for example).

11) **Could the CNV obtain the assistance of the Public Prosecutor on behalf of a foreign authority so that the foreign authority can obtain the information described in the MMoU? If so, what is the process for doing so and what are the conditions, if any?**
The CNV is not able to obtain the assistance of the Public Prosecutor on behalf of a foreign authority.

12) **If the CNV already has its own investigation and a foreign authority requests documents gathered in the CNV's investigation, can the CNV share them to the foreign authority? Or does Article 267 of Decree Law 1 prevent this sharing?**
Article 267 of Decree Law 1 of 1999 prevents this type of sharing. However, such information can be obtained from a foreign authority in a formal manner by making a MLAT request or a rogatory letter.

13) Does any of the information described in the MMoU fall under "industrial or commercial secrets"?

No. "Industrial or commercial secrets" are commonly referred to as "trade secrets". According to Black´s Law Dictionary, a trade secret is "a formula, process, device or business information that is kept confidential to maintain an advantage over competitors; information – including a formula, pattern, compilation, program, device, method, technique, or process – that (1) derives independent economic value, actual or potential, from not being generally known or readily ascertainable by others who can obtain economic value from its disclosure or use, and (2) is the subject of reasonable efforts, under the circumstances, to maintain its secrecy.

14) Please clarify that even if there is an MOU, the CNV is prevented from sharing information with foreign authorities under Article 267 of Decree Law 1.

Yes, Article 267 of Decree Law 1 of 1999 prevents the CNV from providing reserved information to foreign authorities, even if there is a MOU between both authorities.

15) What information would be non-public? Is the basis for being unable to share Article 267?

Yes, Article 267 is the basis for being unable to share information with counterpart authorities.

Article 267 of Decree Law 1 of 1999 describes what is to be considered as "non-public information". Non-public information are the following: (1) industrial or commercial secrets (trade secrets), (2) information obtained through an investigation, an inspection or an exhibitory proceeding related to a violation of Decree Law 1 of 1999; notwithstanding, the CNV may submit such information and documents before the judicial courts or the Public Prosecutor in case that it has sound reasons to believe that a violation of criminal law has been produced, but the institutions receiving said information or documents shall be bound to maintain reservation about them; (3) information the CNV has agreed to maintain under secrecy, upon request of the interested party; (4) information the CNV has determined by Order to be kept confidential.

16) Can the information be shared if the foreign authority seeks it for its investigation? What specific information or documents have restricted access?

Foreign authorities can seek for reserved information described in Article 267, however, they shall make a formal request by means of a MLAT request or a rogatory letter.

17) Would CNV deny providing the assistance requested by a foreign counterpart based on the fact that a violation of the laws and regulations of Panama has not occurred?

Even if the CNV can assist a foreign authority because a violation of the laws and regulations of Panama has occurred, would the CNV be prevented from doing so by Article 267?

The CNV is not able to provide non-public information under any circumstances. Article 267 prevents the Commission from providing such type of information.

18) Please clarify whether we can conclude that information cannot be shared with a foreign authority where the foreign authority is investigating a violation of its laws.

The information cannot be shared under any circumstances, unless the request is made in a formal manner, in accordance with the provisions of a MLAT or by means of a rogatory letter.

19) What kind of information can the CNV share and what uses can the foreign authorities make of the information? What impact does Article 267 have on the bilateral MOUs?

The CNV is able to share public information concerning regulated subjects (entities or individuals), such as the following: (1) the type of license held by the individual or entity; (2) financial statements of regulated entities; (3) name of the members of the board of directors and top corporate executives; (4) identity of controlling shareholders, etc.

In addition, the CNV may provide public information concerning issuers of registered securities, such as the following: (1) type of securities registered at the National Securities Commission; (2) financial statements of regulated entities; (3) name of the members of the board of directors and top corporate executives; (4) identity of controlling shareholders, etc.

Article 267 is the rule preempting any MOU signed by the CNV.

20) Would information identified in 9 a) and 9 b) be the type of information that could be kept confidential under Article 267?

The provision contained in Article 267 sets forth the general rule concerning non-public information. Since information described in questions 9 a) and 9 b) are not included in such provision, they shall not be deemed as non-public information. However, as mentioned in our answer to question 15, the CNV may determine in an Acuerdo that certain information shall be kept confidential. The CNV has not adopted any order.

As a result of a consultation made by the CNV, the Office of the Solicitor General (which is also the General Advisor on legal matters involving the Public Administration) issued a non-binding opinion on April, 11th, 2002, recommending the CNV not to make use of the authority provided by Article 267 (4). Such authority, as explained by the Solicitor General, contravenes the provisions of Law 6 of 2002.

21) In the course of an investigation and taking the assumption that reserved information can only be obtained through a court order, will a foreign authority have access to it or is that information under judicial confidentiality?

A foreign authority can obtain reserved information by making a formal MLAT request or through a rogatory letter. The information is not subject to judicial confidentiality.

22) Please clarify whether this provision would cover information in question 9 a) and 9 b)

Please refer to answer to question 20.

23) Does this mean that the prosecutor and judicial courts can access information in question 9 a) and 9 b)? What can they use the information for – e.g., securities cases, tax cases, private party litigation, etc?
Yes, judicial courts and the Public Prosecutor´s Office are able to obtain this information from the CNV, for the purposes of criminal investigations and private party litigation.

24) Law 6-2002, article 14 refers to habeas data . Are there any circumstances in which CNV may face a legally enforceable demand to disclose non public information provided by a foreign authority? In this case, what steps can the CNV take to assert protections against it?
No. The CNV is not compelled to provide reserved information to non-competent authorities (provided that competent authorities are judicial courts or the Public Prosecutor's Office). Likewise, the CNV is not able to provide information obtained during an investigation to any person other than those individuals or entities involved in the investigation (related parties). As a result of a writ of *Habeas Data* filed against the CNV, on April 23rd, 2003 the Supreme Court of Justice upheld the authority of the CNV to deny requests of non-public information (obtained during an investigation) made by non-related parties. This decision was the result of *(Alcabo Holdings v. Roberto Brenes, Commissioner President Ad-hoc, Docket 836-03)*

2005 INTERNATIONAL INSTITUTE

FOR SECURITIES MARKET DEVELOPMENT

NATIONAL SECURITIES COMMISSION

OF PANAMA

COUNTRY PRESENTATION

I. INTRODUCTION

The Republic of Panama is the link that connects North and South America and the pathway between the Atlantic and the Pacific Oceans. Located between Costa Rica and Colombia, Panama became a Republic in 1903 and has a population of, approximately, 2,839,177. The country geographical location has been considered to be its principal natural resources.

The Isthmus of Panama became a bridge for international commerce since colonial times when was used as port of transshipment of merchandise to and from South America. The existence of the Panama Canal and the Colon Free Zone are examples of worldwide commercial predominance.

The Panama Canal, a consequence of the privileged geographical position is considered one of the most important channels for world commerce, servicing an average of 38 vessels daily. The Canal and its surroundings are important factors in the national economy and large contributors to the government fiscal budget.

The advantages of the economic system in the country, besides its geographic position, reside in its dollar-based economy with the presence of an international banking center fully integrated to the main financial world markets. Panama's constitutions have established that printing of paper currency is not mandatory since 1904. This same year by way of Law 84 of June and Decree No. 74 of December 6th, it was established the Balboa as the monetary currency with a par value to the U.S. Dollar which was authorized as a legal currency. Since Panama does not print paper it uses the U.S. Dollar in current monetary transactions. The Balboa is minted in coins only and its different denominations have the same physical dimensions of the U.S. Currency.

The lack of a central Bank, has imposed to the Banco Nacional de Panama, a governmental owned bank, the duty to act as clearinghouse for the banking sector as well as

to supply the currency -U.S. dollars- in the system and to perform as commercial banking, under the supervision of the Superintendence of Banks.

II. ECONOMIC INDICATORS

According to figures published by the Ministry of Economy and Finance, economy grew 6.2 % on 2004, which represented a real GDP of US$ 12,957.4 millions. The growth was higher than the estimates by second semester of the year, when a growth of 5 % was expected. Even though the economy slowed down during most part of the year, by the last quarter of 2004 an acceleration of the economy made possible that expectations were surpassed.

Both the Government and private analyst expect a GDP growth of, at least, 7 % for 2005. Their outlook is based, basically on the following:

- Internal necessities shown in 2004 for goods and other services will remain in 2005.
- Tourism and ports industries, as well as other "fast growing service industries" will continue to grow and expand.
- Dynamism of exports will continue in 2005
- Housing and consumer spending had shown signs of recovery and shall continue
- Credit extensions by high-liquid banks
- Public investments will continue in 2005
- Private sector investments in telecommunications, especially in tourism is encouraged with governmental incentives
- The Canal expansion

III. OVERVIEW OF SECURITIES MARKET PERFORMANCE

Negotiated Volume:

A 0.93 % decrease in the total amount traded was experienced by the BVP during the year 2004, for a total of US$1,343.4.0 millions, as compared to the US$1,434.0 millions negotiated during 2003. It must be highlighted that the amount traded during the year 2003 reached a record high in the history of the BVP.

Volumen de transacciones, según valor (Trade Volume, by Type)
In US$ MM
2000- 2004

Instrumento	2000	2001	2002	2003	2004
Corporate Bonds	206.2	224.4	320.5	230.8	249.0
VCN's (NCS´s)	128.3	71.5	89.1	91.5	47.5
Common shares	153.6	44.9	59.0	44.6	53.8
Prefered shares	-	102.3	78.7	8.6	138.4
Funds	28.4	11.7	31.6	82.7	101.5
Government	248.7	366.3	600.5	765.2	672.9
Others	47.1	11.3	-	-	
Repo´s	548.9	214.3	234.5	210.6	80.4
Total	1,361.2	1,046.7	1,413.7	1,434.0	1,343.4

This negative result is due to the fact that the economic environment, international as well as local, was not the most favorable during the year. More developed economies have not been able to recover the growth rate they had until before the year 2000, and the deterioration of the financial conditions worldwide has been evident. We must also add the increased mistrust in the markets, as a result of the recent financial scandals. At a regional level, the reduction in the international interest rates has not been reflected in the cost of money in the region, due to the instability levels, political as well as financial. The expansion of the volume traded in the BVP during the last two years is explained by the following elements: 1) An increase in the primary market of the initial public offers Treasury Notes, shares of funds, and the expansion of the amount of the issuances of the VCN's. 2) The increase in the volume negotiated in the secondary market, 3) The repurchase operations growth.

As to the composition of the volume negotiated, the largest concentration corresponds to Government Papers, which represented the largest percentage of the total negotiated. The second place corresponded to Bonds issued by the corporate sector.

The primary market still represents the main component of the volume negotiated by the BVP accounting for 68.0%, while the secondary market represented 25.9 %, and the repurchases 5..9 % of the volume negotiated.

Monthly Trading

in US$

	2004	2003	% Changes
January	89,050,854	96,373,363	-7.6
February	76,650,808	136,592,183	-43.9
March	115,063,895	142,017,054	-19.0
April	83,851,466	125,893,082	-33.3
May	130,195,205	129,997,747	0.01
June	71,576,929	190,739,581	-62.5
July	125,065,570	112,318,911	11.3
August	206,545,251	83,476,971	147.4
September	112,181,227	97,324,483	15.2
October	87,446,196	101,518,953	-13.9
November	103,091,077	96,527,373	6.7
December	142,701,634	121,249,118	17.6
Total	1,343,420,117	1,434,030,821	-6.32

New Issuances:

During 2004 the new issuances listed as initial public offers (IPO's) reached a total of US$509.0 millions, which represented a 207% increase with respect to the US$166.0 millions inscribed during the year 2003. As to the number of issuances listed, they added up to 17 while 8 issuances were listed in 2003. Of the 17 issuances listed, 10 corresponded to

Initial Public Offers (IPOs)

Year 2004

No.	Company	Instrument	Authorized Amount US$
1	Sociedad Urbanizadora del Caribe, S.A.	Corporate Bonds	12,000,000
2	Taca International Airlines, S.A. Bonds	Corporate	35,000,000

3	Petróleos Delta, S.A.	VCN´s	10,000,000
4	Petróleos Delta, S.A.	Corporate Bonds	30,000,000
5	Sarasqueta y Cía, S.A.	VCN´s	5,000,000
6	Quinto Fideicomiso de Bonos de Prestamos Hipotecarios	Real State Bonds	10,000,000
7	Primer Banco del Istmo, S.A.	Corporate Bonds	10,000,000
8	Primer Banco del Istmo, S.A.	Corporate Bonds	50,000,000
9	Primer Banco del Istmo, S.A.	Prefered Stocks	150,000,000
10	Banco Cuscatlan de Panamá, S.A.	Corporate Bonds	30,000,000
11	Econo-Finanzas, S.A.	Corporate Bonds	15,000,000
12	Banco General, S.A.	Corporate Bonds	100,000,000
13	Helefactor Corp.	VCN´s	2,000,000
14	Grupo Financiero Delta, Corp.	Corporate Bonds	12,000,000
15	Finanzas y Créditos del Hogar, S.A.	Corporate Bonds	2,000,000
16	Sarasqueta y Cía, S.A.	Corporate Bonds	6,000,000
17	Global Bank, Corp.	Prefered Stocks	30,000,000
		TOTAL:	509,000,000

Stock Market:

The stock index of the BVP registered the first positive results since the year 1998, continuing with the positive tendency observed in this index since the second semes-

ter of 2001. The index went from 109.07 points in December of 2002 up to 130.34 in December of 2003, therefore, the yield for the year was 19.5 % that compares favorably to the yield registered by other stock indexes around the world.

Perfil de Mercado (Market Overview)
2000-2004

INFORMACIÓN DEL MERCADO (Market Information)	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Días hábiles en el año (Number of trading day	244	250	245	246	249
Puesto de Bolsa (Members)	18	18	18	13	13
Número de Valores Inscritos (Number of listed securities)					
Acciones Locales (Local stock)	37	38	37	38	36
Acciones Extranjeras (Foreign stock)	0	0	0	0	4
Deuda Local (Local debt)	272	262	221	176	167
Deuda Extranjera (Foreign debt)	2	2	2	2	3
Totales (Total)	311	302	260	216	210
Número de Emisores Inscritos (Number of listed issuers)					
Compañías Locales (Local issuers)	151	122	115	93	73
Compañías Extranjeras (Foreigner issuers)	2	2	2	2	7
Gobierno (Panamá) (Government)	1	1	1	1	1
Gobierno (Extranjero) (Foreign Goverment)	0	0	0	0	0
Totales (Total)	154	125	118	96	81

As to the number of shares traded, during the year 2004 it reached the amount of

3,700,000 shares, which represent a 11.7 % increased compared to the 3,000,000 shares negotiated during 2003. Regarding the amount, it was US$44.6 millions in 2003 while in 2004 it reached US$53.7 millions, that is, a 21% increase.

Perfil de Mercado (Market Overview)
2000-2004

INFORMACIÓN DEL MERCADO (Market Information)	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**
Días hábiles en el año (Number of trading day	244	250	245	246	249
Puesto de Bolsa (Members)	18	18	18	13	13
Número de Valores Inscritos (Number of listed securities)					
Acciones Locales (Local stock)	37	38	37	38	36
Acciones Extranjeras (Foreign stock)	0	0	0	0	4
Deuda Local (Local debt)	272	262	221	176	167
Deuda Extranjera (Foreign debt)	2	2	2	2	3
Totales (Total)	311	302	260	216	210
Número de Emisores Inscritos (Number of listed issuers)					
Compañías Locales (Local issuers)	151	122	115	93	73
Compañías Extranjeras (Foreigner issuers)	2	2	2	2	7
Gobierno (Panamá) (Government)	1	1	1	1	1
Gobierno (Extranjero) (Foreign Goverment)	0	0	0	0	0
Totales (Total)	154	125	118	96	81

The capitalization or market value of the 23 companies which make up the stock market of the BVP increased to US$3,933.9 millions, which represents an increment of 28% of the capitalization registered by December 2003. This increase was the result of the increment of market prices of some shares as well as the increase in the number of shares outstanding of some companies.

For the year 2004, the total number of companies inscribed in the BVP was 80, which represents a reduction of 15 companies during the year due to merges, withdrawals of issuers who did not have papers in circulation or because they were called off before maturity.

Members:

During the year 2004 the stockbroker with the highest trading volume was Banco Nacional de Panamá, the second place corresponded to Banistmo Brokers, Inc., the third place to Wall Street Securities, the fourth place to Citivalores, and the fifth place to BG Investment.

Outstanding Facts:

Among the most outstanding facts during the year we can mention the following:

1. Requirements of Good Corporate Government Standards by the companies inscribed in the BVP.
2. With the adoption of an electronic system of auctions for Treasury Notes and Treasury Bills, have been possible to achieve a 100% electronic market.
3. Regional common shares inscribed:
   - Corporación UBC International, S.A.
   - Banagricola, S.A
4. The BVP became a member of Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB)
5. Accomplishment of the investors´ third regional forum.

Over the Counter Operations

It is a requirement of the Decree Law No. 1 of 1999 that all Securities Firms, must reported and made public and available to investors within the next working day all transactions perform outside of a Stock Exchange.

Issuing and Trading of Government Securities

Securities issued by the Panamanian government are exempt of the registration proceeding established in the Securities Law, however they are subject to pay registra-

tion fees. The issuing needs the approval of the National Economic Council and Cabinet Council.

The Public Credit Office, under the guidelines of the Ministry of Economy and Finance, call for regular auctions dates, which are taken place at least monthly for both government's bonds and treasuries notes. For each auction the specific instrument is announced along with the face value and maturity date.

All bids to acquire government's securities are presented on the day of the auction at the Panama's Stock Exchange by the authorized agents (stock exchange seat members) on behalf of retail and institutional customers. Those are classified by competitive and non-competitive offers. A competitive offer is when the bidder establishes the amount and price is willing to acquire. A non-competitive offer is when the bidder establishes only the amount he wants to buy but is willing to accept the average weighted price resulting from the competitive offers accepted by the issuer. Once the proposals are received, registered and analyzed, the Minister of Economy and Finance or its authorized representative accepts or rejects according to the minimum price the government is willing to pay. Government entities that participate in the bidding can only present non-competitive offers and must accept the average weighted price.

The authorized agent must honor all proposals on behalf of its clients. The settlement process is established by the issuer according to the current rules applied by the central securities depository and the paying agent chosen by the government.

IV. THE PANAMA STOCK EXCHANGE, INC

Structure and Capitalization

Bolsa de Valores de Panamá, S.A., is a corporation organized under the Laws of the Republic of Panama (to be hereinafter referred to as the "Panama Stock Exchange"). Its shareholder base is made up to the main local banks, including Banco Nacional de Panama (National Bank of Panama) as well as commercial, insurance and industrial corporations and concerns, businessmen, professionals and stockbrokers.

The Panama Stock Exchange's authorized capital is one million dollars, divided into 180,000 shares. The capital has been fully issued and no individual shareholder owns more than 2.5% of the capital. This capitalization level is due to the Panama's Stock Exchange interest in allowing a large, diverse number of shareholders to participate in setting up an administration capable of providing efficient service and a data system capable of storing and providing the public easy access to information about the participating corporations and institutions whose securities are traded.

Management

In order to provide the Panama Stock Exchange with a broad of individuals representing the diverse sectors of the country's economy, a Board of Directors was constituted, made up of nine principals and nine substitutes. Additionally, four committees oversee the Panama Stock Exchange: the Technical Committee, the Computer Data Committee, the Products Committee, the Investment Committee and Promotional Committee. These committees are made up of members of the Board of Directors.

Members

The Panama Stock Exchange's operations are performed through qualified intermediaries who, the PST's prior authorization, are entitled access to the floor when in session. These people, also known as stock brokers, act on behalf of corporations which the Panama Stock Exchange has granted the right through the previous compliance of certain requirements - to engage in buying and selling Panama Stock Exchange securities, that is to say, to buy a "seat" or, in other words, become an Exchange Member.

These institutions must be professionally capable and financially solvent, as they are not only accountable to their customers of the way they manage the funds and securities entrusted to them, but are personally liable for complying with the operations they execute in the Panama Stock Exchange.

Members of the Panama Stock Exchange must be legally organized; i.e. corporation and their shares must be issued at face value in favor of individuals, except in the case of banks or public companies.

Besides, Exchange Members must also comply with the following requirements:

1. Engage solely and exclusively in trading securities in the Panama Stock Exchange;
2. Have, as their general agent or legal representative, an agent who has been duly authorized by the National Securities Commission of Panama;
3. Have a paid-in capital base of US$100.000 and own 2,500 shares of the Bolsa de Valores de Panama, S.A.;
4. Have a professional proficiency needed in order to perform this type of activity;
5. To be the beneficiary of the fidelity and performance bonds demanded by the Panama Stock Exchange;

6. The Exchange Members will at all times be subject to the audits and investigations the Panama Stock Exchange decides to execute, and their rights may not be transferred to third parties without the PST´s prior approval. In this manner, the Panama Stock Exchange assures the widespread participation of all interested parties, which comply with the necessary conditions.

Companies and Securities

Any company that wants to have its securities quoted at the Panama Stock Exchange can apply for a listing. In order to do so, it must provide the Panama Stock Exchange with information regarding its corporate, administrative and financial structure, as well as proof of registration in the National Securities Commission. The Panama Stock Exchange reserves the right to refuses to list a company, or to suspend or cancel it, at a latter date, should it cease to comply with the Law or with the PST´s information and security requirements.

Operations

Securities will be traded at Panama Stock Exchange according to the type of activity and class of issue, and the following securities:

1. Government Securities underwritten by the State;
2. Government Securities nor underwritten by the State whose issue has been with Panama Stock Exchange:
3. Privately owned Securities issued by corporations voluntarily registered with the National Securities Commission;
4. Securities Commission and listed on the Panama Stock Exchange;
5. Public Offerings of privately owned Securities authorized by the National Securities Commission and listed on the Panama Stock Exchange;
6. Any other authorized by the Board of Directors;
7. The type of activity refers to whether they fall under the Primary Market or the Secondary Market;
8. Whenever an issuing corporation or its underwriter offers to sell an issue for the first time, it is a Primary Market operation. Whenever its owner offers a security, which has already been issued, for sale, it is known as a Secondary Market operation.

As to their time of settlement, transactions can be cleared exactly there days after the transactions (t+3), or at Term whenever the parties agree to deliver the money or securities, or both, at a future date, within the limits set by the Board of Directors, notwithstanding the fact that the parties may decide to settle the operation before the expiration of the agreed term.

Regarding how operations are performed, they can be cross or agreed. A cross operations is one where one seat or exchange Member acts as both buyer and seller, offering and demanding certain securities on behalf of different clients, and accepting the offers by himself. When offering and accepting across operation, the buyer and the seller may not be one and the same party. Agreed operations are those where the Exchange Member assumes one only position, whether to buy or sell.

Trading Session

One of the most relevant facts is that since the year 2001 all securities trades are fully electronic.

There is no more trading session where the stockbroker announced by open outcry, indicating in a loud, clear voice, whether the party is buying or selling, the class of securities, the type of issue, number or quantity of certificated, price, and whether the offer is clear on the spot, cash, term or option. Nowadays transactions appear in an electronic system and all operations are effective through out the computer.

On July 1999 the Electronic Market started operations for securities traded in the secondary market.

All transactions are recorded with their respective prices and posted to the public on the daily basis by the Panama Stock Exchange, Inc. The prices published at the close of the day for the securities quoted by the electronic market will be those of the last operation made in cash on the respective date.

V. CLEARING, SETTLEMENT AND DEPOSITARY

On May 1997, Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LatinClear) began operations providing since then all the services of a modern Central Securities Depository with the support of an automatic system that performs custody, clearing and settlement operations easily and safely.

As of December 31, 2004, Central Latinoamericana de Valores, S.A. maintained a total volume under custody of US$3,246.4 million. This amount, compared to the balance under custody for the year 2003 of US$2,798.1 million, reflects an increase of 16%.

The custody composition, by type of instrument as of December 31, 2004, is detailed as follows: Corporate Bonds 18.7%, VCN's and Commercial Papers 2.0%; Stocks 16.0%; Treasury Bills 7.2%; Treasury Notes 22.1%; Treasury Bonds 19.7%, Preferred Stocks and Funds 13.2% and other government instruments 1.1%.

LatinClear administers equities, government bonds, corporate bonds, commercial paper and treasury certificates. All of the securities held at the depository are immobilized. As of 12th. February 2001, all securities traded on the Panamanian Stock Exchange must be clear and settled by LatinClear. At the end of the year 2004, LatinClear held 43% of the total capitalization of securities in Panama

Ownership and Governance:

Actually LatinClear is a public company, at the end of December 2004, Latin Clear had 61 stockholders including: brokerage houses (36.8 per cent), banks (17.8 per cent), Panama Stock Exchange (4.2 per cent), corporate entities (34.6 per cent) and individuals (6.6 per cent), none of whom holds more than 7.6 per cent of the issued or registered shares.

Services:

LatinClear provides its participants safekeeping, clearing and settlement services, corporate actions services. Also provides its Participants the service to maintain one account at LatinClear for their own assets and separate accounts for their client's assets. The system is designed to receive securities and the strict controls to safeguard them.

Securities settlements are executed on a rolling T+3 cycles executed on a trade-by-trade basis at LatinClear.

LatinClear's Participants may access their accounts online, in real time, and access a number of electronic reports facilities to help participants validate and reconcile custody and clearing data.

Processing Cycles:

Securities settlements are executed on a rolling T+3 cycles. Each day the BVP sends the trading information to LatinClear via an electronic file. Brokers are committed to exchange trades upon completed pre-matching of instructions on T+0.

Prior to any trades being accepted by LatinClear, there is verification that the selling broker holds the securities in LatinClear and that they are available and verification

that the purchasing broker has sufficient credit with its settlement bank for meeting his obligation in his account at the National Bank of Panama on T+3. If either funds or securities are insufficient, the trade is not accepted. The securities are transferred to a transit account of the purchasing broker on T and not released until the morning of T+3 at 8:30 a.m. The purchasing broker may, however, sell the securities for value T+3 or any later date.

Securities settlement takes place on a trade-by-trade basis at LatinClear, while the financial settlement is made on a multilateral net basis in same day funds on the books of the National Bank of Panama. LatinClear executes the transfer of securities and uses an authorized exchange system center (Ciasa) and the US dollar as the settlement currency.

Securities
Before the trade is completed, LatinClear verifies that the selling broker has sufficient securities. Then after the trade, the securities are moved to the transit account of the purchasing broker. The purchaser can sell the securities for value T+3 or any later date.

On trade day, before the trade is completed, the credit of the purchasing broker is also verified with his settlement bank. The cash settlement takes place on a net basis in same-day funds on the books of the National Bank at 8:30 a.m. on T+3.

Registration Model:

LatinClear is recognized as the nominee, in regards to the issuers and maintains the books of registered holders. The law recognizes its books. Since February 2001 when immobilization of securities in Panama became obligatory and when all securities are registered in the Street Name (Depository), registration occurs simultaneously with the transfer of securities on LatinClear's books, with Delivery Versus Payment.

Deposited securities:

Security certificates which are centrally immobilized at LatinClear are in registered form in the name of the depository. Certificates are physically held within LatinClear's vault. Ninety nine percent of ownership is recorded by book-entry at the depository or the registrar. Following the physical deposit of a registered security, the stock can be used to cover an outward delivery on the same day, provided the certificate is properly endorsed to LatinClear. Virtually all of the securities in LatinClear, December 31st., 2003 were in registered form, with less than one percent in bearer form.

Participant Accounts

Participants are required to segregate assets held for their own benefit from those that they hold for their clients through separately designated participant accounts.
The depository holds shares in nominee name, and laws exist acknowledging the rights of beneficial owners with respect to shares registered in nominee name.

VI. NATIONAL SECURITIES COMMISSION

Legal Framework and objectives

Through Decree Law 1 of July 8, 1999, the National Securities Commission (Comisión Nacional de Valores) was created for the sole purpose to regulate securities markets in the Republic of Panama. The National Securities Commission is an autonomous body of the State with its own legal capacity and patrimony.

Its functions and main attributions are:

- Promote and strengthen the favorable conditions for the development of the securities market.
- Decide upon the requests for public offer registration and any other which are submitted before the Commission in accordance with the Decree-Law and to suspend or cancel those public offers which violate the provisions of the Law or its regulations.
- Issue, suspend, revoke and cancel the licenses of stock exchanges, clearing corporations, broker-dealer houses, investment advisors, principal executives, brokers, analysts, investment advisors and other licenses which the Commission must grant.
- Establish rules for good commercial standards and principles of ethics which must be adopted by its regulated subjects.
- Order the form and content of financial statements and other financial information of the register party before the Commission as well as to adopt the accounting principles and standards which must be used in their preparation.
- Examine, supervise and control the activities of the self-regulated organizations and its members
- Carry out inspections, investigations, judicial proceedings, initiate joint class actions and impose penalties established in the Law
- Issues opinions, adopt, amend and revoke regulations and recommend to the Executive Branch the approval of executive decrees which it deems necessary for the regulation of the Law
- Adopt its internal regulation and to establish its administrative framework

- Decree Law No. 1 of 1999 creates a legal frame for the custody, clearing and settlement of securities, following the standards established by important international exchange centers of the world.
- Section XI defines new mechanisms for the holding of securities in Panama and places our legislations at an equal level compared with other jurisdictions.
- Sections XII and XIII of the Law describe activities that affect the transparency of the market, such as fraudulent or misleading practices, improper use of privileged information, false statements and omissions from issuers and offering parties and manipulations, among others. They also establish the civil responsibility of those who incur in these activities or infringe its provisions, making them liable for all the damages that such infringement causes.

- Section XIII includes administrative sanctions such as fines that may be applied by the Commission to those who infringe the Law or its regulations, up to $100,000.00 for violations and up to $300.000.00 for multiple violations in one transaction or series of related transactions.

Taxes

The gains and losses arising from the purchase and sale of securities issued or guaranteed by the Nation, will not be subject to Income Tax, Dividend Tax and Complementary Tax. The gains and losses arising from the purchase and sale of securities registered in the Commission are also exempt whenever:

- It is made through a stock exchange or another organized market;
- It is the result of a public offer of purchase of securities, or
- It is the result of a merger or corporate reorganization, as long as the shareholders receive stock from the surviving corporation.

The interest paid or credited over securities registered in the Commission will cause a Fixed Income Tax of 5%. Such revenues will not be part of the gross revenues, for there is no need to include them in the Revenue Statement. However, interest paid or credited over securities registered in the Commission and traded on a stock exchange or another organized market will be exempt of Income Tax.

The Commission has held an intensive work since it had the challenge of regulating the new Decree Law that had gone into effect recently. Forty three (43) regulations agreements have been developed so far under the new Securities Law. In addition, the Commission has settled its administrative position in certain matters issuing thirty nine (39) opinions.

Licensing of Securities Professionals and Regulated Subjects

Sections III of the Decree Law establishes the requirement of obtaining a License from the Commission in order to act as a Securities Firm or Investment Advisor, from and within the Republic of Panama, regardless of the rendering of their services over registered or unregistered securities in the commission. This legal requirement is also extended to those who act as Chief Executives, Brokers and Analysts.

This section also defines the scope of action of securities firms and investment advisors, and describes allowed activities for both. The Commission will also determine, by means of regulations, capital adequacy and liquidity requirements, according to the obligations and risks assumed by the securities firm. There are provisions regarding the operations of foreign securities firms, defined as those organized and constituted under other jurisdictions, with their main place of business located out of Panama, or those that have a license granted by the competent authority in the jurisdiction where they have their main place of business, the activities of these firms are also under the supervision of the Commission.

With regards to self-regulated organizations, a concept that covers stock exchanges or Clearing and Settlement organizations, the Decree Law establishes that obligation of obtaining a License from the Commission in order to engage in such businesses. The commission will regulate and supervise the operations of self-regulated organizations.

The Securities Law also sets minimum standards that self-regulated organizations must comply with in their internal regulations, which need to be approved by the Commission, as well as any addition, modification or elimination that affect them.

As of today, the Commission has 30 outstanding licenses for brokerage houses, one for a stock exchange, one for a central securities depository, 12 investment administrators, 3 investment advisors, 3 rating agencies, 35 analysts, 93 main executives and 192 securities brokers and dealers.

Regulation, which establishes the requirements, proceedings and other related aspects of Licensing requested to financial intermediaries before the Commission was also approved during the past year.

Those professionals applying for a license are required to take exams which are administered by the Commission monthly since February 2000.

New Issues of Securities

In Section V and VI of the Decree Law a series of definitions, standards and rules are established for registering securities before the Commission. Article 69 sets the mandatory registration of the following:

a) Securities that will be subject to a public offering that requires to be authorized by the Commission;
b) Shares of issuers domiciled in the Republic of Panama, that in the last day of the fiscal period have 50 or more shareholders domiciled in the Republic of Panama, that own no less than 10% of paid capital of such issuer (unless the shareholders that represent at least 75% of the issued and outstanding capital resolve to remain as an unregistered private corporation);
c) Securities listed in a stock exchange in Panama.

The commission passed Regulation 06-00 on may 2000, which establishes the information standards and documents that are required to be presented with the registration submissions, according to each registration.

The Regulation incorporates the highest and most modern standards of information disclosure, with the purpose of granting investors with all the data they need to make properly informed decisions. Recommendations from such organizations such as IOSCO have been taken into consideration.

Regarding the report duties of the supervised, the Law has left it for the Commission to set the periodicity under which such financial reports shall be submitted, as well as its form and contents. Therefore, Article 71, requires, as a minimum, the following:

a) An Annual Report, that will be presented within a period of time not exceeding three (3) months from the closing date of the fiscal year of the person subject to the obligation of reporting, which must contain the audited financial statements and other information requested by the Commission;

b) Interim reports, to be submitted with the frequency established by the Commission. The Regulation 08-00 of May 2000, establishes the periodicity of said reports, stating that reports be presented:

   - No more than two (2) months after the closing date of the trimester, for interim reports, and
   - No more than three (3) months, after the closing date of the fiscal year, for audited annual financial statements.

The wider scope of financial data, as well as a discussion about operational results, financial situation and management is required by way of Regulation 18-00, with these reports. This new report is similar to the 10-K report to SEC.

Investment Companies

Section IX of the Decree Law provides that investment companies will be under the regulation and supervision of the Commission as it was under the previous legislation.

This section also establishes categories of investment companies, according to the redemption rights of shares participation's and risk, and the structures that the corporations are allowed to have.

According to Article 10 of the Decree Law, the following investment corporations have to be registered:

a) Those that offer to the public their shares or participation's in the Republic of Panama:

b) Those managed in or from the Republic of Panama, unless they qualify as close investment company, as defined in the Decree Law.

An investment company will be deemed to be managed in or from the Republic of Panama whenever:

a) The investment company appoints an investment manager in the Republic of Panama;

b) Its main domicile is located in the Republic of Panama, or the Prospect or another advertising material indicates that is located in the Republic of Panama;

c) The investment company appoints a custodian in the Republic of Panama;

d) The amount of Directors needed to pass a resolution of the board of Directors of the investment company (as well as trustees or proxies with similar powers) is domiciled in the Republic of Panama.

An investment company will not be deemed to engage in business in or from the Republic of Panama from the sole occurrence of one or more than one of the following circumstances:

a) That the investment company is organized under the Laws of the Republic of Panama;

b) That the investment company has a domicile in the Republic of Panama, when it is not its main domicile and its Prospect or advertising material does not imply otherwise;

c) That one or more of its Directors, Officers, trustees, proxies or employees are domiciled in the Republic of Panama, provided that the amount of Directors needed to pass a Resolution of the Board of Directors are not domiciled in Panama;

d) That administrative services such as accounting, secretarial, registration, transference and other services, are rendered to the investment company in or from the Republic of Panama.

In regards to foreign investment companies, Article 132 of the Decree Law sets standards to be followed in determining when one should be considered to be foreign:

a) Investment companies organized under the laws of a foreign country;

b) Investment companies whose main investment manager has its main domicile out of the Republic of Panama and manages the assets of the investment company out of the Republic of Panama.

The frequency of the obligation to calculate the Net Asset Value for participation will be determined by the Commission, except for Open Investment Corporations, which must do it on a weekly basis.

The Commission is currently engaged in preparing the Regulation that would develop many aspects that the Law has expressly left to special regulations.

Banks and Securities

According to Articles 28 to 32 of the Securities Law (Decree Law 1 of 1999), Banks may engage in securities activities, provided that they obtain a License with the Commission. Therefore, banks in such situation will be subject to supervision from both regulatory bodies (Superintendence of Banks and National Securities Commission), within their areas of competence. Among the 31 Broker-Dealers licensed with the Commission, 20 are either banks or bank affiliates and 108 of the 192 licensed brokers and dealers work for such institutions. Among the 3 Investment Advisors licensed with the Commission, 1 is a Bank affiliate, and among the 13 Investment Managers licensed with the Commission, 11 are Banks or bank affiliates.

The Superintendence of Banks issued a Regulation during 2000 establishing the limits that must be observed by banks when dealing with securities. The most important aspects covered are the following:

a) Banks may not invest in securities issued by one individual or the corporation that is part of its particular economic group in amounts exceeding 25% of its capital resources;

b) When the issuer is a related party, this limit decreases to 5%, with the possibility to increase to 10% when certain guarantees are involved;

c) There is an accumulated limit of 75% to invest in securities issued by related parties of the capital resources of the Bank;

Rule Making

Item 13 of Article 8 of the Decree Law establishes the authority of the Commission to "Recommend to the Executive Power the approval of Executive Decrees that are deemed necessary for the proper regulation of the Securities Law."

However, Article 10 establishes that the Commission may adopt decisions of general application, identified as Regulations, and Section XVI creates the administrative proceeding for the adoption of a regulation.

Regulation of investment funds

Investment companies are defined in the Securities Law (article 1) and regulated in Title IX of the Law (articles 104 and subsequent). In general terms, it provides that investment companies that either: a) publicly offer their shares in the Republic of Panama, or b) are managed in or from the Republic of Panama, have to register with the Commission (article 110).

Within the aforesaid Title IX of Securities Law, there are provisions regarding authorized structures, according to risk, series and classes of shares, public offering, objectives and investment policies, subscription and redemption of shares, commissions and fees, net asset value, dividend and distribution reports, maximum level of debt, directors, custodian, external auditors, investment managers, among others.

The legal provisions give margin to the Commission for establishing procedures and regulate in detail by means of issuance of Regulations (Regulations). To this date, no Regulation has been issued on this matter, but a project is currently undergoing the public consultation phase, which is mandatory.

Investment companies are defined in the Securities Law (article 1) and regulated in Title IX of the Law (articles 104 and subsequent). The investment funds are regulated in their open and in their close version, according to the redemption offer. The CNV is empowered to establish investment funds categories based on the type of risk, port-

folio and assets, level of indebtedness or liquidity and other guidelines deemed convenient.

The law also rules "foreign" investment funds, which are those established pursuant to the laws of a foreign State or those which main investment manager has it main domicile outside Panama and manages the goods or assets of the investment fund outside Panama.

Likewise, current legislation authorizes the registration of investment fund with only one kind of share participation and one investment portfolio (simple version), umbrella funds, investment funds of different classes and funds of funds.

Investment funds that publicly offer their participation shares/units/quotas in Panama must register with the CNV, provided that said offering is deemed as a public offer as provided for by the law; and those managed in or from the Republic of Panama.

An Investment fund is deemed managed in or from Panama if any of the following circumstances occurs:

1. If an investment manager is appointed in Panama;
2. If its main domicile is Panama or the prospectus or other advertising material indicates that the same is located in Panama;
3. If a custodian is appointed in Panama;
4. If the amount of directors necessary to adopt a resolution of the board of directors has its domicile in Panama.

On the contrary, an investment fund is not deemed as managed in or from Panama due to the sole occurrence of one of the following circumstances:

1. That is constituted pursuant the law of Panama
2. That it is domiciled in Panama, if this is not its main domicile and the prospectus or advertising material does not infer otherwise;
3. That one or more of its directors, officers, attorneys or employees has their domicile in Panama, provided that the amount thereof is not the necessary number to adopt the decision for the investment fund;
4. Those administrative services (for example, accounting, secretarial, registry of bookkeeping, and transference and similar services) are provided to the investment fund in or from Panama.

The prospectus of these companies must contain a detailed description of the objectives and investment policies, levels of indebtedness, mechanism for the subscription or redemption of participation shares, manners in which the net value per participa-

tion share, commissions and charges is estimated, dividend and distribution policy, investment and custodian manager, and any other information established by the CNV.

Regulation of takeovers

Public tender offers directed to shareholders of registered issuers are regulated from article 94 and subsequent of the Securities law. The Commission has also issued Regulation No. 7-2001, establishing the related procedures, and the information that the issuer has to provide and include in its Prospectus. The Commission is empowered to suspend the tender offer or the use of information material in connection with it.

Oversight of self-regulatory organizations

SRO's are legally subject to periodic inspections and reporting before the Commission, as well as investigations to determine violations of the Securities Law or its Regulations.

Electronic Filing

On October 2003 the National Securities Commission has started an electronic filing system, so the regulated subjects can send the information on paper or by electronic media. A "Virtual Window" is under development that will allow all licensed brokers firms, investment managers, and companies with registered stocks to file their reports and financial statements through Internet.

We will receive two types of formats: structured information using Excel Worksheets (basically brokers firms and investment managers) and non-structured reports using Word and PDF Files. The reports with structured information will be sending to the database, where the data will be extracted and published in the Commission Web Site. The non-structured reports will be saved in the documental database and will be also available for the public. Both types of reports will be digitally signed for confidentiality and authentication purposes.

The Commission estimates that the system and the implementation are scheduled to finish on August 2005.

Sharing of Information with Foreign Regulatory Authorities

As a matter of general practice, the Commission may share information that is publicly available in its files, or other public records, with local and foreign authorities.

However, information obtained during the course of inspections or investigations may only be shared with the Judicial Power, in the case of Class Action, or with the Attorney General's Office, in case there are reasonable grounds to believe that there has been a violation of criminal law, those authorities becoming obliged to preserve the confidentiality of such information. Article 22 of the Securities Law provides that the Commission may enter into regulations with Local or foreign, public or private entities, for the achievement of its objectives and functions.

The Commission may only order an investigation when there appears to be a violation of local Law or its regulations.

The Commission may compel the production of broker-dealer information/documents, but not of Banks (unless they are also licensed with the Commission). Also the Commission may compel testimony and the production of documents by any person believed to have information necessary and relevant within the context of an investigation ordered to determine violation of the Securities law.

VI. AUDITING AND ACCOUNTING STANDARDS

By means of Regulation No. 2-2000 of May 22nd., 2000, the Commission resolved that all persons subject to presenting periodic financial information (issuers and intermediaries) do so according to the International Accounting Standards promoted by the International Committee of Accounting Standards or use the US GAAP as well as the International Auditing Standards. The Regulation sets the aforesaid obligation to be applied to all reports submitted from the 1st. of July 2000.

In addition to Regulation No. 2-2000, another Regulation was adopted that same year regarding the form and content of financial statements of registered issuers and licensed intermediaries. This was Regulation No. 8-2000, which was amended by means of Agreement No. 7-2002, being one of the most important modifications one instituting a mandatory declaration on the part of the President, Treasurer and/or CFO of the company, regarding the reasonability of the financial statements that they file before the Commission. Other issues, such as the obligation of submitting the financial statements of the company under which the regulated company consolidates, were introduced by means of this amendment.

The Accounting Technical Board is the public entity (composed by members of the accounting profession and public officers), with the duty of investigating misconduct cases by accountants.

The Commission's jurisdiction for investigating or declaring responsibility of external auditors that carry out these duties for registered issuers or licensed intermedia–

ries is currently being demand before the Supreme Court (the action was raised by a particular auditing firm, on the context of an ongoing investigation). The main argument on the part of the external auditors is that the only competent authority for knowing of these matters is the Accounting Technical Board. A resolution of this case is pending.

As part of its duties as regulator, the Commission is authorized to require revisions or restatement of public companies' financial statements in accordance with prescribed accounting and auditing standards on behalf of public interest. These rules are included under Regulation 7-2002, which defines proper contents of financial statements, auditors' independence, and roles and responsibilities.

VII. INTERNATIONAL SCOPE

The National Securities Commission of the Republic of Panama is a member of IOSCO and has responded to the following surveys:

- Market Intermediaries
- Secondary Markets
- Collective Investments Schemes

Recently, Panama has been included in Appendix B of IOSCO.
The Commission is also a member of COSRA (Council of Securities Regulators of the Americas) and of the Iberoamerican Institute for Securities Markets.
The National Securities Commission´s website is: www.conaval.gob.pa

April 2005

CUARENTA RECOMENDACIONES DE GAFI

Introducción

1. El Grupo de Acción Financiera sobre Lavado de Dinero (Financial Action Task Force on Money Laundering - FATF) es una entidad intergubernamental cuyo propósito es el desarrollo y la promoción de políticas para la represión del lavado de dinero — el procesamiento del producto de actividades delictivas a fin de disimular su origen ilícito. Dichas políticas tienen la finalidad de evitar la utilización de dicho producto en actividades delictivas futuras y la incidencia del mismo en actividades económicas lícitas.

2. El FATF reúne 26 países y dos organizaciones internacionales. Entre sus miembros se encuentran los países de mayor importancia en tanto que centros financieros de Europa, América del Norte y Asia. Se trata de una entidad multidisciplinaria - lo que es crítico al encarar el problema del lavado de dinero - que reúne las facultades de formulación de políticas que poseen expertos en asuntos jurídicos, financieros y de aplicación de la ley.

3. Esta necesidad de tratar todos los aspectos pertinentes de la lucha contra el lavado de dinero se refleja en el alcance de las cuarenta Recomendaciones del FATF — las medidas que el Grupo acordó poner en aplicación y que se insta a todos los países que adopten. Las Recomendaciones se elaboraron por primera vez en 1990. En 1996, se procedió a una revisión de las Recomendaciones para tomar en cuenta la experiencia ganada a lo largo de los últimos seis años y para reflejar los cambios que se han producido en materia del lavado de dinero.

4. Estas cuarenta Recomendaciones establecen el marco básico de las medidas que se han de tomar contra el lavado de dinero y pretenden ser de aplicación universal. Abarcan el sistema de justicia penal y aplicación de la ley; el sistema financiero y la reglamentación del mismo, y la cooperación.

5. Desde el inicio de las actividades del FATF, se dio cuenta de que los diferentes países tienen muy distintos sistemas jurídicos y financieros y por ello todos no pueden tomar las mismas medidas. Por esta razón, las Recomendaciones constituyen los principios de acción en esta área, que cada país aplicará de conformidad con sus propias circunstancias y su marco constitucional, concediendo así a los países cierto grado de flexibilidad en vez de estipular cada detalle. Las medidas no son especialmente complejas ni difíciles, con tal de que exista la voluntad política de obrar. Además, no constituyen una amenaza ni para la libertad de concluir transacciones legítimas ni para el crecimiento económico.

6. Es cierto que los países miembros del FATF están comprometidos a aceptar la disciplina de someterse a la superintendencia multilateral y la evaluación por sus iguales. La puesta en aplicación por parte de los países miembros de las cuarenta Recomendaciones es objeto de un proceso de monitoreo de doble vía: un ejercicio

anual de autoevaluación y el proceso más detallado de evaluación mutua en que cada país miembro se somete a un examen in situ. Además, el FATF realiza estudios transnacionales de las medidas tomadas para la puesta en aplicación de determinadas Recomendaciones.
7. Dichas medidas son críticas para la creación de un marco eficaz para la represión del lavado de dinero.

LAS CUARENTA RECOMENDACIONES DEL
FINANCIAL ACTION TASK FORCE ON MONEY LAUNDERING

A. MARCO GENERAL DE LAS RECOMENDACIONES
1. Cada país debe tomar sin demora medidas para la ratificación y la plena puesta en aplicación de la Convención de 1988 de las Naciones Unidas contra el Tráfico Ilícito de Estupefacientes y Sustancias Psicotrópicas (Convención de Viena).
2. Las leyes sobre el secreto bancario deben formularse de una manera que no limite la puesta en aplicación de las presentes recomendaciones.
3. Un plan eficaz de cumplimiento para la represión de lavado de dinero debe incluir un mayor grado de cooperación multilateral y asistencia jurídica mutua para investigaciones de casos de lavado de dinero y enjuiciamientos y extradiciones por lavado de dinero, cuando sea posible.
B. PAPEL DE LOS SISTEMAS LEGALES NACIONALES EN LA REPRESION DEL LAVADO DE DINERO

Alcance del delito de lavado de dinero
4. Cada país debe adoptar las medidas necesarias, incluyendo las de índole legislativa, para tipificar como delito penal el lavado de dinero, conforme a lo establecido por la Convención de Viena. Cada país debe ampliar el tipo penal de lavado de dinero proveniente del narcotráfico para incluir otros delitos graves. Cada país determinará cuáles serán los delitos que se calificarán delitos conexos al narcotráfico.
5. De conformidad con lo previsto en la Convención de Viena, el tipo penal de lavado de dinero debe abarcar por lo menos la actividad de lavado realizada a sabiendas, incluyendo el concepto de que se podrá inferir dicho conocimiento a partir de las circunstancias objetivas del caso.
6. En la medida posible, debe someterse a responsabilidad penal a las instituciones mismas, y no solamente a sus empleados.

Embargo Preventivo y Confiscación
7. Los países deben adoptar las medidas necesarias, similares a las estipuladas en la Convención de Viena, incluyendo las de carácter legislativo, para permitir a sus autoridades competentes la inmovilización o incautación del producto, los bienes y otros instrumentos utilizados o destinados a ser utilizados en la comisión del delito

de lavado de dinero, o de bienes cuyo valor equivalga al de ese producto, sin perjudicar los derechos de terceros de buena fe.
Dichas medidas deben incluir el otorgamiento de la facultad para: 1) identificar, detectar y tasar los bienes sujetos a incautación; 2) aplicar medidas preventivas como la inmovilización y embargo para evitar su venta, transferencia o conversión; y 3) emprender las investigaciones apropiadas.
Además de la incautación y las sanciones penales, los países deben considerar también la puesta en aplicación de penalidades pecuniarias y civiles, y/o procedimientos de carácter civil, entre otros, para anular los contratos cuyo objeto, a sabiendas de las partes o con conocimiento debido de éstas, haya limitado la capacidad del Estado para ejecutar reclamos financieros, por ejemplo, mediante la confiscación o el cobro de multas y penalidades.
C. PAPEL DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA REPRESION DEL LAVADO DE DINERO
8. Las Recomendaciones Nos. 10 a 29 deben aplicarse no sólo a los bancos, sino también a las instituciones financieras no bancarias. Aun en el caso de las instituciones financieras no bancarias que no estén sujetas a un régimen formal de supervisión prudencial en todos los países, por ejemplo, las casas de cambio, los gobiernos deben asegurar que dichas instituciones estén sujetas a las mismas leyes o reglamentos de represión del lavado de dinero que rigen las otras instituciones financieras y que dichas leyes o reglamentos se apliquen de manera eficaz.
9. Las autoridades nacionales competentes deben considerar la puesta en aplicación de las Recomendaciones Nos. 10 a 21 y 23 respecto de la realización de actividades financieras como empresa comercial por parte de compañías o profesiones que no sean instituciones financieras, en los casos que permitan o no prohiban la realización de dichas actividades. Las actividades financieras incluyen, pero no se limitan a las enumeradas en el anexo al presente documento. Incumbe pues a cada país decidir si deben definirse situaciones especiales en las cuales la puesta en aplicación de medidas de represión del lavado de dinero no resulta necesaria, por ejemplo, cuando se realiza una actividad financiera ocasionalmente o de manera limitada.

Normas sobre Identificación de Clientes y Mantenimiento de Registros
10. Las instituciones financieras no deben mantener cuentas anónimas o cuyos titulares sean evidentemente ficticios. Debe exigírseles (por ley, por reglamentos, por acuerdos entre las autoridades y las instituciones financieras o por reglamentos acordados entre las propias instituciones) la identificación de sus clientes por medio de documentos oficiales o de otra índole que sean igualmente fidedignos, y el registro de su identidad, sean estos clientes regulares u ocasionales, cuando establezcan relaciones comerciales o convengan operaciones (especialmente la apertura de cuentas o libretas bancarias, la realización de transacciones fiduciarias, el arriendo de cofres de seguridad o la realización de grandes operaciones en efectivo).

Con el propósito de cumplir los requerimientos de identificación relativos a las personas jurídicas, las instituciones financieras deben, cuando sea necesario, tomar medidas destinadas a:
(i) comprobar la constitución y marco legal del cliente mediante obtención de un registro público o del cliente mismo, o de ambos, certificación de constitución, incluyendo información sobre la razón social, la personalidad jurídica, el domicilio, los nombres de los directores y las disposiciones que rigen la facultad de contraer en nombre de la entidad.
(ii) comprobar la autorización al respecto de toda persona que pretende actuar en nombre del cliente e identificar a dicha persona.
11. Las instituciones financieras deben adoptar medidas razonables para obtener información acerca de la identidad real de las personas en cuyo nombre se abra una cuenta o se lleve a cabo una transacción, si existe alguna duda acerca de que tales clientes puedan no estar actuando en su propio nombre, especialmente en el caso de compañías domiciliarias (es decir, las instituciones, corporaciones, fundaciones, fideicomisos, etc. que no lleven a cabo operaciones comerciales o fabriles o de otra índole en el país donde tengan su sede).
12. Las instituciones financieras deben mantener, durante cinco años como mínimo, todos los registros necesarios de transacciones internas o internacionales, que les permitan cumplir rápidamente con las solicitudes de información que les dirijan las autoridades competentes. Dichos registros deben ser suficientes para permitir la reconstrucción de transacciones individuales (incluyendo los montos y tipos de moneda, si los hay) a fin de proporcionar, si se requiriese, pruebas para el enjuiciamiento de conductas delictivas.
Las instituciones financieras deben mantener registros de la identidad de sus clientes (por ejemplo copias o registros de documentos oficiales como pasaportes, cédulas de identidad, licencias de conductor o similares) registros de cuentas y correspondencia comercial, por lo menos durante cinco años después del cierre de las cuentas.
Esos documentos deberían a disposición de las autoridades internas competentes en circunstancias en que se lleve a cabo enjuiciamientos e investigaciones.
13. Los países deben prestar especial atención a las amenazas de lavado de dinero que representan las tecnologías nuevas o en vías de desarrollarse que favorezcan el anonimato, y tomar medidas, si resulta necesario, para evitar el uso de dichas tecnologías en los negocios de lavado de dinero.

Mayor Diligencia de Parte de las Instituciones Financieras

14. Las instituciones financieras deben prestar especial atención a todas las transacciones complejas, insólitas y significativas, y a todos los patrones de transacción no habituales que no tengan un propósito económico o legal evidente. En la medida de lo posible, deben examinarse los antecedentes y el objeto de dichas transacciones, consignando las conclusiones por escrito y poniendo éstas a disposición como ayuda para los supervisores, los auditores y los organismos de aplicación de la ley.

15. Si las instituciones financieras sospechan que determinados fondos proceden de una actividad delictiva, debe autorizárseles o exigírseles que comuniquen inmediatamente sus sospechas a las autoridades competentes.
16. Las instituciones financieras, sus directores, agentes y empleados deben ser eximidos mediante disposiciones legales de responsabilidad civil o penal por el incumplimiento de cualquier restricción a la revelación de información impuesta por contrato o por cualquier disposición legislativa, reglamentaria o administrativa, cuando notifiquen de buena fe para comunicar una actividad sospechosa a las autoridades competentes, aunque no conozcan con precisión la naturaleza de la presunta actividad delictiva, que se haya producido o no dicha actividad.
17. Las instituciones financieras, sus directores, agentes y empleados no deben advertir a sus clientes o, cuando corresponda, no debe permitírseles que lo hagan, cuando se comunique información relacionada con ellos a las autoridades competentes.
18. Las instituciones financieras, al comunicar sus sospechas, deben cumplir con las instrucciones de las autoridades competentes.
19. Las instituciones financieras deben organizar programas de lucha contra el lavado de dinero. Dichos programas deben incluir, por lo menos:
i) el establecimiento de políticas, procedimientos y controles internos, incluyendo la designación de funcionarios fiscalizadores de nivel gerencial, y procedimientos de selección adecuados para asegurar elevados estándares para la contratación de empleados;
ii) un programa permanente de capacitación del personal;
iii) un mecanismo de auditoría para controlar el sistema.

<u>Medidas para Encarar el Problema en los Países donde no existen Medidas contra el Lavado de Dinero o donde las que haya sean Insuficientes</u>
20. Las instituciones financieras deben asegurar que los principios mencionados se apliquen también a las sucursales y filiales en el exterior de las cuales sean propietarias mayoritarias, especialmente en los países que no apliquen estas Recomendaciones o lo hagan de manera insuficiente, en la medida que lo permitan las leyes y reglamentos internos. Cuando dichas leyes y reglamentos lo prohiban, las instituciones financieras deberán comunicar a las autoridades competentes del país donde se halla la sede de la casa matriz la imposibilidad de aplicar las presentes Recomendaciones.
21. Las instituciones financieras deben prestar especial atención a las relaciones comerciales y las transacciones con personas, empresas o instituciones financieras de países que no apliquen estas Recomendaciones o lo hagan de manera insuficiente. En el caso de que tales transacciones carezcan de objeto económico o legal evidente, deberá examinarse sus antecedentes y su intención en cuanto ello sea posible, consignarse por escrito las conclusiones del examen y poner tales conclusiones a disposición de supervisores, auditores y organismos de aplicación de la ley.

Otras Medidas para Evitar el Lavado de Dinero

22. Los países deben estudiar las posibilidades de aplicar medidas viables para detectar o controlar los movimientos de efectivo y títulos negociables al portador a través de las fronteras nacionales, sujetas a salvaguardias estrictas a fin de asegurar el uso apropiado de la información y sin coartar de modo alguno la libertad de movimiento de capitales.

23. Los países deben considerar la viabilidad y utilidad de un sistema conforme al cual los bancos y otros instituciones e intermediarios financieros deben notificar todas las transacciones monetarias internas e internacionales que sobrepasen un monto determinado, a un organismo nacional central dotado de una base de datos computadorizada, que se encuentre a disposición de las autoridades competentes para su uso en casos de lavado de dinero, sujeta a estrictas salvaguardias a fin de asegurar que se haga uso apropiado de la información.

24. Los países deben continuar alentando en general el desarrollo de técnicas modernas y seguras de manejo del dinero, incluyendo el uso creciente de cheques, tarjetas de pago, depósito directo de los cheques de sueldos y salarios, y asiento de valores en los libros, como medio de fomentar el reemplazo de las transferencias de dinero en efectivo.

25. Los países deben tomar nota de las posibilidades de abuso por parte de los lavadores que representan las empresas fantasmas, y considerar si se requieren medidas complementarias para evitar el uso ilícito de dichas entidades.

La Puesta en Aplicación y el Papel de las Autoridades de Reglamentación y Otras de Carácter Administrativo

26. Las autoridades competentes encargadas de la supervisión de los bancos y otros instituciones e intermediarios financieros, u otras autoridades competentes deben asegurar que las instituciones supervisadas posean programas adecuados para prevenir el lavado de dinero. Esas autoridades deben cooperar con otras autoridades judiciales o policiales, y aportarles su experiencia, espontáneamente o cuando se les solicite, en los casos de investigación de lavado de dinero y enjuiciamiento por esta actividad.

27. Debe nombrarse autoridades competentes para asegurar una puesta en aplicación eficaz de todas esas Recomendaciones, por medio de la reglamentación y supervisión administrativa, en otras actividades en las cuales se maneja dinero en efectivo, conforme a la definición que corresponda a cada país.

28. Las autoridades competentes deben trazar pautas que ayuden a las instituciones financieras a detectar patrones sospechosos en la conducta de sus clientes. Se entiende que esas pautas deben desarrollarse a lo largo del tiempo y nunca serán exhaustivas. Se entiende además que ellas servirán principalmente como elemento educativo para el personal de las instituciones financieras.

29. Las autoridades competentes encargadas de la reglamentación o supervisión de las instituciones financieras deben adoptar las medidas legales o reglamentarias necesarias para evitar que delincuentes o sus asociados pasen a controlar instituciones

financieras o adquieran una participación significativa en ellas.

D. FORTALECIMIENTO DE LA COOPERACION INTERNACIONAL

Cooperación administrativa

Intercambio de información general

30. Las administraciones nacionales deben considerar el registro, por lo menos acumulativo, de los flujos internacionales de dinero en efectivo, en cualquier moneda, de modo que sea posible calcular los ingresos y egresos de diversas fuentes externas, cuando se combine esa información con la del banco central. Dicha información debe ponerse a disposición del Fondo Monetario Internacional y del Banco Internacional de Pagos a fin de facilitar la realización de estudios internacionales.

31. Debe encomendarse a las autoridades internacionales competentes, quizá INTERPOL y la Organización Mundial de Aduana, la recopilación de información sobre las últimas novedades en materia de lavado de dinero y las técnicas más modernas para llevarlo a cabo, y la difusión de dicha información a las autoridades competentes. Los bancos centrales y los organismos de reglamentación de la banca pueden hacer lo mismo en el ámbito de sus redes. En varias esferas, las autoridades nacionales, en consulta con las asociaciones comerciales, pueden distribuir esta información entre las instituciones financieras de cada país.

Intercambio de información relativa a transacciones sospechosas

32. Se acordó que cada país debe empeñarse en mejorar un intercambio internacional de información espontáneo o "a pedido" entre las autoridades competentes, en relación con transacciones sospechosas y con las personas y compañías involucradas en ellas. Debe establecerse salvaguardias estrictas para asegurar que ese intercambio de información sea compatible con las disposiciones nacionales e internacionales sobre reserva y protección de datos.

Otras formas de Cooperación

Bases y medios de cooperación en materia de confiscación, asistencia mutua y extradición

33. Los países deben tratar de asegurar, en forma bilateral o multilateral, que las diferencias en cuanto al grado de conocimiento que existen entre las tipificaciones nacionales - es decir, en relación con el elemento intencional de la infracción - no afecten la capacidad o disposición de los países a proporcionar asistencia jurídica a otros.

34. La cooperación internacional debe contar con el sustento de una red de acuerdos bilaterales y multilaterales y de arreglos basados en conceptos jurídicos de aceptación general, con el objeto de estipular medidas prácticas que abarquen la mayor variedad posible de asistencia mutua.

35. Debe alentarse a los diferentes países a ratificar y poner en aplicación los convenios internacionales pertinentes como la Convención de 1990 del Consejo de Europa sobre Lavado, Registro, Embargo y Confiscación del Producto de Delitos.

Concentración en el mejoramiento de la asistencia mutua en asuntos relativos al lavado de dinero

36. Deben alentarse las investigaciones cooperativas entre las autoridades competentes de los diferentes países. En este sentido, una técnica válida y eficaz es la entrega controlada de activos cuando se conoce o se sospecha que los mismos constituyen el producto de actividades delictivas. Se insta a los países que apoyen esta técnica cuando sea posible.

37. Deben establecerse procedimientos para la asistencia mutua en materia penal, concernientes al empleo de medidas compulsivas, incluyendo la entrega de registros por parte de las instituciones financieras y otras personas, la búsqueda de personas y el allanamiento de recintos, y el embargo y obtención de pruebas para uso en investigaciones y enjuiciamientos por lavado de dinero, y en acciones conexas emprendidas en jurisdicciones extranjeras.

38. Debe facultarse la respuesta inmediata a solicitudes formuladas por otros países en cuanto a la identificación, inmovilización, embargo y confiscación del producto u otros bienes de valor correspondiente, provenientes del lavado de dinero o de delitos sobre las cuales se basa dicha actividad. Además deben establecerse acuerdos para coordinar los procedimientos de embargo y confiscación que puedan incluir la distribución de los bienes confiscados.

39. Para evitar conflictos de jurisdicciones, debe considerarse la elaboración y puesta en aplicación de mecanismos para determinar el mejor procedimiento para enjuiciar a los delincuentes, atendiendo al interés de la justicia, en los casos sujetos a enjuiciamiento en más de un país. Del mismo modo, deben establecerse acuerdos para coordinar los procedimientos de embargo y confiscación que puedan incluir la distribución de los bienes confiscados.

40. Los países deben contar con procedimientos vigentes para otorgar la extradición, en la medida posible, de los acusados de lavado de dinero o delitos afines. Cada país debe reconocer, dentro de su sistema jurídico, que el lavado de dinero constituye un delito que da lugar a extradición. Con sujeción a sus estructuras jurídicas, los países pueden considerar la simplificación de los procedimientos de extradición, permitiendo la transmisión directa de solicitudes entre los ministerios competentes, concediendo extradiciones solamente sobre la base de órdenes de arresto o sentencias, concediendo la extradición de sus nacionales y/o introduciendo la extradición simplificada de personas que consientan en renunciar a los procedimientos de extradición formales.

PRINCIPIOS Y CONTROLES EN LA DEONTOLOGÍA PROFESIONAL RELACIONADA AL MERCADO DE VALORES

Ariadna I. Rojas

I. Introducción
II. Adopción y divulgación de normas de conducta.
- A. Obligatoriedad
- B. Destinatarios
- C. Forma y Contenido
- D. Divulgación

III. Principios Generales
- A. Conducta en el trato con los clientes
  1. Trato justo y equitativo
  2. Trato profesional y diligente
  3. Recomendación adecuada
  4. Divulgación de vínculos
  5. Confidencialidad
- B. Conducta hacia el mercado: Respecto a la integridad de los mercados.
  1. Uso de información privilegiada o confidencialidad para beneficio personal.
  2. Empleo de tácticas engañosas o fraudulentas.
  3. Emisión de reportes sobre análisis bursátiles.
- C. Cooperación con autoridades

IV. Controles
- A. Conflictos de Interés
  1. Separación de funciones y establecimiento de barreras de información.
  2. Divulgación del conflicto de interés.
  3. Evitar aceptar u ofrecer obsequios o beneficios.
  4. Abstenerse de participar en la operación

- B. Restringir la circulación de información confidencial.
- C. Proporcionar al cliente o a los inversionistas información relevante, completa y veraz sobre las transacciones que se realizan y servicios que se ofrecen.
- D. Permitir la detección e investigación del incumplimiento de las normas de conducta.

Introducción

La deontología es aquella rama de la ética dedicada al estudio de las normas morales y el deber, es decir, la conducta que debe ser. La deontología profesional por su parte, es el conjunto de reglas de carácter ético que una profesión se da a sí misma y que sus miembros deben respetar, para asegurar que los medios empleados para alcanzar los fines en el ejercicio de la profesión o actividad sea conveniente no sólo para el que la realiza, sino también para todos los demás. De no ser así, la actividad perdería su valor.

Es por esto que en casi todas las plazas, los profesionales que operan en el mercado de valores han decidido adoptar y respetar un conjunto de normas de conducta para sí mismos, con lo cual desean evitar que ciertos comportamientos considerados inapropiados afecten adversamente su reputación, uno de sus principales activos. Las entidades que intermedian en el mercado de valores -Casas de Valores, Asesores de Inversión, Organizaciones Autorreguladas- saben que más allá de las consideraciones morales, la aplicación estricta de las normas de conducta por todos sus empleados, es crucial para la continuidad y rentabilidad del negocio. La forma cómo se adoptan y dan a conocer las mismas juega un papel importante en la efectividad de las mismas (ver infra, II. Adopción y divulgación de las normas de conducta).

Supongamos que la asesoría dada a un inversionista no sea la adecuada tomando en cuenta su perfil y por lo tanto pierde dinero, o que la divulgación de cierta información confidencial por parte de un empleado de una casa de valores conlleve perjuicios a su cliente, o que las instrucciones del inversionista no sean ejecutadas por el corredor como fueron y cuando fueron dadas porque se favoreció injustamente a otro inversionista o a sí mismo; en todos estos casos, si la moral o las posibles sanciones no son suficientes para evitar que la conducta se repita, entonces la libre compentencia lo hará: el inversionista buscará a otro profesional en quien sí pueda confiar.

Muchas de las conductas o comportamientos establecidos como estándares éticos en el mercado de valores también han sido recogidos en leyes y reglamentaciones, con lo cual salen del campo de la deontología pura (reglas que se da la profesión misma) y pasan a convertirse en obligaciones de orden legal. Dependiendo del nivel de peligrosidad que ocasione su incumplimiento, algunas son incluso elevadas al rango de delito y por lo tanto caen en la esfera del Derecho Penal.

Para efectos de nuestro análisis, haremos caso omiso sobre la naturaleza de la obligación -legal o moral- con la intención de exponer la mayoría de los principios generales deontológicos (ver infra, III. Principios Generales) establecidos en la generalidad de los mercados de valores del mundo.

Obviamente no es suficiente adoptar, describir y divulgar las normas de conducta deseadas a lo interno de una entidad: desafortunadamente el ser humano necesita más que su conciencia para limitar los abusos en su actuar. Es imprescindible entonces que se establezcan controles (ver infra, IV. Controles) para asegurar que la conducta deseada y adoptada por la mayoría no se convierta en "letra muerta", sino más bien una realidad, una especie de "estilo de trabajar"día a día.

Adopción y divulgación de normas de conducta

Obligatoriedad

Es responsabilidad de la Gerencia de una entidad regulada, es decir, con licencia para llevar a cabo operaciones en el mercado de valores, adoptar un código de normas de conducta dirigido a todos los empleados. En este sentido, la Comisión Nacional de Valores mediante el Acuerdo 5 de 2003 estableció normas de conducta para las entidades que prestan servicios del negocio de bolsa, a las Casas de Valores y sus Corredores, Asesores de Inversiones y bancos que realicen actividades relacionadas con el mercado de valores. Igualmente el Acuerdo estableció la obligatoriedad para estas entidades de adoptar un Código de Conducta.

Destinatarios

Si bien las entidades reguladas son las llamadas a adoptar las normas de conducta, no es la entidad en sí la destinataria de las mismas.

La deontología está relacionada con la conducta humana, por lo cual el sujeto de la norma debe ser una persona natural, y en el caso que nos ocupa, se tratará de la o las personas naturales que ejercen una actividad profesional en el mercado de valores de manera habitual. Concretamente nos referimos a los empleados -de cualquier rango jerárquico- de las Casas de Valores, Asesores de Inversión, Organizaciones Autorreguladas, etc.

Forma y Contenido

Las normas de conducta deben estar por escrito. El documento (o conjunto de documentos) debe contener no solamente una descripción del comportamiento deseado o prohibido, sino también la manera de llevarlo a cabo en la práctica y los controles previstos para asegurar su cumplimiento.

El documento puede incorporar conductas y prohibiciones ya establecidas mediante ley o por el regulador, así como otras no obligatorias por mandato legal sino por decisión de la propia entidad. Es evidente que las entidades que deseen actuar

conforme a los más altos estándares, probablemente deban establecer normas que van más allá de las previstas por ley o las reglamentaciones para el mercado en general. El tipo de actividad, la reputación en juego y los recursos humanos y financieros (especialmente por los controles a establecer), serán factores a considerar en la elaboración del documento.

El Título I del Acuerdo 5-2003 establece las formalidades a observar en la adopción y aplicación del Código de Conducta que deben tener las entidades, como lo es, la remisión previa del mismo a la Comisión Nacional de Valores para su aprobación.

Tal como sucede con cualquier otro documento que establezca políticas, procedimientos y controles en una entidad, las normas de conducta deben ser revisadas y actualizadas periódicamente o siempre que sea necesario para reflejar cambios en la legislación, reglamentación o prácticas del mercado. Éstas deben entenderse como complementarias al Reglamento Interno y demás normas internas de la entidad.

Divulgación

Las normas de conducta deben ser dadas a conocer a todos los empleados de la entidad. Idealmente, éstos deben recibir y acusar recibo de un ejemplar de las mismas.

Es responsabilidad de cada empleado leer y comprender las normas de conducta adoptadas por la entidad; mientras que es responsabilidad de la Gerencia y Jefes de Departamentos asegurarse que los empleados han comprendido las mismas. Debe considerarse la necesidad de realizar sesiones de capacitación con este propósito, mientras que para consultas puntuales, es importante que el empleado sepa a quién debe dirigirse para aclarar sus dudas. En la mayoría de las entidades que intermedian en el mercado de valores, el Oficial de Cumplimiento es la persona encargada de los temas relacionados con la deontología profesional.

Principios Generales

Debido a la similitud de los riesgos, productos y servicios ofrecidos en los diversos mercados de valores, los principios de una conducta profesional apegada a la ley y estándares éticos son, en su mayoría, comunes a todas las plazas.

Tal como lo hemos mencionado, muchas de estas conductas han sido igualmente recogidas en leyes y reglamentaciones, razón por la cual se puede creer que no es necesario volver a adoptarlas a lo interno de una entidad. En parte esto es cierto, ya que el comportamiento deseado o no deseado será obligatorio para todos los profesionales que intermedian en el mercado de valores, independientemente de que exista o no un código de normas de conducta en la entidad para la que trabajan.

No obstante, elaborar un documento que incluya todos los estándares éticos deseados, incluyendo las conductas que ya están contempladas o protegidas por las leyes y reglamentaciones, tiene sus ventajas. Entre éstas, a) la posibilidad de incorporar estas normas al Reglamento Interno de Trabajo, con lo cual su inobservacia puede dar derecho a sanciones por parte del empleador, b) servir como documento recordatorio o de consulta, y c) transmitir el mensaje de que la entidad se encuentra firmemente comprometida con el cumplimiento de las obligaciones legales como parte de los estándares éticos que enmarcan el ejercicio de la actividad.

La deontología profesional relacionada al mercado de valores comprende generalmente los siguientes principios generales[175]:

Conducta en el trato con los clientes

Trato justo y equitativo.

Los clientes deben recibir trato justo y equitativo. Esto significa tratarlos con imparcialidad, sin privilegiar indebidamente a uno de ellos en detrimento del resto y dando siempre prioridad a los intereses de los clientes por encima de los propios.

No debe haber discriminación. No se discriminará a los clientes debido a su raza, religión, nacionalidad, edad, sexo o estado civil.

No se debe condicionar la oferta o hacer tratos indebidos para alterar precios. No se debe variar o condicionar la disponibilidad o precio de un producto o servicio ofrecido, con el objeto de lograr la venta de otros productos o servicios de la misma entidad o sus afiliadas. Igualmente no deben hacer tratos indebidos con la competencia para alterar precios o prácticas del mercado.

No se deben anteponer transacciones por cuenta propia. Los empleados deben abstenerse de realizar para su propio beneficio, una transacción similar a la previamente solicitada por un cliente, siendo posible ejecutar primero las instrucciones de éste bajo los mismos términos y condiciones (de la transacción).

---

[175] Tal como lo mencionamos en líneas anteriores, si bien las entidades reguladas son las que adoptan las normas de conducta, los destinatarios de las mismas son las personas naturales que trabajan en éstas. Por esta razón, cuando hagamos mención a "los empleados", nos referimos a todas las personas que ejercen una actividad profesional de manera habitual en el mercado de valores, incluyendo aquellas que puedan no estar reguladas de manera particular, como es la de analizar los mercados y publicar opiniones sobre el comportamiento esperado de ciertos valores. Por ende, de ninguna manera debe entenderse que hacemos referencia exclusiva al Corredor de Valores. Igualmente cuando hacemos mención a "la entidad", nos referimos a aquellas que adoptan o deben adoptar códigos de ética.

La práctica de negociar anticipadamente y por cuenta propia valores sobre los cuales se tiene conocimiento que otras órdenes internas afectarán el precio de los mismos, es conocida en inglés como *"front running" o "forward trading"*. Algunos mercados autorizan esta práctica bajo ciertas condiciones, como por ejemplo, que la orden del cliente puede ejecutarse inmediatamente después, al mismo o mejor precio.

El *"front running"* también está prohibido cuando el empleado se adelanta a negociar sabiendo que una orden -usualmente de gran volumen- provocará la suspensión de la negociación de un valor.

No se debe abusar del cliente cuando se tiene la posición de contraparte. Siempre debe informarse al cliente cuando la entidad está actuando como contraparte en una transacción, y las condiciones aplicadas -comisiones, precios, etc.- deben ser comparables a aquellas que el cliente hubiera obtenido si la transacción se hubiera desarrollado en el mercado.

No se debe inducir al cliente a la realización excesiva de transacciones. No se debe inducir al cliente a realizar transacciones o negocios innecesarios con el único objeto de obtener beneficio personal. La práctica, por parte de un corredor de valores, de incrementar sus comisiones a través de la negociación excesiva de valores para un cliente, se conoce en inglés como *"churning"*¸*"twisting"* u *"overtrading"*. Esta práctica ha sido prohibida por el artículo 41 del Decreto-Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante, Ley de Valores) y el artículo 15 del Acuerdo 5-2003 de la Comisión Nacional de Valores.

Divulgación previa de las prestaciones y precios. Los precios y las condiciones de las prestaciones deben ser claras y conocidas por el cliente. Igualmente debe informarse al cliente cuando el precio o comisión varíe por situaciones excepcionales.

En este sentido, el Acuerdo 5-2003 en su artículo 12 establece la obligatoriedad de entregar al cliente los documentos contractuales, como lo son el contrato y las tarifas de comisiones y gastos, entre otros. Por otra parte, el artículo 19 establece la obligación de informar al cliente sobre las modificaciones a las tarifas, lo cual debe hacerse dos meses antes que puedan serle aplicadas.

El artículo 23 del mismo Acuerdo prohibe a las entidades cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los fijados en sus tarifas, aplicar condiciones más gravosas, ni repercutir gastos no previstos o por conceptos no mencionados en las mismas, salvo en operaciones no habituales. En ningún caso podrán cargarse comisiones o gastos por operaciones innecesarias, servicios que no hayan sido efectivamente prestados, o por aquéllos que no hayan sido aceptados o solicitados en firme por el cliente.

Trato justo en la legislación panameña

El artículo 39 del Decreto-Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante, Ley de Valores) establece la obligación para las casas de valores, de dar trato justo a los clientes. Igualmente el artículo 54, al establecer el estándar de las reglas internas de las organizaciones autorreguladas, incluye varias disposiciones que persiguen el trato justo y equitativo hacia los miembros.

El Acuerdo 5 de 2003 de la Comisión Nacional de Valores, que impone a los sujetos regulados la obligación de adoptar un código de conducta, propone un modelo de "Código General de Conducta de los Mercados de Valores", cuya regla primera se refiere al deber de las Casas de Valores de actuar con imparcialidad y buena fe en beneficio de los clientes y del buen funcionamiento de los mercados. Algunas de las conductas prohibidas para las Casas de Valores conforme a este artículo son:

- No deberán, en beneficio propio o ajeno, provocar una evolución artificial de las cotizaciones.
- No deberán anteponer la compra o venta de valores por cuenta propia en idénticas o mejores condiciones a la de sus clientes, tanto de aquéllos que hayan dado una orden en firme como de aquéllos otros a los que esté gestionando sus cuentas de inversión en virtud de mandatos genéricos o específicos.
- Cuando se negocien órdenes de forma agrupada por cuenta propia y ajena, la distribución de los valores adquiridos o vendidos o de los potenciales beneficios, tanto si la orden se ejecuta total o parcialmente, debe asegurar que no se perjudica a ningún cliente.
- Una Casa de Valores no deberá, sin perjuicio de la libertad de contratación y de fijación de comisiones, ofrecer ventajas, incentivos, compensaciones o indemnizaciones de cualquier tipo a clientes relevantes o con influencia en la misma cuando ello pueda suponer perjuicios para otros clientes o para la transparencia del mercado.
- No se deberá inducir a la realización de un negocio a un cliente con el fin exclusivo de conseguir el beneficio propio. En este sentido, las Casas de Valores se abstendrán de realizar operaciones con el exclusivo objeto de percibir comisiones o multiplicarlas de forma innecesaria y sin beneficio para el cliente.
- Las Casas de Valores no deberán actuar anticipadamente por cuenta propia ni inducir a la actuación de un cliente, cuando el precio pueda verse afectado por una orden de otro de sus clientes.

Trato profesional y diligente

Se deben realizar los mejores esfuerzos para ejecutar las instrucciones que se reciben del cliente prontamente y a cabalidad, teniendo en cuenta su naturaleza y

circunstancias. Para esto, se deben obtener todas las precisiones que sean útiles para lograr el buen resultado de las mismas.

Se debe actuar con diligencia en determinar la mejor manera de ejecutar la instrucción del cliente (por ejemplo, mediante la selección del intermediario y plaza más conveniente), de forma que pueda obtener el precio más favorable posible para éste tomando en cuenta las condiciones prevalecientes en el mercado, tales como la rapidez de ejecución o la posibilidad real de negociación. Este principio es conocido en inglés como *"best execution rule"*.

El artículo 7 del Acuerdo 5-2003 impone a las entidades la obligación de ejecutar o poner los medios necesarios para hacer llegar la orden de un cliente 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 debe exponer al cliente las razones concretas por las cuales no se pudo ejecutar.

En la práctica, no es un hecho poco frecuente o excepcional el que una transacción no pueda ser ejecutada el mismo día de su recepción; por ejemplo, cuando hay que hacer órdenes grupadas para ciertos valores o debido al análisis de transacciones inusuales o por la simple diferencia de horarios en los mercados. Es por esto que nos parece conveniente que las entidades establezcan en sus contratos, cláusulas que adviertan a los clientes sobre estas posibilidades y limiten su responsabilidad en este sentido.

Recomendación adecuada

Al momento de brindar asesoría a un cliente, se deben tener bases razonables para creer que la recomendación es adecuada para ese cliente. Para esto, se debe tomar en cuenta la experiencia, conocimiento y capacidad del cliente para comprender las características, riesgos, términos y condiciones de la transacción.

Antes de ejecutar una transacción, hay que asegurarse que el cliente cuenta con suficiente información sobre ésta. Cuando no la tenga, debe entonces proporcionársele al cliente las informaciones útiles relacionadas a la transacción, las cuales deben ser claras, completas, exactas y no susceptibles de inducir a error.

Se debe advertir al cliente sobre los riesgos incurridos en determinada operación, especialmente -y preferiblemente por escrito- cuando el cliente no tiene experiencia en el mercado de valores o en la transacción en cuestión. Inversiones en *"hedge funds"* (este es un tipo de sociedad de inversión o *"fondo mutuo"* generalmente no regulado por las autoridades, cuya política de inversión se apoya en técnicas de apalancamiento y especulación que incrementan el riesgo) o en mercados emergentes que comportan

un riesgo elevado para el inversionista, son ejemplos de inversiones que ameritan una advertencia especial por parte del analista o corredor.

El artículo 40 de la Ley de Valores, así como el Código General de Conducta contenido en el Acuerdo 5-2003 establecen disposiciones a torno a la recomendación adecuada.

Divulgación de vínculos

Se debe informar al cliente cuando existen vínculos con personas (naturales o jurídicas) relacionadas a la operación que se realiza. Estos vínculos pueden ser económicos, contractuales, personales, etc.; sin importar su naturaleza, debe informarse al cliente de los vínculos o situaciones que puedan crear un conflicto de interés o poner en duda la imparcialidad de la parte que ofrece el servicio.

Este es el caso cuando los valores que se ofrecen o recomiendan han sido emitidos por una entidad perteneciente al mismo grupo económico de quien hace la oferta o recomendación, o cuando existe un contrato de distribución de cuotas partes de *"fondos mutuos"* (nombre común, traducido del inglés, para referirse a los fondos o sociedades de inversión) entre quien las administra y quien ofrece o recomienda las mismas.

Esta obligación está contemplada en el artículo 20 del Acuerdo 5-2003.

Confidencialidad

Se debe respetar la naturaleza confidencial de la información recibida del cliente y terceros, y utilizar dicha información exclusivamente para los propósitos para la cual es suministrada.

Así, el artículo 38 de la Ley de Valores dispone que las casas de valores y los corredores de valores no podrán divulgar información acerca de sus clientes ni acerca de las cuentas de inversión o transacciones en valores que éstos lleven a cabo, a menos que lo hagan con el consentimiento del cliente o que la información deba ser divulgada a la Comisión en virtud la Ley de Valores o sus reglamentos o que medie orden de autoridad competente dictada de conformidad con la ley.

Es importante mencionar que, más allá de las disposiciones legales o contractuales que se adopten sobre la materia, es sana práctica y estándar ético el tratar como confidencial toda información que se recibe del cliente. De hecho, el cliente así lo espera. Por esta razón, la información recibida del cliente debe compartirse solamente con un grupo restringido de personas que por razón de su trabajo deban conocerla. Tal es el caso de las personas involucradas en la ejecución de operaciones, así como los auditores y autoridades. Igualmente en este proceso debe evaluarse la extensión

de la información a suministrar en cada caso y la pertinencia del destinatario de la misma.

La divulgación de información del cliente debe estar particularmente controlada cuando se trata de información *privilegiada*[176] o cuando existe el riesgo de crear conflictos de interés en otras áreas de la entidad. Este es el caso cuando se tiene una área que estructura la emisión inicial de valores para sus clientes (siendo este hecho en sí mismo una información privilegiada) y otra área dedicada a la preparación y publicación de análisis del mercado.

Conducta hacia el mercado: Respeto a la integridad de los mercados

Uso de información privilegiada o confidencial para beneficio personal

La negociación de valores en base a información privilegiada o *"insider trading"* en inglés, es usualmente considerada una conducta ilegal, además de contraria a la ética profesional. En algunos países, es permitida la negociación de valores por parte de quienes poseen información privilegiada relacionada a los mismos o a su emisor, siempre que la negociación sea declarada a las autoridades reguladoras.

Nuestra Ley de Valores por su parte, en su artículo 196, prohibe 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.

La Ley igualmente prohibe lo que se conoce como *"tipping"* (en inglés), que consiste en suministrar información privilegiada a una persona con la intención de hacer posible que el que la recibe, negocie valores registrados haciendo uso indebido de dicha información. Esto no es más que una reafirmación, más específica, de la prohibición general de proteger la confidencialidad de la información del cliente.

Si bien el *insider trading* o negociación de valores en base a información calificada como "privilegiada" es una conducta prohibida contemplada en la mayoría de las legislaciones, es nuestra opinión que los códigos de ética profesional deben igualmente prohibir el uso, en general, de información meramente confidencial -no necesariamente "privilegiada"- con el objeto de obtener indebidamente un beneficio personal. En otras

[176] Del artículo 196 de la Ley de Valores se desprende que la información "privilegiada" es aquella consistente en "hechos de importancia que no sean de carácter público".

palabras, debe evitarse la explotación indebida de información confidencial proveniente de todos los clientes, aunque se trate de empresas que no emitan valores.

Empleo de tácticas engañosas o fraudulentas

No deben emplearse tácticas engañonas o fraudulentas al efectuar una transacción o con el objeto de inducir a la compra o venta de un determinado valor.

Entre estas tácticas están la manipulación de mercados, la negociación tardía o *"late trading"* y las negociaciones de fondos mutuos a muy corto plazo o *"market timing"*.

La manipulación de mercados es la conducta intencional planificada para engañar a los inversionistas mediante la alteración artificial del mercado, es decir la oferta o demanda de un determinado valor. La manipulación puede incluir diversas técnicas como la divulgación de información falsa sobre una empresa emisora; limitar indebidamente el número de acciones disponibles al público; manipular los precios o crear la apariencia de que un valor se está negociando muy activamente mediante la compra y venta simultánea del mismo o dentro de un corto período de tiempo (esto se conoce en inglés como *"wash sales")*. La Ley de Valores en su artículo 201 prohíbe expresamente la manipulación.

La negociación tardía o *"late trading"* consiste en la práctica de colocar órdenes para comprar o redimir cuotas partes de sociedades de inversión (o *fondos mutuos)* después de la hora en que se calcula el valor de las mismas, pero en base al precio "vencido". El valor liquidativo o precio (NAV o *"net asset value"* en inglés) de las participaciones en los fondos de inversión se calcula por la gestora después del cierre del mercado. La diferencia de horas en los mercados puede permitir que algunas personas se beneficien de un cálculo obsoleto al no reflejar novedades que podrían haber sucedido después del cierre del mercado, cuando otros todavía están abiertos. En consecuencia, quien negocie estos valores a un precio "vencido" en conocimiento de las variaciones del mismo, negocia injustamente debido a la ventaja que posee al contar con informaciones aún no disponibles para todos los inversionistas.

Igualmente perjudicial para el mercado son las negociaciones de *fondos mutuos* a muy corto plazo o *"market timing"*, que consiste en la práctica de comprar y vender rápidamente participaciones en fondos de inversión para aprovechar ineficiencias derivadas del modo en que se calcula su precio.

Emisión de reportes sobre análisis bursátiles

En general, toda opinión o comunicación de información que emane de una entidad es susceptible de poner en juego la reputación de la misma, por lo cual las opiniones

ante el público deben someterse a un procedimiento establecido para aplicar ciertos controles sobre éstas.

Estos controles deberán ser particularmente más estrictos cuando se trate de la preparación y divulgación de reportes sobre análisis bursátiles para clientes o público inversionista. Por ejemplo, los reportes no deben contener información privilegiada o confidencial; deben ser exhaustivos, claros, precisos (se debe distinguir entre hechos y opiniones), basados en informaciones fiables cuyas fuentes deben ser citadas; imparciales (deben evitarse, o al menos divulgarse, los conflictos de interés); y no deben contener declaraciones que puedan ser engañosas.

Finalmente, además del contenido de los reportes, deben controlarse los flujos de información a lo interno de una entidad de manera que estos análisis no sean conocidos anticipadamente por otras personas que pudieran negociar en base a los mismos, cuando aún no han sido hecho públicos.

Cooperación con autoridades

La colaboración con las autoridades no es sólo una obligación legal, sino también una conducta deseable que refleja la transparencia, honestidad e integridad con la que se maneja un profesional en el mercado de valores.

Debe ser política de una entidad el que sus empleados no oculten información, especialmente a las autoridades y sus inspectores, así como a cualquier otra persona que ejerza funciones de control, tales como auditores y el Oficial de Cumplimiento.

Controles

Si bien es responsabilidad de cada una de las personas sujetas a las normas de conducta el respetar y desempeñarse profesionalmente conforme a las mismas, es igualmente responsabilidad de los directores y administradores de las entidades que las adoptan, el asegurar su cumplimiento. De lo contrario, los códigos de ética serían realmente meras declaraciones de principios, sin ninguna efectividad o impacto positivo en el negocio.

Para asegurar el cumplimiento de las normas de conducta es necesario adoptar procedimientos y controles que ayuden a mantener el buen servicio ofrecido y evitar transgresiones, al mismo tiempo que reflejan el nivel de compromiso de la entidad en asegurar la efectividad de las normas. Además, los controles permiten detectar y evaluar los procedimientos que ameritan ser aclarados o mejorados.

Los controles para asegurar el cumplimiento de las normas de conducta están primordialmente dirigidos a:

A) evitar los conflictos de interés;

B) restringir la circulación de información confidencial;

C) proporcionar al cliente o inversionistas información relevante, completa y veraz sobre las transacciones que se realizan y servicios que se ofrecen;

D) permitir la detección e investigación del incumplimiento de las normas de conducta.

Conflictos de Interés

Es esencial para toda entidad financiera el manejar adecuadamente los conflictos de interés. Los conflictos de interés pueden surgir cuando una persona o entidad se encuentra representando, al mismo tiempo, intereses de varias partes con la posibilidad de que una de las partes resulte beneficiada en perjuicio de las otras. Como parte del giro normal del negocio, es natural que surjan conflictos de interés entre:

- La entidad y sus clientes
- Dos o más clientes
- Un empleado y la entidad
- Un empleado y un cliente

Por esto, es importante que las personas sepan detectar los conflictos de interés y cómo evitarlos o manejarlos éticamente[177]. En todos los procedimientos debe quedar establecido que, en caso de duda, se debe consultar antes de actuar, e indicar claramente quién es la persona o departamento encargado de resolver estas consultas.

Las acciones a tomar para manejar el conflicto de interés dependerá de las circunstancias de cada caso. En términos generales, las soluciones para evitar los conflictos o mitigar sus consecuencias, pueden ser las siguientes:

Separación de funciones y establecimiento de barreras de información

Consiste en separar las funciones que puedan entrar en conflicto dentro de una misma entidad, mediante la atribución de éstas a departamentos diferentes, los cuales

[177] Ver artículo 39 de la Ley de Valores; artículos 14 y 20 del Acuerdo 5-2003, así como la Regla Séptima del Código General de Conducta contenido en dicho Acuerdo.

trabajarán de manera separada e independiente y sin acceso a la información confidencial que manejan los departamentos con los cuales pueda existir conflicto.

Para esto, se establecen barreras de información o *"chinese walls"* (en inglés), sobre las cuales profundizaremos más adelante, destinadas a evitar el flujo inapropiado de información, de un determinado departamento a otro.

Divulgación del conflicto de interés

La divulgación del conflicto de interés a la parte interesada es una medida recomendable cuando el conflicto parece ser inevitable. Este es el caso, por ejemplo, cuando un asesor o Casa de Valores tiene contratos de distribución con emisores de valores los cuales recomienda; o cuando los análisis bursátiles recaen sobre valores emitidos por entidades con las cuales se tienen vínculos financieros o contractuales[178].

Evitar aceptar u ofrecer obsequios o beneficios

Este es uno de los controles que pueden establecer las entidades para evitar que la independencia de los empleados se vea comprometida o se de la apariencia de esto. Mientras que algunas entidades establecen montos límites para el valor de los obsequios que pueden ser aceptados u ofrecidos, otras optan por prohibirlos totalmente.

El modelo de Código de Conducta contenido en el Acuerdo 5-2003 de la Comisión Nacional de Valores establece en este sentido que las personas que trabajen en las Casas de Valores no deberán solicitar o aceptar regalos o incentivos, directos o indirectos, cuya finalidad sea influir en las operaciones de sus clientes o que puedan crear conflictos de interés con otros clientes, ya sea distorsionando su asesoramiento, violando la discreción debida o por cualquier otra causa injustificada.

También hay que añadir que tampoco debe ofrecerse a los clientes ningún tipo de beneficio con el objeto de reducir su pérdida o aumentar su ganancia[179].

Abstenerse de participar en la operación

Las entidades deben identificar claramente las situaciones en las cuales sus empleados deben abstenerse de participar en una transacción o cuando la participación deba realizarse bajo condiciones preestablecidas.

[178] ídem.
[179] Ver artículo 42 de la Ley de Valores.

El caso típico en donde una persona debe abstenerse de realizar una operación es cuando se actúa por cuenta propia: las operaciones en el mercado no deben ser ejecutadas por sí mismo sino a través de un colega autorizado, ni tampoco en contraposición de los intereses de un cliente.

Este tipo de control permite disminuir el riesgo de *"front running"*[180] o las técnicas de manipulación del mercado[181].

Restringir la circulación de información confidencial

Existen diversos controles para asegurar la protección de la información confidencial, los cuales podemos distinguir entre generales y específicos.

Los controles generales vienen siendo aquellos establecidos para proteger la confidencialidad de todo tipo de información relacionada a los clientes y sus operaciones. Entre éstas:

- Establecer claramente las conductas prohibidas, tales como la prohibición de transportar información de clientes fuera de la entidad o de sostener conversaciones sobre clientes y sus operaciones en lugares públicos o con personas no autorizadas.
- Establecer mecanismos de seguridad (contraseñas) y niveles de acceso a la información confidencial almacenada en sistemas y archivos físicos.
- Evitar identificar a los clientes por su nombre en reuniones, conversaciones o correspondencias internas o externas; es preferible hacer mención al número o referencia de la cuenta o transacción.
- Definir los departamentos o personas con las cuales se puede compartir o no la información de clientes.

Los controles específicos son las barreras de información, también conocidas como *"murallas chinas"* o *"chinese walls"* (en inglés). Éstas consisten en un conjunto de procedimientos para evitar el flujo inapropiado de información, especialmente la privilegiada, fuera de los departamentos que reciben la misma de parte de los clientes.

De esta manera, el intercambio o cruce de información *"fuera de la muralla"* queda sometido a la supervisión y aprobación por parte de la persona autorizada, quien es generalmente el Oficial de Cumplimiento.

[180] Ver supra, p. 5.
[181] Ver supra, p. 10.

Por ejemplo, puede ser necesario que un departamento que estructura una operación (y por lo tanto maneja información privilegiada) necesite involucrar a una persona de otro departamento que usualmente no está en contacto con informaciones privilegiadas, tales como los analistas bursátiles. En este caso, será necesario que la persona *"cruce la muralla"*.

Para cruzar la muralla es necesario que el Oficial de Cumplimiento sea notificado previamente, obtenga los detalles de la transacción (nombre del cliente y de las personas involucradas) y autorice el flujo de información. La información que se le proporciona a la persona que cruza la muralla debe estar limitada a los hechos que necesita conocer para la realización de la transacción. El resto de la información que no es del conocimiento público no debe ser revelada.

La persona que cruza la muralla no deberá realizar operaciones por cuenta propia con valores relacionados a la transacción en cuestión, ni tampoco utilizar la información para fines distintos de los que justificaron el cruce de la muralla. Las restricciones serán levantadas cuando la información deje de ser privilegiada o confidencial.

Proporcionar al cliente o a los inversionistas información relevante, completa y veraz sobre las transacciones que se realizan y servicios que se ofrecen

Se deben establecer controles que permitan:

1. Verificar que el cliente o inversionista ha sido efectiva y oportunamente informado - especialmente cuando se trata de advertirle sobre los riesgos- mediante la obtención y conservación de constancias, tales como acuses de recibo, publicaciones en medios de comunicación, envío de cartas, grabaciones telefónicas, etc.

2. Asegurar la calidad -exhaustividad, objetividad, transparencia, etc.- de la información suministrada, lo cual puede lograrse mediante el uso de textos o plantillas previamente validados por otros departamentos (Cumplimiento, Asesoría Legal, etc.) o que llenen las condiciones previamente establecidas en un procedimiento específico, como es el caso de la preparación y publicación de reportes de análisis bursátiles[182].

Permitir la detección e investigación del incumplimiento de las normas de conducta.

Los procedimientos y controles deben prever medidas que permitan la detección

[182] Ver supra, punto B.3 sobre emisión de reportes.

oportuna e investigación del incumplimiento de las normas de conducta. Ejemplo de éstas son:

- Establecer procedimientos para la recepción y manejo de los reclamos de los clientes, el cual debe ser idealmente atribuido a un departamento de control (Auditoría, Oficial de Cumplimiento, Control Interno);
- Establecer procedimientos para que las personas puedan reportar internamente una conducta ilegal o contraria a los estándares éticos adoptados por la institución;
- Prever auditorías a los controles;
- Establecer procedimientos para asegurar la conservación integral de registros y constancias de lo actuado.

Para concluir, sólo nos basta mencionar que el incumplimiento de las normas de conducta puede acarrear sanciones administrativas, civiles y penales derivadas de las leyes, reglamentaciones y contratos que median entre las partes. Sin embargo, la historia ha demostrado -sobre todo recientemente- que la sanción más fuerte y hasta cierto punto "mortal" para el negocio, es el daño a la imagen, a la reputación, ya que los inversionistas -grandes o pequeños- sólo invertirán en mercados seguros y a través de intermediarios en los que puedan depositar su confianza.

LÍMITES AL DEBER DE CONFIDENCIALIDAD EN LAS RELACIONES ENTRE INTERMEDIARIOS DE VALORES E INVERSIONISTAS

Darío A. Sandoval Shaik
Abogado, Ex-Asesor Legal
Comisión Nacional de Valores

El deber de reserva de información de los clientes es una obligación jurídica impuesta en la normativa del mercado de valores por el artículo 38 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y por el artículo 18 del Acuerdo No. 5-2003 a las Casas de Valores, Corredores de Valores, Administradores de Inversión y demás intermediarios con licencia otorgada por la Comisión Nacional de Valores.

Esta obligación, además de sustentarse en la legislación específica del mercado de valores, suele estar fundamentada en determinadas cláusulas -implícitas o explícitas- de los contratos de inversión o de custodia de valores, e implica el deber del intermediario de no dar a conocer datos acerca de sus clientes, tales como su identidad, situación económica y sus operaciones y actividades.

También conocido como deber de secreto o de confidencialidad, la reserva de información implica, según el tenor del artículo 38 del Decreto Ley 1 de 1999, que los intermediarios anteriormente mencionados *"...no podrán divulgar información acerca de sus clientes ni acerca de las cuentas de inversión o transacciones en valores que éstos lleven a cabo.* No obstante este principio, que ha sido objeto de una interesante y debatida evolución tanto en el derecho bancario como en el bursátil, no es absoluto, ya que tiene límites y excepciones claramente establecidos por la legislación vigente. El propio artículo 38 en su párrafo final establece la excepción a la regla estableciendo sus límites, al disponer que deberán abstenerse de revelar la información, *"... a menos que lo hagan con el consentimiento del cliente o que la información deba ser divulgada a la Comisión en virtud de este Decreto-Ley o sus reglamentos o que medie orden de autoridad competente dictada de conformidad con la ley".*

Por su parte el artículo 18 del Acuerdo No. 5-2003 de 25 de junio de 2003[183], por el cual se reglamentan las normas de conducta, registro de operaciones e información de tarifas, señala en su segundo párrafo que *"La Comisión Nacional de Valores podrá solicitar la totalidad de la información obtenida de sus clientes a las Casas de Valores y demás intermediarios, estando obligada a mantenerla confidencial, de acuerdo con la ley".*

[183] Modificado por el Acuerdo No. 4-2004 de 1 de junio de 2004.

De los límites al deber de confidencialidad previamente señalados sólo haremos hincapié en la obligación de divulgar datos a la Comisión Nacional de Valores en virtud del Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos.

La Comisión Nacional de Valores, como organismo autónomo del Estado encargado de fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá, tiene entre sus atribuciones la supervisión, fiscalización y vigilancia del mercado de valores y sus intermediarios, velando así por el cumplimiento de la normativa vigente.

Dicha labor de supervisión, fiscalización y vigilancia, que en definitiva persigue la consolidación de nuestro mercado de valores (de reciente surgimiento y en etapa de desarrollo), así como la protección de los inversionistas, es realizada por la Comisión a través de diversos métodos, tanto a distancia (revisión de estados financieros auditados e interinos) como *in situ* (inspecciones regulares e investigaciones). De estos últimos haremos recuento a continuación.

LA SUPERVISIÓN Y FISCALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES COMO LÍMITES AL DEBER DE CONFIDENCIALIDAD

Resulta pertinente ilustrar brevemente sobre el sentido, alcance y justificación de las facultades de inspección e investigación que el Decreto Ley 1 de 1999 atribuye a la Comisión y cuyo ejercicio constituye uno de los límites al deber de confidencialidad de los intermediarios.

A) Inspecciones ordinarias:

El artículo 8, numerales 6 y 8 del Decreto Ley 1 de 1999 señala que entre las 17 funciones o atribuciones de la Comisión están tanto la realización de inspecciones como de investigaciones:

> ***"Artículo 8: Atribuciones de la Comisión***
>
> *La Comisión tendrá las siguientes atribuciones:*
> (1) ...
>
> **(6) Examinar, supervisar y fiscalizar las actividades de las organizaciones autorreguladas, de los miembros de organizaciones autorreguladas, de las sociedades de inversión, de los administradores de inversión, de las casas de valores y de los asesores de inversión, así como de sus**

respectivos corredores de valores, analistas y ejecutivos principales, según sea el caso, y de cualquier otra persona sujeta a la fiscalización de la Comisión de acuerdo con el presente "Decreto-Ley y sus reglamentos.

*(8) Realizar **las inspecciones, las investigaciones y las diligencias** contempladas en el presente Decreto-Ley." (el énfasis es nuestro)*

En desarrollo de las facultades de inspección ampliamente establecidas en la excerta que antecede, el artículo 264 del Decreto Ley 1 de 1999 aporta un explícito complemento:

"Artículo 264: Inspecciones ordinarias

La Comisión podrá realizar inspecciones periódicas a las organizaciones autorreguladas, a los miembros de organizaciones autorreguladas, a las casas de valores, a los administradores de inversión y a cualquier otra persona a la cual le hubiese otorgado una licencia con el fin de fiscalizar que dichas personas cumplan debidamente las disposiciones de este Decreto-Ley y de sus reglamentos.

La Comisión podrá solicitar asistencia a la Superintendencia de Bancos en la inspección en materia bursátil de las personas descritas en el párrafo anterior que por tener licencia bancaria estén además sujetas a la inspección y fiscalización de la Superintendencia de Bancos. En estos casos, la Comisión podrá intercambiar información confidencial sobre dichas personas con la Superintendencia de Bancos, y ésta y su personal quedarán obligados a mantener reserva sobre dicha información de conformidad con el presente Decreto-Ley."

La facultad de inspección es ejercida a través de la puesta en práctica de los planes anuales de supervisión desarrollados por las Direcciones Nacionales de Mercados de Valores y Fiscalización y de Asesoría Legal. El objetivo de esta supervisión *in situ* es alcanzar el convencimiento de que los Estados Financieros auditados e interinos de las Casas de Valores, Administradores de Inversión u Organizaciones Autorreguladas presentados en su momento a la Comisión, han sido presentados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), libres de representación errónea de importancia relativa, en cumplimiento del Decreto Ley 1 de 1999 y los Acuerdos 2-2000 y 8-2000[184]. Adicionalmente, en las inspecciones in situ se verifican: Los sistemas de contabilidad y de control interno; la existencia de los libros necesarios

[184] Modificado por el Acuerdo 7-2002.

para la llevanza de la contabilidad y de los asuntos societarios; conciliaciones bancarias; cotejo de saldos de los activos y pasivos vs. documentos sustentadores; asientos contables, etc.

Por otra parte, en sus inspecciones ordinarias la Comisión, como organismo de supervisión y control en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo, verifica aspectos como: El cumplimiento de los procedimientos y políticas para la apertura de una cuenta nueva y el mantenimiento de cuentas de clientes existentes, así como actualización de dichos expedientes, haciendo énfasis en clientes considerados como riesgosos; que la diligencia debida se esté aplicando para cada cliente; los procedimientos establecidos para obtener información acerca del cliente y su volumen de negocios; que todos los expedientes se encuentren documentados, de conformidad con la Ley 42 de 2000 y el Acuerdo 5-2006 relativo a la política Conozca a su Cliente.

B) Investigaciones:

Las medidas y diligencias de investigación están legalmente fundamentadas en el artículo 8 (previamente citado) y el artículo 263 del Decreto Ley 1 de 1999. Dado que en materia de mercado de valores no se cuenta con un procedimiento especial, debe seguirse el procedimiento administrativo general contemplado en la Ley 38 de 2000. Toda investigación se realiza teniéndose como premisa la sospecha de que se han realizado conductas en violación al Decreto Ley o sus reglamentos (algunas de las cuales adquirieron el carácter de delitos tras la promulgación de la Ley 45 de 2003, de Delitos Financieros), y se inician ya sea oficiosamente o a consecuencia de una denuncia. El artículo 263 del Decreto Ley 1 de 1999 señala literalmente lo siguiente:

"Artículo 263: Investigaciones

> Cuando en ejercicio de las atribuciones contempladas en los numerales 6 y 8 del artículo 8 de este Decreto Ley, la Comisión tenga razones fundadas para creer que se ha dado o pueda darse una violación a este Decreto Ley o sus reglamentos, podrá recabar de las personas registradas, sujetas a reporte o a fiscalización de la Comisión, toda la información, ya sea documental o mediante declaraciones que estime necesaria sobre las materias objeto de este Decreto Ley y sus reglamentos.

Para la obtención de las mencionadas informaciones o documentos, o para confirmar su veracidad, la Comisión podrá realizar el examen de éstos, exigir la exhibición de libros de

contabilidad y de documentos, registros y correspondencia que justifiquen cada asiento o cuenta, así como examinar las actas y demás documentos que contengan las decisiones de la sociedad. La facultad examinadora se extiende a cualquier subsidiaria de la sociedad o a cualquier afiliada sobre la cual la sociedad registrada o sujeta a reporte ejerza control según se define en este Decreto Ley. Las personas registradas o sujetas a reporte quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión los libros, registros y documentos que le fueran requeridos, sea cual fuere su soporte y que ésta considere necesarios, incluidos los programas informáticos y los archivos magnéticos, ópticos o de cualquier otra clase.

La Comisión podrá, cuando sea necesario y relevante a dichas investigaciones, compeler a cualquier persona a que presente los documentos o la información, o rinda declaraciones juradas ante ella. Si la persona no presenta los documentos o la información, o no rinde las declaraciones requeridas por la Comisión, o lo hace en forma evasiva o incompleta la Comisión podrá solicitar a los tribunales de justicia que ordenen a dicha persona comparecer ante ella y cumplir con lo requerido. La renuencia a dar cumplimiento a lo ordenado por el Tribunal se tendrá por desacato."

De lo anterior podemos deducir claramente que las facultades de investigación y sanción establecidas en el marco regulador del mercado de valores de Panamá, entendidas en su sentido más lógico y sencillo, son susceptibles de ser ejercidas por la Comisión cuando tenga razones para creer que se ha dado o pueda darse una violación al precitado Decreto Ley o sus reglamentos.

Se concluye igualmente que la norma confiere a la Comisión total discrecionalidad en lo relativo a los requerimientos que formule a los intermediarios de todo tipo de documentos, incluidos los relacionados a sus clientes, con el propósito de determinar la existencia de posibles violaciones al Decreto Ley 1 de 1999 y sus reglamentos.

Por otra parte, y como ha podido apreciarse, el Decreto Ley 1 de 1999 y sus Acuerdos reglamentarios otorgan a la Comisión suficientes poderes fiscalizadores para adecuarse a los estándares y objetivos de regulación y fiscalización del mercado de valores de conformidad con IOSCO (International Organization of Securities Commissions), de la cual la República de Panamá es miembro a través de la Comisión Nacional de Valores.

De los treinta principios emitidos por IOSCO para la regulación del mercado de valores, tres están destinados a la materia específica de la fiscalización, o lo que es lo mismo, la supervisión del cumplimiento de la regulación de valores, a saber:

- El regulador debe contar con poderes absolutos de inspección, investigación y fiscalización. (principio 8)

- El regulador debe contar con poderes absolutos para hacer cumplir las normas. (principio 9)

- *El sistema regulatorio debe asegurar el uso efectivo y confiable de la inspección, investigación, fiscalización y poderes coercitivos, así como la implementación de un programa efectivo de cumplimiento. (principio 10)*

Consideramos por lo tanto que las facultades de la Comisión para exigir a los intermediarios todo tipo de información sobre sus clientes están normativamente respaldadas, no sólo por el Decreto Ley 1 de 1999 y el Acuerdo 5-2003, sino que responden plenamente a los principios y objetivos fundamentales de IOSCO, y constituyen una de las excepciones al deber de confidencialidad de los intermediarios de valores.

Pasando brevemente del plano normativo al doctrinal, y como justificación de la necesidad de la existencia de facultades de investigación y sanción en poder de las entidades reguladoras de los mercados de valores, el autor español Pedro Villegas Moreno manifiesta que éstas "resultan más exigibles y necesarias cuando se trata de proteger determinados sectores de actividad y relaciones que, por su naturaleza e importancia, constituyen pilares básicos sobre los que descansa el modelo económico y social del Estado. En este campo se debe entender el sector financiero en general, y el del mercado de valores en particular, cuya integridad y eficacia merece un sistema de defensa especial, en cuanto motor de la economía de un país y sobre el que hay que procurar que los inversores y ciudadanos en general no pierdan su confianza." (Pedro Villegas Moreno, Curso de Regulación y Supervisión del Mercado de Valores, CEDDET, España 2003, p. 5)

Por muy amplio que sea el criterio de un intermediario con relación a lo que constituye el deber de confidencialidad, éste no está legalmente facultado para sustraerse a las actuaciones del regulador ni para negarse a colaborar, razón por la cual deberá suministrar la información de los clientes requerida por la Comisión. Una actuación contraria equivaldría a dar a este deber de reserva un carácter absoluto e ilimitado, elementos contrarios al marco regulador del mercado de valores de Panamá.

Sin perjuicio de lo antes señalado, toda la información proporcionada por un regulado a la Comisión Nacional de Valores sólo es utilizada para propósitos que guardan relación exclusiva con la aplicación de las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 y Acuerdos reglamentarios. Por lo tanto, la reserva y confidencialidad de la información está integralmente garantizada por esta autoridad en todo momento.

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

CAPÍTULO SEGUNDO

FUNCIONAMIENTO, CONTRATACIÓN Y COMPETENCIA EN LOS MERCADOS DE VALORES.

TEOREMA MODLIGLIANI - MILLER: ENTRE LA PRÁCTICA Y LA ACADEMIA

José N. Abbo.

El Teorema Modligliani - Miller, fue concebido en 1958 por los economistas Franco Modligliani y Merton Miller. El Teorema dicta que el valor del mercado de una empresa (es decir el precio que le asigna el mercado a los valores de una empresa que se negocian entre terceros) no guarda relación alguna con su estructura de financiamiento sino con su capacidad de generar ingresos sobre las inversiones que efectúa.

Al asignar aquella tasa de descuento (o retorno esperado para el inversionista) con el que se pretende encontrar el valor justo de una firma (mediante la suma descontada de sus flujos de operación), no importa como esté conformada su estructura de capital (mucha o poca deuda), sino el resultado de las inversiones efectuadas con el capital obtenido. El hecho de que una empresa esté apalancada en un 10% o en un 200%, de acuerdo al Teorema, es irrelevante.

El Teorema MM, tiene sus adherentes académicos, pero a la vez ha sido ampliamente criticado por no adaptarse a las realidades del entorno financiero. Entre las principales críticas está el hecho de que el modelo fue desarrollado bajo supuestos bastante estrictos que no toman en consideración las fricciones del ambiente financiero, asumiendo que los mercados son "perfectos".

¿A qué nos referimos con eso de mercados "perfectos"?

El Teorema parte de la premisa que el mercado de valores (en donde se observará el valor de la firma) es un mecanismo eficiente en donde toda información que tenga relevancia sobre las operaciones de la empresa, se verá reflejada en su valor. Así mismo, que al tomar la decisión de inversión, los administradores se les ha provisto de toda la información necesaria con tal de proceder de manera racional con el proyecto.

Éste insinúa entonces que en una mesa de negociación o al momento de tomar la decisión de invertir o especular, operamos bajo un esquema 100% transparente. Situación que saben los que viven día a día las realidades del mundo de negocio y del mercado, no es verdad. Siempre, tanto en mercados de países desarrollados como en aquellos subdesarrollados existen diversos factores que habrán de impedir la aplicación en la práctica de la eficiencia de la información del teorema. No existe mercado simétrico sino más bien asimétrico, y estas son las "imperfecciones" que dan cabida a explotar las oportunidades de renta en el día a día del entorno de los mercados financieros.

Sea un individuo o una empresa, el otro defecto resaltado y documentado, es que el modelo no considera los costos de transacción que influyen sobre el retorno neto de una inversión (tanto del lado del que obtiene el capital como aquel que lo ofrece). ¿Acaso lo inversionistas no pagan comisión por adquirir un bono o una acción, y las empresas no pagan por desembolsos de financiamientos o emisiones de acciones? No, dentro de la perfección del Teorema MM.

Siguiendo así con las críticas, el Teorema, tampoco toma en consideración los tributos impositivos que hemos de hacer al Estado; tanto como individuos así como corporaciones, y que al final afectará la rentabilidad neta del inversionista y de la empresa.

El Teorema MM tampoco toma en consideración que existen costos cuando una empresa esta por entrar o efectivamente entra en un proceso de quiebra. Situación que interesantemente se podrá dar, cuando los flujos de efectivo esperados de las inversiones apenas cubren por los gastos financieros que surgen a raíz de un endeudamiento descontrolado.

Como todo experimento, dice Peter Bernstein en su libro Capital Ideas, Modligliani y Miller trataron de correr su ensayo en pulcros tubos de probeta. La mayor queja que se tiene sobre este teorema, citando a Bernstein quien no obstante, defiende la estructura teórica del mismo, es que carece de realismo, dado los estrictos parámetros aplicados con tal de confirmar sus proposiciones.

El profesor Robert H. Parks, en su libro "The Witch Doctor of Wall Street", va un poco más al extremo, dedicando un capítulo entero a la irrelevancia de la relevancia del trabajo MM, acusando al Teorema de utilizar supuestos como si se estuviera con "Alicia en el país de las maravillas".

Al día de hoy el Teorema, al igual que otros tantos modelos teóricos financieros siguen estando sujetos a críticas y refinamiento con tal de encontrarles una aplicación más realista al mundo en donde los administradores, una vez tomada la decisión de inversión, aún enfrentan situaciones imprevistas, costos no contemplados y eventos exógenos impredecibles, imposibles de cuantificar al momento de "tirar los números".

La realidad, explican los profesores Eugene F. Brigham y Joel F. Houston de la Universidad de Florida, es que "nadie sabe como identificar precisamente la estructura de capital óptima de una empresa, o como medir los efectos de la estructura de capital en el precio de las acciones y el costo de capital", es decir, su valor de mercado. "En la práctica", continúan, "las decisiones deben ser hechas utilizando una combinación de juicio y análisis numérico".

Al día de hoy, banqueros, analistas y las agencias calificadoras de riesgo siguen tomando en consideración la estructura de capital de una empresa cuando efectúan sus análisis de riesgos y asignan la tasa de descuento que le permitirá obtener el valor de una empresa basados en la volatilidad de los ingresos o flujos operativos afectados por la estructura financiera de una compañía, entre otros.

Ceteris paribus, la calificación de crédito de una empresa con un apalancamiento menor al 20% será superior a aquella con apalancamiento superior al 100%. El mercado habrá de asignar una tasa de descuento inferior a la primera que a la segunda y por ende un valor de mercado superior. Entre la práctica y la academia, en el mundo real, la estructura del capital, contrario al Teorema de los galardonados del premio Nobel, sí importa.

EL ENCANTO FINANCIERO DEL CANAL DE PANAMÁ.

José N. Abbo

¡Qué triste es detenerse y darlo todo por concluido!...
Alfred, Lord Tennyson, Ulysses
David McCollough, El Cruce Entre Dos Mares

Se espera que en no más de cuatro años - y si el referéndum lo permite - se proceda con el tan ambicioso proyecto de la expansión del Canal. Es imperativo que un proyecto de tal magnitud proceda. El Canal, tras 90 años de servicio debe actualizar su infraestructura si es que desea seguir siendo un enclave del engranaje comercial mundial. Desde el aspecto económico, Panamá, como país, no puede asumir el riesgo de que en unas cuantas décadas el valor terminal de este tan valioso activo termine prácticamente en cero para las exigencias monumentales del intercambio global de mercancía a través de los Continentes.

El proyecto del Canal daría un fuerte impulso a la economía nacional, dando trabajo de manera directa e indirecta a miles de panameños, asesores, profesionales, técnicos e ingenieros. Atraería toda clase de empresas internacionales e incentivaría la creación de nuevas empresas nacionales conexas a la obra. A los puertos del país llegarían cientos, quizás miles de turistas que desearían vivir a primera vista la construcción lo que quizás uno que otro de sus ancestros vivió, sudó o dio su vida trabajando en la primera magna etapa de 1870 a 1914. Los beneficios de la expansión van más allá del estimado de los cinco mil millones que ésta pudiera costar.

En el ámbito financiero el desarrollo de esta obra también se resentiría a escala internacional, atrayendo capital extranjero, inversionistas, especuladores y claro está, los arquitectos financieros como banqueros de inversión

quienes, estoy seguro, jugarán un importantísimo papel en el financiamiento de esta obra. Estos expertos en el arte de la creatividad financiera, promoverían emisiones globales, no solamente del propio país, sino de empresas que directa o indirectamente requerirían capital para suplir al canal de productos y servicios y así explotar las diversas oportunidades de renta que ofrecerá la obra.

Como consecuencia se pudiera esperar que en Panamá brotaría oficinas de representación de los principales banqueros de inversión y casas de valores como Bear, Stearns & Co. Inc., Credit Suisse First Boston, Goldman, Sachs & Co., J.P. Morgan, Morgan Stanley, etc., desde donde sus analistas y promotores seguirían paso a paso los avances de la obra haciendo sus recomendaciones de comprar, vender o mantener deuda panameña, promover valores emitidos por empresas relacionadas al desarrollo de la expansión del Canal e ingeniándose instrumentos derivados y sintéticos que apostarán a los vaivenes de la misma obra.

Fuera de las complejidades de las notas estructuradas que surjan de la imaginación de los ingenieros financieros, el proyecto de la expansión del Canal también podrá representar una excelente oportunidad para dar un fuerte impulso a la Bolsa de Valores de Panamá. Finalmente esta se pudiera convertir en eje central de financiamientos estructurados y ocupar un lugar en la historia financiera junto a la expansión del Canal de Panamá. El hecho de que esta obra requerirá miles de millones de dólares, no necesariamente implica que la participación financiera en ésta habrá de estar limitada a inversionistas pudientes, clientes institucionales, agencias multilaterales y demás. Con un poco de imaginación también se pudieran estructurar instrumentos accesibles al inversionista común.

Por ejemplo, una idea es el del fideicomiso negociado en bolsa. En este caso se estructura un fideicomiso cuyo mandato sería el de únicamente adquirir bonos con el solo propósito de proveer recursos de capital a la expansión del Canal. Para la obtención de este capital con el cual se adquirirán dichos bonos, se emitirían certificados de participación en el fideicomiso a través de oferta pública inicial en la Bolsa de Valores de Panamá. Dichos certificados negociables representarían una participación fraccionaria en los instrumentos de deuda que ha adquirido el fideicomiso. Estos pudieran ser emitidos con un valor nominal lo suficientemente accesible para el "pequeño" inversionista, digamos US$25.00 por certificado.

De esta manera, el inversionista no tendría que pagar los US$1,000 mínimos de valor nominal que por lo general se emite un bono común. El fideicomiso transferiría a los tenedores de los certificados, el interés devengado del cupón que paga el bono o bonos al fideicomiso. Al vencimiento del bono se procede a la liquidación del fideicomiso y se devuelve el valor nominal o el principal a los participantes.

Como estos valores serían negociados en un mercado secundario en la Bolsa de Valores de Panamá, aquellos inversionistas que por algún motivo, no desean mantenerlos hasta la liquidación del fideicomiso, bien pudieran ofrecerlas a la venta en un mercado dispuesto. Por otro lado, aquellos que perciben una buena oportunidad de asumir el riesgo que transfiere el vendedor, así mismo adquirirían estos valores en el mercado secundario de la Bolsa de Valores de Panamá.

Opciones para el Canal

Otra estrategia que se pudiera considerar es la de la llamada "opción cubierta", la cual inicialmente permitiría a la Autoridad del Canal de Panamá, ir acumulando un flujo de caja en preparación de alguna emisión la cual pudiera tener como garantía una porción de efectivo ya acumulado sin menoscabar la posición líquida actual del Canal de Panamá.

En este caso, se le ofrecería a los usuarios del Canal la opción de compra de peajes a futuro. Un usuario pagaría una "prima" por el derecho de fijar el precio de dicho peaje y al momento de utilizar la ruta en el futuro, si dicho peaje efectivamente ha incrementado por encima del valor pactado, este ejercería su opción y pagaría el peaje previamente acordado en el contrato de opción de compra. Por su parte, el Canal habrá recibido hoy, un flujo de efectivo anticipado previo al uso de la vía interoceánica por haber vendido la opción que permite al usuario fijar el costo del peaje al futuro.

Los flujos de recibidos de la prima de las opciones, se irían depositando en un fideicomiso administrado. Dichos flujos serían re-invertidos en instrumentos con alta calificación crediticia, por ejemplo, letras, notas o bonos del tesoro de los Estados Unidos. Al momento de hacer algún tipo de emisión, dicho fideicomiso fungiría como respaldo a los tenedores de los bonos el cual respondería en el caso extremo de que el pago o retorno de su inversión se pusiera en duda. Considerando que en la cartera del fideicomiso se incluirían instrumentos de la más alta calidad crediticia los inversionistas percibirían una emisión con la garantía de este fideicomiso de menor riesgo, resultando en un menor costo de capital para el Canal de Panamá y por ende el financiamiento de su expansión.

Pronto Panamá volverá a visitar los fascinantes tiempos de principios del siglo XX con la masiva transformación de un proyecto de ingeniera que para muchos es considerada como la octava maravilla del mundo. Espero que este artículo sirva a aquellos en cuyas manos está llevar hacia adelante tan magnificente transformación, despertar su intriga en algo que representa todo un encanto financiero.

ACCIONES PREFERENTES ACUMULATIVAS ¿FORMA SOBRE SUSTANCIA?

Carlos A. Barsallo P.*
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)
Ex Comisionado Presidente 2001-2004

¿Las acciones preferentes acumulativas son deuda o capital?
En este escrito presentamos información que debe permitir analizar la pregunta antes indicada en el derecho panameño. Para ello veremos: I. Conceptos básicos; II. La Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32); III. Casos prácticos en el mercado de valores panameño y IV. Conclusiones generales.

I. Conceptos básicos.
En el comercio se denomina *acción* una de las partes en que se divide el fondo o capital de una sociedad. Entre las clasificaciones de acciones tenemos la de *acciones comunes* y *acciones preferidas o preferentes*. Las acciones comunes son aquéllas que no detentan ningún privilegio en especial. Estas acciones tienen el derecho, en caso de disolución de la sociedad, a recibir la cuota de liquidación y, en caso de que sea declarado por la Junta Directiva, a percibir dividendos. Usualmente tienen el derecho de voto.

Las acciones preferidas o preferentes conceden al titular ciertos derechos preferentes sobre el resto de los accionistas. Estos derechos son o una preferencia en el pago de dividendos, o sobre la cuota de liquidación, o inclusive ambos derechos. En otros Derechos, como por ejemplo en el español, este tipo de valor se denomina participación preferente en lugar de acción preferente, con el objeto de evitar cualquier tipo de confusión por parte de los inversionistas con las acciones ordinarias de las sociedades españolas cotizadas en Bolsa. *(Luis Acuña Alonso y Víctor M. Martin Samaniego. El traslado a España de las estructuras de captación de recursos en los mercados internacionales de capitales. Página 71).*

Las acciones preferidas se pueden dividir en *acciones preferentes acumulativas y acciones preferentes no acumulativas*. Las acciones preferidas acumulativas son acciones preferidas cuyos dividendos, si son omitidos debido a ganancias insuficientes, o por cualquier otra razón, se acumulan hasta que sean pagados. Tienen preferencia sobre los dividendos pagaderos a las acciones comunes, los cuales no podrán ser pagados mientras exista la obligación de pagar a las acciones preferidas acumulativas. La mayoría de las acciones preferidas que se emiten hoy día son acumulativas. *(Barron´s Financial Guide. Dictionary of Finance and Investment Terms).*

Las acciones preferentes no acumulativas son aquellas acciones preferidas en las cuales los dividendos no pagados no se acumulan. Un dividendo omitido, como regla, nunca será pagado. *(Barron´s Financial Guide. Dictionary of Finance and Investment Terms).*

Las acciones preferentes pueden ser redimibles. Es decir, se deben o pueden repagar en un momento previamente determinado. La redención puede ser obligatoria por así haberlo dispuesto contractualmente el emisor o a discreción del emisor por haberse reservado ese derecho al momento de la emisión de la acción.
Las acciones preferidas se utilizan por sociedades que desean obtener recursos sin aumentar su capital ni penalizar su balance con la introducción de deuda adicional. No obstante lo anterior, el uso principal de las acciones preferidas se da en entidades de crédito, fundamentalmente bancos, con el objeto de cubrir o reforzar sus exigencias de recursos propios regulatorios.

En el derecho panameño el fundamento legal para la emisión de acciones preferentes es el artículo 20 de la ley de sociedades anónimas panameña (Ley 32 de 1927). De conformidad con esta norma la sociedad tendrá facultad para crear y emitir una o más clases de acciones, con las designaciones, preferencias, privilegios, facultad de voto, restricciones o requisitos y otros derechos que su pacto social determine, y con sujeción a los derechos de redención que se haya reservado la sociedad en el pacto social.
En cuanto al tema de la redención, el artículo 18 de la citada ley dispone que ninguna sociedad podrá adquirir sus propias acciones con fondos que no sean provenientes del exceso de su activo sobre su pasivo o de las ganancias netas si por razón de tal adquisición se reduce el valor actual de su activo a una cantidad que presente menos que el valor total de su pasivo, considerando como parte de éste el capital reducido.

En cuanto a la declaración de dividendos ésta le corresponde, en principio, a la Junta Directiva que es la que ejerce el control y dirección plena de los negocios de la sociedad conforme al artículo 50 de la ley 32 de 1927. Una decisión de la Junta Directiva negando el pago de dividendos no puede ser revocada por decisión de la mayoría de los accionistas. Las ganancias obtenidas por la sociedad al cierre de sus operaciones fiscales, no constituyen dividendos, sino hasta que así hayan sido declarados por la Junta Directiva. El hecho de que exista una cantidad apreciable de ganancias acumuladas no es motivo suficiente para que se justifique la declaración de dividendos. La declaración de dividendos crea un derecho de crédito a favor de los accionistas. Los dividendos, una vez declarados, constituyen a los accionistas en acreedores de la sociedad por la cantidad a que ascienda el dividendo así declarado. La sociedad, como deudora, no puede unilateralmente desligarse de esta obligación. Una sociedad anónima no puede garantizar el pago de dividendos. Los dividendos, sólo pueden ser pagados con las utilidades netas o sobre el exceso del activo sobre el pasivo. Una cláusula garantizando el pago de dividendos por un número determinado de años,

tendría como consecuencia el pago de dividendos sobre el capital, en las épocas en que no hubiese utilidad neta declarada. Lo anterior sería violatorio del artículo 37 de la ley de sociedades anónimas. *(Ver. Ricardo A. Durling. La sociedad anónima en Panamá. Panamá. 1986. Páginas 153 a 156).*

II. La Norma Internacional de Contabilidad NIC 32

En marzo de 1995, el Consejo del International Accounting Standard Committee (IASC) aprobó la NIC 32, *Instrumentos Financieros: Presentación e Información a Revelar.* En diciembre de 1998, el Consejo del IASC aprobó la NIC 39, *Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición,* junto con cambios en la NIC 32. En el tema objeto de este escrito se produjo el siguiente cambio: (b) *Párrafo 5 - en el que se elabora el concepto de pasivo financiero (una empresa puede tener una obligación contractual que puede cancelar bien por medio de pago con activos financieros o mediante la entrega de sus propias acciones como si fueran pasivos financieros).* La NIC 39 tendrá vigencia para los estados financieros que cubran periodos que comiencen en o después del 1 de enero del 2001. Su aplicación anterior estará permitida hasta el principio del periodo que termine con posterioridad a la entrada en vigencia de la NIC 39 (15 de marzo de 1999). Los cambios efectuados en la NIC 32, por la NIC 39, tendrán vigencia en el momento que la empresa aplique la NIC 39.

En materia de Instrumentos Financieros: Presentación e Información a Revelar, la NIC 32 en su párrafo 16 establece las siguientes condiciones para la determinación si un instrumento financiero es un instrumento de patrimonio y no un pasivo financiero: "Cuando un emisor aplique las definiciones del párrafo 11, para determinar si un instrumento financiero es un instrumento de patrimonio y no un pasivo financiero, será de patrimonio si, y sólo si, se cumplen las dos condiciones (a) y (b) descritas a continuación. *(a) El instrumento no incorpora una obligación contractual:* (i) de entregar efectivo u otro activo financiero a otra entidad; o (ii) de intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones que sean potencialmente desfavorables para la entidad emisora. *(b) Si el instrumento fuese o pudiese ser liquidado con los instrumentos de patrimonio propio del emisor, sea:* (i) Un instrumento no derivado, que no comprende ninguna obligación contractual para el emisor de entregar un número variable de los instrumentos de patrimonio propio; o (ii) Un instrumento derivado que se liquide exclusivamente por el emisor a través del intercambio de una cantidad fija de efectivo u otro activo financiero, por una cantidad fija de sus instrumentos de patrimonio propio. Para este propósito, no se incluirán entre los instrumentos de patrimonio propio de la entidad aquéllos que sean, en sí mismos, contratos para la futura recepción o entrega de instrumentos de patrimonio propio de la entidad.

Una obligación contractual, incluyendo aquélla que surja de un instrumento financiero derivado, que vaya a producir, o pueda producir, la recepción o entrega futuras de los

instrumentos de patrimonio propio del emisor, no tendrá la consideración de un instrumento de patrimonio si no cumple las condiciones (a) y (b) anteriores."
El párrafo 18 de la NIC 32 dispone: "*Será el fondo económico de un instrumento financiero, en vez de su forma legal, el que ha de guiar la clasificación del mismo en el balance de la entidad. Habitualmente, el fondo y la forma suelen coincidir, aunque no siempre lo hacen.* Algunos instrumentos financieros toman la forma legal de instrumentos de patrimonio pero, en el fondo, son pasivos mientras que otros pueden combinar características asociadas con instrumentos de patrimonio y otras asociadas con pasivos financieros. Por ejemplo: (a) Una acción preferente será un pasivo financiero si el emisor está obligado a reembolsarla por una cantidad fija o determinable, en una fecha futura cierta o determinable, o si concede al tenedor el derecho de requerir al emisor para que reembolse el instrumento, en una fecha concreta o a partir de la misma, y por una cantidad fija o determinable. (b) Un instrumento financiero que dé al tenedor el derecho a devolverlo al emisor, a cambio de efectivo u otro activo financiero (un instrumento con opción de venta), es un pasivo financiero. Esta calificación se mantendrá incluso aunque la cantidad a recibir de efectivo, o de otro activo financiero, se determine a partir de un índice u otro elemento susceptible de aumentar o disminuir, o cuando la forma legal del instrumento con opción de venta conceda al tenedor el derecho a una participación residual en los activos del emisor. La existencia de una opción, a favor del tenedor, que le permite devolver el instrumento al emisor a cambio de dinero o de otro activo financiero, significa que el instrumento con opción de venta cumple la definición de pasivo financiero."

De conformidad con la NIC 32 el emisor de un instrumento financiero debe clasificar el instrumento o sus componentes, si es un instrumento compuesto, de acuerdo con la sustancia del respectivo arreglo contractual. Las acciones preferentes redimibles de forma obligatoria para el emisor y las acciones preferidas emitidas con *put options* es decir, opciones que pueden ser ejercidas por el tenedor (quien tiene así el derecho de exigir la redención y el emisor la obligación redimir) y que pueden potencialmente requerir al emisor redimir las acciones a precios previamente establecidos deben ser presentadas como obligaciones.

El punto central es que la NICS 32 va más allá de los términos formales del instrumento financiero al buscar se determine si el mismo puede ser una obligación. Se presta atención al establecimiento *implícito* de una obligación de redimir. El ejemplo clásico que se cita es el de una acción preferida que tiene un requerimiento contractual de aumentar el dividendo unido a un *call provision (cláusula que permite al emisor redimir antes y establece las condiciones para ello)* que da al emisor el derecho, pero no la obligación, de redimir las acciones. Se entiende que el efecto práctico (sustancia) es que el emisor estará obligado en algún momento, a redimir las acciones. Por esta razón, el instrumento debe ser clasificado y contabilizado como una obligación desde su emisión

original. *(Barry J. Epstein y Abbas Ali Mirza. IAS 2002 Interpretation and appliaction of International Accounting Standards Wiley. Páginas 178 y 179).*
El International Financial Reporting Interpretation Committee (IFRIC) del International Accounting Standard Board (IFSB) ha preparado recientemente un documento de trabajo en este sentido titulado: "Classification of a financial instrument as a liability or equity." (Ver Información para observadores. Reuniones del 2 de marzo y del 22 de junio de 2006. Ver el concepto de *economic compulsion).*

III. Casos prácticos en el mercado de valores panameño.
En el mercado de valores panameño en los últimos 5 años se han dado cerca de 9 ofertas públicas de emisiones de acciones preferentes por un monto conjunto superior a 330 millones de dólares. Todas han sido emitidas por bancos. Conforme a la legislación bancaria panameña, el capital primario de los bancos puede estar representado por acciones preferidas siempre que sean perpetuas, no acumulativas, emitidas y totalmente pagadas. El capital secundario podrá estar representado por acciones preferidas (instrumentos híbridos de capital y deuda) cuando sean acumulativas y tengan las siguientes características:..... entre ellas son de plazo indefinido.

En este sentido algunos prospectos indican que en el ejercicio del derecho de redención, el emisor observará en forma especial las disposiciones legales aplicables a las entidades bancarias en materia de adecuación de capital. Adicionalmente, el emisor necesitará contar con la no-objeción de la Superintendencia de Bancos de Panamá para poder ejercer la redención.

Lo que sí indican como regla general todos los prospectos registrados en la CNV es que el emisor podrá, a su discreción, redimir las acciones preferentes, total o parcial, luego de transcurridos una determinada cantidad de años desde la fecha de su emisión. En todos los casos la cantidad de años para que se dé la redención es siempre, como regla, menor que la cantidad de años necesaria para que el inversionista pueda llegar a devengar el dividendo equivalente a la tasa fija superior a la tasa original del instrumento. Para mayor claridad se ilustra con un ejemplo: Si la acción preferente devenga los primeros cinco años un dividendo anual de 8.5% neto sobre el valor nominal de las acciones y a partir del sexto año devengará un dividendo neto de 12% sobre el valor nominal de las acciones, el emisor al mismo tiempo se reserva el derecho de redimir las acciones al tercer año de la fecha de emisión. Usualmente, y se observa como un patrón, que antes del tercer año (o la fecha que corresponda) se produce una nueva emisión de acciones preferentes las cuales indican en el detalle de uso de fondos que es precisamente para pagar la redención de las acciones preferentes originales.

En varios casos, en estas *segundas* emisiones, se ha pasado de acciones preferidas acumulativas a acciones preferidas no acumulativas con comentario positivo de

calificadora de riesgo. En algunos casos la *segunda* emisión señala un dividendo menor al dividendo original (en el ejemplo antes señalado 8.5% puede bajar a 7%).
En todo caso hay que tener en cuenta los derechos y obligaciones que derivan para una persona (inversionista) el ser ya sea: depositante de un banco, tenedor de un bono u otro valor de deuda emitido por dicho banco, un accionista titular de una acción preferente redimible y acumulativa, un accionista titular una acción preferente redimible y no acumulativa y un accionista tenedor de una acción común de esa misma entidad bancaria. Cada una de estas personas, y es importante que lo sepa y lo tenga en cuenta a la hora de tomar decisiones, se encuentra en una situación legal muy distinta y por ende, con consecuencias legales distintas para el inversionista.

IV. Conclusiones generales.
Las acciones preferentes acumulativas que contienen un requerimiento contractual de aumentar en el futuro el dividendo (y que al ser acumulativas se tendrá que pagar en algún momento) unido a redención *(call provision)* que da al emisor el derecho, pero no la obligación, de redimir las acciones tienen el efecto práctico (sustancia sobre forma) de que el emisor está obligado en algún momento, a redimir las acciones. Por esta razón, el instrumento debe ser clasificado y contabilizado como un pasivo financiero desde su emisión original. Debe prevalecer la sustancia sobre la forma.

** Las opiniones vertidas en este escrito son personales y no reflejan ni representan la posición de la CNV ni el personal que en ella labora. Este trabajo fue terminado el 30 de junio de 2006 y preparado para publicación en Revista especial del Colegio de Contadores Públicos Autorizados de Panamá.*

LA AMPLIACIÓN DEL CANAL Y EL MERCADO DE VALORES PANAMEÑO

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

De decidirnos los panameños por la ampliación del Canal ésta conllevará la necesidad de obtención de fondos. No sabemos el monto.

Una política pública conveniente para el país sería la consecución de estos fondos, o parte de ellos, de la propia población panameña.

Para ello el Canal podría hacer una oferta pública de valores de deuda y orientarla a su distribución en forma directa entre los panameños.

Los beneficios de la propuesta son numerosos. Por una parte, se hace participar y beneficiarse, en sentido económico, a la mayor cantidad de panameños. ¿No es mejor que los intereses que se tengan que pagar, vayan a dar directamente a la población antes que a otros proveedores de fondos locales o extranjeros? La inversión, de ofrecer interesantes retornos y evaluados los riesgos, podría ser atractiva para el panameño. Así como existen datos alarmantes de pobreza en Panamá, no se puede ignorar la existencia de un segmento de la población compuesto por profesionales, comerciantes, empresarios, pequeños y medianos, y trabajadores que tiene ahorros y que puede invertir. Los montos para invertir pueden ser establecidos para permitir la mayor participación.

Con este ejercicio se fomentaría el desarrollo de un mercado de valores con participación de la empresa más importante del país y la que además presenta lazos afectivos para el panameño.

Son muchos los ejemplos en la historia de mercados internacionales en los cuales por medio de la promoción de ofertas de valores de deuda (no acciones, ya que no se trata de una privatización) en proyectos nacionales se ha invitado a la población a participar en el mercado de valores.

La oferta pública de valores por el Canal de forma directa a la población tendría consecuencias, económicas, culturales y sicológicas importantes. Todo el que adquiera estos valores sería parte interesada directa. Además del valor histórico y emocional que tendría la inversión, se podría recibir un potencialmente atractivo retorno por la inversión. Es lo más próximo que tendríamos a una democratización del mercado de valores. Si bien es cierto que en los mercados internacionales, y hasta en el local institucional, se pueden obtener los fondos requeridos, no se obtendrían nunca con

las ventajas adicionales para el país que la propuesta conlleva. El hacer participar y beneficiarse económicamente y de forma directa a la población implica grandes ventajas de política pública que deben aprovecharse.
Esperamos que este escrito sirva para llamar la atención sobre el tema.

**Las opiniones vertidas son personales. Publicado en el diario La Prensa. Abril 2006.*

EL RIESGO DE CREDITO EN INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y EL USO DE LOS *CREDIT DEFAULT SWAPS* PARA SU CUBRIMIENTO

Juan Manuel Martans S.*

El objetivo de este trabajo es hacer una breve exposición sobre instrumentos financieros sensibles al riesgo de crédito y el uso de los *Credit Default Swaps* como medida de gestión de este riesgo. Por ello, haremos referencia a las carteras de inversión al vencimiento, al riesgo de crédito, a las primas de riesgo, a las calificaciones otorgadas por agencias calificadoras y finalmente a los mencionados derivados de crédito.

Carteras de inversión al vencimiento.

Los inversionistas institucionales, como bancos, clasifican sus inversiones de acuerdo al objetivo de éstas. Las dos categorías más relevantes son la cartera de inversiones negociables y la cartera de inversiones al vencimiento. En principio, una vez clasificada una inversión en alguna de estas carteras no se puede, salvo casos muy especiales, reclasificarla, es decir, sacarla de una cartera y ponerla en la otra, so pena de incurrir en sanciones por parte del supervisor.

La cartera de inversiones negociables está compuesta por instrumentos sobre los cuales se tiene el ánimo de generar una ganancia a corto plazo como consecuencia de las fluctuaciones en el precio de mercado de éstos[185]. Un ejemplo clásico de activos que hacen parte de estas carteras son las acciones cotizadas en bolsa. Aclaramos que dejaremos de lado las carteras de negociación, pues su exposición es mayormente frente al riesgo de mercado y nuestro trabajo se centra en el riesgo de crédito.

A su vez, la cartera de inversiones al vencimiento está compuesta por instrumentos sobre los cuales se tiene, tal como lo indica su nombre, la intención de mantenerse hasta su vencimiento, generando durante el plazo una rentabilidad determinada[186]. Esto quiere decir que la entidad que clasifica sus inversiones en esta categoría debe contar con la capacidad financiera necesaria para mantener cada uno de los títulos que la conforman hasta el vencimiento. Sólo los instrumentos financieros con vencimiento determinado pueden hacer parte de esta cartera, como los títulos de deuda.

[185] Las carteras de inversiones negociables se valoran diariamente a su valor razonable, siendo el precio de mercado su mejor referencia.
[186] Las carteras de inversiones al vencimiento se valoran mensualmente a su costo amortizado, no teniéndose en cuenta el precio de mercado salvo condiciones especiales

Ahora bien, los títulos de deuda, también denominados de renta fija, son instrumentos que confieren a su tenedor el derecho a percibir a futuro un flujo de pagos periódicos más el reembolso del capital en una fecha determinada, representando por consiguiente una obligación financiera para el emisor de la deuda por concepto del uso temporal del dinero de los inversionistas. Los pagos periódicos a futuro es lo que comúnmente se denomina tasa de interés o rendimientos, siendo los bonos el ejemplo más representativo de instrumentos financieros de deuda.

Riesgo de Crédito.

Todo proceso que involucre tomar decisiones financieras (como son las inversiones) conlleva un riesgo, por lo que éste es un elemento inherente a cualquier inversión. El riesgo básicamente refleja el grado de incertidumbre asociado al retorno de una inversión y, por tanto, se relaciona con la probabilidad de pérdidas potenciales que se pueden presentar a futuro en una cartera de inversiones debidamente conformada[187]. Los riesgos más significativos son el de mercado, el de tasas de interés, el de liquidez, el riesgo - país, el legal y operacional y, por su supuesto, el riesgo de crédito.

Las carteras de inversiones al vencimiento se encuentran expuestas mayormente al riesgo de crédito, no siendo relevante las fluctuaciones del mercado, a menos que sean tan negativas que permitan inferir un deterioro del emisor. Pero qué implica este riesgo? Veamos en detalle.

Desde el momento en que colocamos recursos para conformar una cartera de inversiones al vencimiento, indefectiblemente nos exponemos a que cuando vayamos a cobrar los intereses o el principal de alguno de los instrumentos que la conforman el emisor no pueda cumplir con su obligación de pago.

Por ello, podemos definir el riesgo de crédito como la potencialidad que tiene una entidad de sufrir pérdidas económicas por la posibilidad de que el emisor de una deuda no honre sus obligaciones financieras según los términos pactados. Las circunstancias económicas, políticas o legales que llevan al emisor de la deuda a no cumplir con sus obligaciones se suele denominar eventos de crédito, y éstos pueden ser imputables al emisor o a factores no imputables a éste.

Son eventos de crédito imputables al emisor los sucesos relativos a su situación financiera como la quiebra, la insolvencia, la reestructuración, el incumplimiento de pago de la deuda y el incumplimiento de pago de otras obligaciones. El repudio de la

[187] Rosillo Corchuelo, Jorge y Aldana Clemencia Martínez. Modelos de Evaluación de Riesgo en Decisiones Financieras. Bogotá, Edit. Universidad Externado de Colombia, 2004, P. 15.

deuda también es un evento atribuible al emisor, ya que éste decide por alguna razón no honrar sus obligaciones. Este es un evento de crédito típico de bonos emitidos por países cuyos presidentes o jefes de estado deciden por razones políticas, y no necesariamente financieras, incumplir parte *(selective default)* o la totalidad *(default)* de la deuda pública.

Son eventos de crédito no imputables directamente al emisor el descenso del *rating* otorgado al país de residencia de éste por parte de una agencia de calificación, el cambio negativo de la percepción del mercado sobre el emisor o la imposibilidad de honrar las obligaciones por la imposición de controles de cambio o restricciones de convertibilidad impuestas por el gobierno.

La regla general es que los inversionistas exigen mayor rentabilidad de la inversión cuando se asumen mayores riesgos crediticios y, por ello los instrumentos de deuda con características más desfavorables con respecto a otros deben ofrecer rendimientos más altos para atraer a potenciales compradores. Podemos mencionar como características desfavorables la baja calidad crediticia del emisor o del país donde éste reside.

Ahora bien, cuando se pretende hacer una inversión financiera lo primero que se debe resolver es el grado de exposición al riesgo de crédito que se está dispuesto a tolerar. Por ello, los inversionistas comparan la rentabilidad de los instrumentos disponibles en el mercado vs. su riesgo de crédito, llegando a un punto de equilibrio que se ajuste a sus necesidades. Habrá inversionistas conservadores que no están dispuestos a asumir riesgo de crédito, o si lo asumen será muy bajo, conformándose con una modesta rentabilidad, y habrá inversionistas más agresivos que estarán dispuestos a asumir más riesgo crediticio siempre que los rendimientos compensen este riesgo.

Si se quiere una inversión libre de riesgo crediticio, se escogerán valores de deuda pública[188] emitidos por estados con alta capacidad de pago, como lo son los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos *(Treasury Bonds*) o Bonos del Gobierno Alemán *(Bunds)*, considerados como instrumentos libres de riesgo de crédito o también llamados de riesgo cero, ya que la posibilidad de impago del principal e intereses es bastante remota. Es por ello que el rendimiento de estos valores es relativamente bajo.

Si se está dispuesto a tomar más riesgo crediticio por una mayor rentabilidad, se escogerán valores representativos de deuda pública de países con frágil capacidad de

[188] Deuda contratada por un Estado en forma de instrumentos financieros, en virtud de la cual el Estado se compromete al pago periódico de unos intereses y a la devolución del capital.

pago o de deuda privada[189]. El nivel de riesgo crediticio es muy diverso, pudiéndose encontrar en el mercado títulos expuestos moderadamente al riesgo de crédito como bonos corporativos calificados como BBB, u otros expuestos fuertemente a este riesgo como los bonos chatarra[190].

La recompensa que se reconoce a los inversionistas que adquieren valores expuestos al riesgo crediticio es lo que se denomina prima de riesgo, la cual se encuentra incorporada a la tasa de interés ofrecida por el instrumento y, por regla, a mayor riesgo crediticio mayor prima y viceversa. Los valores de deuda emitidos por empresas privadas son un ejemplo clásico de instrumentos con primas de riesgo, ya que estos valores, aún cuando sean emitidos por grandes corporaciones, siempre estarán expuestos al riesgo crediticio por no tener la misma fortaleza financiera y jurídica que un estado[191]. Las primas de riesgo variarán dependiendo de la condición financiera del emisor.

Medición de la prima de riesgo a través del EMBI+.

En el campo de la deuda pública, los mercados internacionales establecen primas de riesgo a la deuda emitida por países cuya capacidad de pago no es tan sólida como la de países industrializados. La ocurrencia de ciertos factores económicos, políticos o sociales puede afectar la capacidad de pago de un país, como el déficit fiscal, un bajo producto interno bruto, concentración de la riqueza, un alto endeudamiento, hiperinflación, un alto nivel de corrupción, guerras internas o gobiernos no democráticos.

La prima de riesgo para deuda soberana es el diferencial de los tipos de interés de la deuda de un país expuesto al riesgo crediticio con respecto a la de otro país considerado libre de riesgo crediticio, lo que comúnmente se conoce como riesgo-país. Así pues, la deuda emitida por países con riesgo crediticio tiene un tipo de interés más alto que la emitida por países libres de riesgo crediticio.

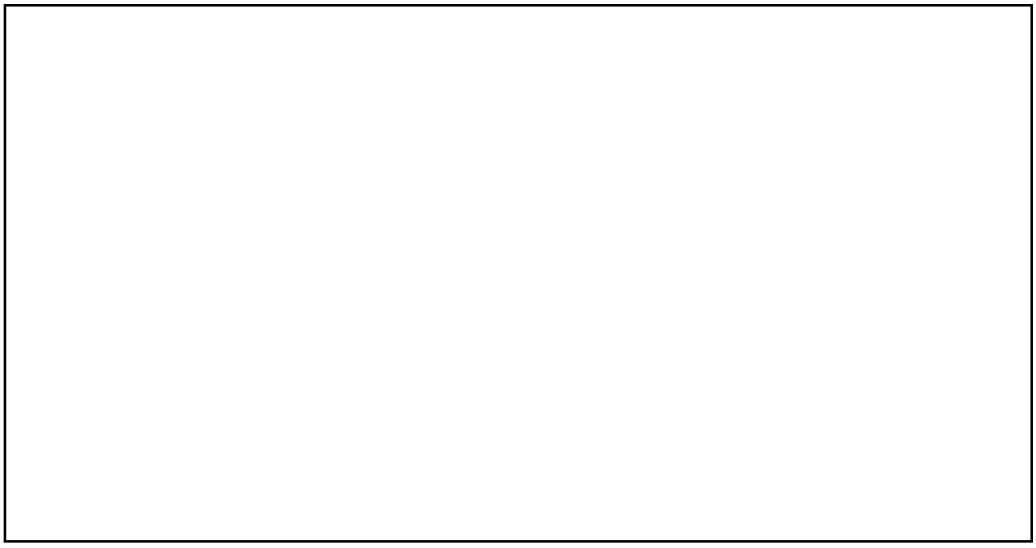
Una forma de conocer la prima de riesgo crediticio otorgada a bonos emitidos por los denominados países emergentes[192], es a través del índice *"Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+)", elaborado por el banco de inversiones estadounidense J. P. Morgan.

---

[189] Tipo de financiamiento al que recurren las empresas privadas, emitiendo títulos representativos de deuda que da a quien los posee el derecho a recibir un interés fijo por un período preestablecido y a la devolución del capital.
[190] Son bonos corporativos de alto rendimiento pero que dejan traslucir un alto riesgo de crédito.
[191] La experiencia nos enseña que las empresas, por más grandes que sean, siempre tendrían la posibilidad de quiebra, cosa que no ocurre con los Estados Soberanos, los cuales, por lo menos en teoría, no pueden quebrar.
[192] La expresión "países emergentes" trasmite la idea de que se trata de naciones que se encuentran en un proceso de transformación de país en desarrollo a país industrializado. Por consiguiente, también podrían recibir la denominación de países en desarrollo avanzados.

Este índice se construye por el promedio del diferencial o *spread* entre la tasa de rendimiento que pagan los bonos emitidos por cada una de las economías emergentes que conforman el índice y las tasas libres de riesgo que pagan los bonos emitidos por el Tesoro de los Estados Unidos para el mismo plazo. Este diferencial se mide en puntos básicos porcentuales y mientras mayor sea la percepción de riesgo crediticio de un país, mayor será su *spread.*

El siguiente gráfico muestra el spread existente a diciembre de 2005 para algunos países latinoamericanos que hacen parte del EMBI+



Fuente JP Morgan

Observamos que el *spread* de los bonos soberanos panameños en diciembre de 2005 era de 246 puntos básicos, es decir, los mercados otorgaban una prima de riesgo de 2,46% de interés adicional sobre la tasa de los bonos americanos. Esto quiere decir que si los bonos norteamericanos a diez años estaban pagando, por ejemplo, un promedio de 4%, los inversionistas exigían no menos del 6,46% de rendimientos para los bonos panameños con el mismo plazo. En el primer semestre de 2006, el *spread* de los soberanos panameños se situó en los 196 puntos básicos, uno de los niveles más bajos alcanzados en los últimos años.

Para entender mejor por qué los mercados establecen un spread determinado como prima de riesgo a un país en particular, resulta conveniente exponer dos casos extremos:

Tomemos primero el caso Argentino. En diciembre de 2001 el gobierno argentino anunció que dejaría de pagar sus obligaciones financieras, es decir, Argentina cayó en un *default* de su deuda. Los mercados internacionales se estremecieron con este anuncio,

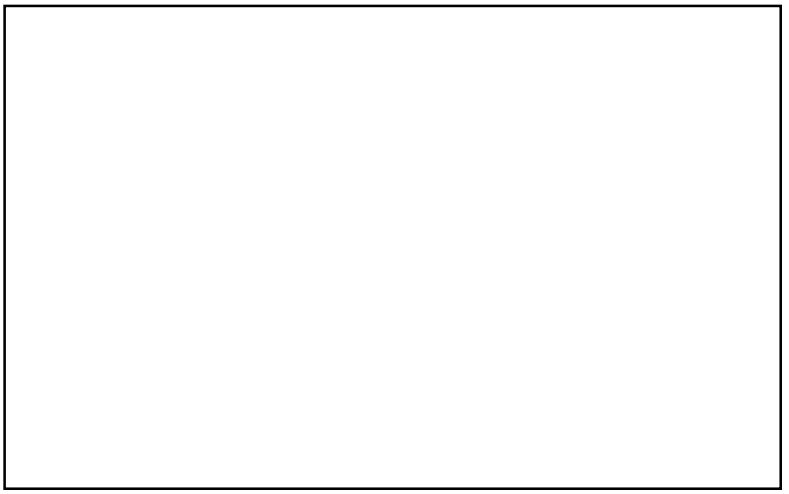
trayendo como efecto inmediato grandes pérdidas económicas para los inversionistas. Los pocos que se atrevían a invertir en estos valores poco después del *default*, muchos de ellos especuladores, exigían a finales de 2002 un *spread* de 6303 puntos básicos, es decir, la espectacular cifra de 63,03% de interés por prima de riesgo adicional sobre la tasa de los bonos americanos. Aclaramos que los bonos argentinos han tenido una recuperación notable en los últimos años, situándose el *spread*, a mayo de 2006, en 344 puntos básicos.

Ahora tomemos el caso chileno. Debido a la firmeza y crecimiento de la economía de Chile en los últimos quince años, aunado a condiciones políticas estables, los mercados estiman en la actualidad que ese país sudamericano tiene una capacidad de pago bastante sólida, por lo que a mayo de 2006 el *spread* de los bonos soberanos de Chile era de 65 puntos básicos, es decir, 0,65% de interés por prima de riesgo adicional sobre la tasa de los bonos americanos.

Calificaciones de riesgo crediticio.

Otra forma de reconocer el riesgo crediticio de un emisor de deuda, es a través de las agencias calificadoras de riesgo, las cuales evalúan la deuda de largo y corto plazo emitida tanto por empresas privadas como por el sector público. El proceso de evaluación culmina con una calificación que lleva implícita una opinión profesional sobre la capacidad financiera de una empresa o país en cumplir oportunamente sus obligaciones. Para llegar a estas opiniones profesionales, las calificadoras de riesgo desarrollan exhaustivos estudios, análisis y evaluaciones de los diferentes factores que rodean el desenvolvimiento de los emisores públicos o privados.

La regla general es que a mayor calificación crediticia menor riesgo de crédito y, por ende, menor prima de riesgo y viceversa. La siguiente gráfica nos muestra las primas de riesgo para bonos corporativos estadounidenses a 10 años calificados como Aaa y Baa según la nomenclatura de la agencia calificadora Moody's Investors Services. Debe tenerse en cuenta que los datos corresponden al promedio de las primas de riesgo para los bonos corporativos Aaa y Baa descontada ya la tasa libre de riesgo de los Bonos a 10 años del Tesoro de los Estados Unidos.



fuente: Moody's Inverstor Services

Obsérvese de la gráfica que entre 1985 y 1993 las primas de riesgo para los bonos Aaa son menores que las primas de riesgo para los bonos Baa, fluctuando ambas casi en idéntico sentido. Esto nos permite reforzar la idea de que hay una relación importante entre la calificación crediticia y las primas de riesgo, y prueba el principio de que a mayor calificación crediticia menor prima de riesgo y viceversa.

En este punto, haremos un paréntesis para ver un poco cómo operan las agencias calificadoras de riesgo. Veamos:

Debido a la gran diversificación de valores disponibles en el mercado, resultaría imposible para los inversores monitorear y evaluar la capacidad financiera de cada uno de los emisores de deuda. Por ello, los inversionistas se apoyan de las agencias calificadoras de riesgo[193] como herramienta en la determinación del riesgo de crédito de cada emisor a través del sistema de otorgamiento de calificación. Con esta herramienta los inversionistas están en la capacidad de analizar información de gran cantidad de emisores de deuda de forma resumida y simplificada, lo que redunda en un ahorro notable de tiempo y dinero. Las agencias más importantes son Standard & Poor's, Moody's Investors Services, Duff & Phelps y Fitch.

Las agencias calificadoras fomentan la eficiencia y la estabilidad en los mercados de capitales, pero para ello deben ser percibidas como entidades profesionales y confiables,

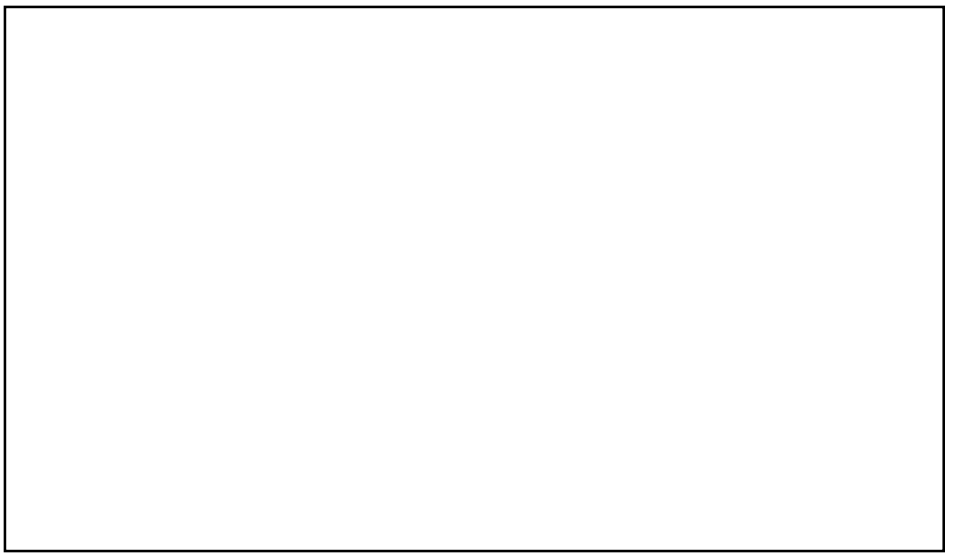
[193] Las agencias calificadoras de riesgos existen en los EE.UU. desde principios del siglo XX, tomando gran importancia después del crac de 1929. Posteriormente, en las décadas de los setenta y ochenta adquieren un rol preponderante debido a la participación cada vez mayor de gobiernos y empresas privadas emisoras de valores en operaciones financieras internacionales.

lo que sólo se consigue: (i) con la experticia y experiencia comprobadas, (ii) manteniendo un capital suficiente que sufrague una estructura administrativa y tecnológica de alto nivel que permita la contratación de personal técnico y (iii) contando con la independencia necesaria para actuar de manera objetiva, libres de cualquier presión, relación o conflicto de interés que pueda distorsionar una calificación.

Debido a que cada una de estas agencias utiliza su propia metodología de calificación, para un mismo emisor o emisión pueden existir calificaciones diferentes otorgadas por dos o más agencias, aunque debemos anotar que esta diferencia debe ser muy pequeña ya que de lo contrario significaría que hubo una distorsión en alguna de las calificaciones. Las calificaciones de Standard & Poor's, en nuestro criterio la agencia de calificación más importante, van desde AAA (calidad máxima) hasta D (la peor calidad - incumplimiento). El grado de inversión empieza en la categoría BBB.

Este último punto es muy importante, ya que algunas entidades financieras limitan por disposición legal su exposición al riesgo de crédito, caso de los fondos administradores de pensiones o fondos de inversión conservadores, teniendo la obligación de invertir sus fondos sólo en valores con calificación de grado de inversión.

El siguiente cuadro muestra la escala de clasificación de grados de riesgo de crédito sobre emisiones a largo plazo:



Hemos dicho que las agencias calificadoras además de evaluar a las empresas privadas también evalúan la deuda de largo y corto plazo emitida por los diferentes estados del mundo. Cómo está Panamá? Echemos un vistazo al siguiente cuadro contentivo

de las calificaciones de la agencia Standard & Poor's de la deuda pública de largo plazo en dólares americanos de algunos países emergentes:

PAÍS	CALIFICACIÓN	PERSPECTIVA
CHILE	A	Estable
MÉXICO	BBB	Estable
EL SALVADOR	BB+	Estable
COLOMBIA	BB	Positiva
PERÚ	BB	Positiva
PANAMÁ	BB	Estable
COSTA RICA	BB	Estable
BRASIL	BB	Estable
VENEZUELA	BB-	Estable
URUGUAY	B	Positiva
REPUBLICA DOMIN.	B	Positiva
ARGENTINA	B	Estable
BOLIVIA	B-	Negativa
ECUADOR	CCC+	Estable

Fuente: Standard & Poor's/ sept. 4 de 2006

La calificación BB con perspectiva estable, que mantiene Panamá desde hace un tiempo atrás responde, en cierta parte, a los esfuerzos que se han hecho para el saneamiento de las finanzas públicas, lo que incluye la aprobación de la Ley de Equidad Fiscal, la mejoría en la proyección del déficit y las reformas a la Caja del Seguro Social y, en cierta parte, a la coyuntura que ha favorecido a los mercados emergentes durante los años 2004 y 2005.

Ahora bien, hay que destacar que las agencias de calificación de alguna manera son evaluadas por el propio mercado a través del análisis que se hace sobre la certeza de sus calificaciones. Esto se hace comparando la probabilidad de incumplimiento que se desprende de la calificación otorgada y los incumplimientos reales al cabo de un tiempo.

La regla general es que las empresas calificadas con excelente condición financiera tienen menos probabilidad de incumplimientos y, al cabo de un tiempo, deberían

presentarse muy pocos incumplimientos, y que las empresas calificadas con peor calidad crediticia tienen mayor probabilidad de incumplimientos y, después de un tiempo, deberían presentarse mayores incumplimientos. De no ser así, significaría que las calificaciones otorgadas por una agencia de calificación en particular no son certeras, cuestión muy delicada porque se pone en peligro la confianza que los mercados depositan en estas agencias de calificación.

Es por ello que los inversores valoran de manera continúa la evolución de las empresas y países calificados con un grado específico, y así establecer si se cumplió con la mencionada regla.

La siguiente tabla de transición, muestra la evolución en cinco años de 7,000 empresas calificadas por una agencia de calificación internacional en diciembre de 2000 en las categorías A, B y C (primera columna).

	Diciembre de 2000	de 2005 A diciembre			
	No. de empresas calificadas	A	B	C	D (incumplimiento)
A	1000	950	40	6	4
B	4000	200	3280	400	120
C	2000	0	137	1700	163

- De las 1000 empresas calificadas como A, las cuales tenían una tasa probable de incumplimiento menor que las otras, sólo 4 empresas tuvieron incumplimientos cinco años después, es decir, un 0,4% del total.

- De las 4000 empresas calificadas como B, las cuales tenían una tasa probable de incumplimiento mayor que A pero menor que C, 120 empresas tuvieron incumplimientos cinco años después, es decir, un 3,00% del total.

- De las 2000 empresas calificadas como C, las cuales tenían una tasa probable de incumplimiento mayor que las otras, 163 empresas tuvieron incumplimientos cinco años después, es decir, un 8,15% del total.

La anterior tabla de transición demuestra que las calificaciones otorgadas por la agencia de calificación en diciembre de 2000 eran bastante certeras, por cuanto el porcentaje de incumplimientos verificados en diciembre de 2005 fue mucho mayor para las empresas con peor calificación crediticia (8,15%) que para las empresas que fueron calificadas con mejor calidad crediticia (0,4%), lo que está conforme a la regla de que a mejor calificación crediticia menor probabilidad de incumplimiento y viceversa.

Derivados de crédito.

Revisados los riesgos a los que se exponen las carteras de inversiones al vencimiento, la forma como usualmente se miden las primas de riesgo crediticio y la forma como operan las agencias calificadoras de riesgo, entraremos ahora a examinar cómo los inversionistas institucionales mitigan en su totalidad o en parte el riesgo de crédito de sus inversiones al vencimiento. Para ello, acudiremos a la figura de los derivados.

Los derivados[194] financieros tradicionales se denominan así porque el precio de estos instrumentos deriva o depende del valor de un instrumento financiero particular, un indicador, una variable económica o mercancía (activo subyacente), tales como precios de acciones, tipos de interés, tasas de cambio entre divisas, materias primas o índices bursátiles. Las transacciones de derivados financieros se negocian en bolsas de valores y/o mercados OTC y de forma separada al valor de las transacciones del subyacente al que están atadas. Su cumplimiento es en fecha futura y se liquidan por diferencias entre el precio de mercado del subyacente y el precio pactado.

Existe una gran diversidad de productos derivados financieros, siendo los más representativos las opciones y los futuros. Su uso se tecnificó y desarrolló décadas atrás para que los mercados de capitales pudieran protegerse de la incertidumbre generada como consecuencia de la fluctuación del precio de instrumentos financieros, sin embargo hay que reconocer que debido a las bajas tasas de interés registradas en los años 2002 y 2003 en las grandes economías, los inversionistas han creado exitosamente nuevos productos derivados con el propósito de mejorar sus rendimientos.

Los derivados de crédito forman parte de la familia de los derivados tradicionales y tienen como función principal administrar el riesgo de crédito con mayor certidumbre,

[194] Los primeros derivados de los que se tenga conocimiento en su forma más primitiva surgieron en Holanda en el siglo XVII con los contratos de futuros y opciones de compra sobre los bulbos de tulipanes, que en esa época habían causado una euforia generalizada en toda Europa. Los comerciantes de la flor se aseguraron el precio de compra para venderlos a sus clientes a futuro y los agricultores se aseguraron la venta de sus cosechas. En 1637 la burbuja especulativa se rompió por el desmedido precio que habían alcanzado los tulipanes (un bulbo de tulipán podía sobrepasar el precio de una casa), ocasionando el primer desplome de mercados.

precisión, eficacia y a menor costo que las tradicionales coberturas de este riesgo como la diversificación, las ventas de préstamos bancarios o la titularización de activos.

Estos productos de la ingeniería financiera fueron instaurados por los bancos en la década de los noventa con el objeto de reducir específicamente la exposición de sus carteras de préstamos frente al riesgo de crédito, ampliándose posteriormente su uso por parte de inversionistas institucionales como fondos de inversión o tesorerías de empresas industriales. En la actualidad su utilización es generalizada en el mundo. Los derivados de crédito más conocidos y utilizados son los *credit options*, los *credits swaps* y los *credit linked notes*.

Los derivados de crédito permiten que agentes del mercado con activos financieros expuestos al riesgo de crédito, como préstamos o bonos, se protejan de este riesgo aislándolo mediante su traslado a otros agentes del mercado denominados vendedores de protección, lo que proporciona un seguro parcial o total de las pérdidas que se pueden generar como consecuencia de un evento de crédito del emisor del activo, sin imponer el traspaso del mismo.

Para el caso particular de bancos, el Nuevo Acuerdo de Capital[195] emitido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, conocido como Basilea II, además de su novedosa propuesta de sistemas internos de calificación crediticia para evaluar el riesgo de crédito, ha otorgado a los derivados de crédito la calidad de instrumentos de mitigación del riesgo crediticio, con lo que se podrá alcanzar una mayor aproximación entre riesgo de crédito y capital regulatorio.

Así, los activos con cobertura de derivados crediticios supondrá una reducción en la ponderación por este riesgo de forma tal que el capital requerido para los bancos también se reducirá y, al contrario, los activos sin cobertura de derivados supondrá un monto elevado de capital regulatorio para los bancos debido a que la ponderación por riesgo es de un 150%.

Credit Default Swaps.

Los *credit default swaps* (CDS) son tipos de derivados de crédito de los *credits options* utilizados por los inversionistas para cubrirse de los riesgos de cambios adversos en la calidad del crédito del emisor de deuda. Son los más generalizados de este tipo de productos financieros y fueron los pioneros en los mercados de derivados crediticios. Según datos del Banco Internacional de Pagos, los CDS alcanzaron en 2005 un volumen

[195] Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital. El Marco Revisado. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Banco de Pagos Internacionales. Junio de 2004.

de $ 13,7 billones de dólares americanos negociados en los mercados mundiales, convirtiéndose en el estándar del mercado de derivados de crédito y llegando a ocupar más del 70% de éste.

Para comprender de una manera sencilla los CDS podríamos hacer un paralelo con los seguros que otorgan las compañías aseguradoras. Por ejemplo, si pretendo asegurar contra hurto los enseres personales que reposan en mi casa debo contratar con una compañía de seguros, la cual expedirá una póliza por la que tendré que pagar una prima. Si al finalizar el contrato mis enseres no han sido objeto de hurto, pues yo no recibiré nada de la compañía de seguros. Pero si durante la vigencia del contrato han sido objeto de hurto la totalidad o parte de mis enseres personales, la compañía de seguros deberá pagarme lo necesario para reemplazarlos, con lo cual habré mitigado el riesgo económico de esa pérdida por hurto.

En el caso de instrumentos financieros, los CDS funcionan de manera muy parecida a la de los seguros. Veamos:

Un inversionista que compra un bono con la intención de mantenerlo hasta su vencimiento se expone a que ocurra un evento de crédito, como la quiebra, que de materializarse implicaría la pérdida de la inversión, además de seguir el tortuoso camino de entrar en una larga fila de acreedores en un proceso concursal. Sabemos que estos procesos pueden demorar años y que la situación se agravaría si el bono adquirido es de carácter subordinado.

En cambio, si ese inversionista contrata un CDS se estaría cubriendo contra ese evento de crédito. Veamos por qué:

Digamos que un inversionista A adquiere bonos de la compañía X con la intención de que hagan parte de su cartera de inversión al vencimiento, contratando además en calidad de comprador de protección un CDS a cinco años, mismo plazo para el vencimiento de los bonos, con otro inversionista B que juega el papel de vendedor de protección. El contrato consiste en que el inversor A paga por esos cinco años una prima periódica al inversor B recibiendo a cambio protección de éste en caso de que se verifique un evento de crédito por parte del emisor. Los eventos de crédito acordados en el contrato son la quiebra, el impago, repudio de la deuda o la moratoria.

Podrían ocurrir dos situaciones:

Situación 1. La compañía X no tiene ningún evento de crédito durante los cinco años del contrato. El inversor A redime los bonos normalmente pero no recibe nada de inversor B. En cambio, inversor B se queda con las primas recibidas durante los cinco

años. En la práctica, el inversor B ganó parte de la rentabilidad otorgada por unos bonos que no le pertenecían.

Graficamos la situación 1 así:

Situación 2. La compañía X tiene un evento de crédito de los descritos en el contrato. En este caso, el inversor A entrega los bonos a inversor B y recibe de éste el valor de la pérdida ocasionada por el *default* del emisor. En la práctica, al haberse producido el evento de crédito el inversor A pudo mitigar el riesgo de crédito de los bonos que había adquirido para su cartera de inversiones al vencimiento, pues trasladó ese riesgo al inversor B.

Graficamos la situación 2 así:

La liquidación de la operación puede ser entrega física *(Physical Settlement)*, caso en la cual el inversor A entrega al inversor B los bonos de la Cía. X a cambio del precio inicial, o por liquidación de diferencias *(Cash Settlement)*, caso en la cual se calcula así: nominal de la operación * (precio inicial - tasa de recuperación), aunque excepcionalmente puede acordarse un porcentaje fijo del nominal como tasa de recuperación.

El ejemplo que acabamos de reseñar, muestra una operación de CDS básica, pero en la práctica estas operaciones son más complejas. Así pues, cuando la liquidación de un CDS es por diferencias, lo primero que debe determinarse es la tasa de recuperación y el pago final dependerá entonces de esta tasa de recuperación y el porcentaje del nominal del subyacente que se recupera tras el *default*, el cual es desconocido.

Aquí es donde las cosas empiezan a volverse complejas. La determinación de la tasa de recuperación de un activo en *default* no es una tarea sencilla. Una forma de determinarla puede ser por medio de la información pública disponible sobre el valor del activo o por las cotizaciones independientes de diversas instituciones financieras. A falta de éstas, lo que es muy usual, debe recurrirse a complejos modelos que estiman

la tasa de recuperación, como lo es de modelo de Altman, Resti y Sironi, el cual incorpora metodologías como el *Creditrisk* y el *CreditMetrics.*

Ahora bien, otros elementos a considerar son los riesgos en los que se incurre al utilizar los CDS. Uno de estos riesgos es el de contraparte o de incumplimiento, el cual se refiere a la posibilidad de que una vez verificado un evento de crédito el vendedor de protección no cumpla con sus obligaciones contractuales. Una manera de mitigar este riesgo es determinando el nivel de correlación existente entre el subyacente del CDS y la contraparte. Un alto grado de correlación entre el subyacente del CDS y la contraparte implica un alto riesgo de incumplimiento de contraparte. Existen complejos métodos que miden el grado de correlación del subyacente y la contraparte.

Siguiendo lo anterior, y para dar mayor claridad, exponemos el siguiente ejemplo: Contrato un CDS como comprador de protección de unos bonos XYZ que pretendo mantener hasta su vencimiento. El vendedor de protección es un banco que forma parte del grupo económico del emisor de los bonos XYZ, o que tiene una fuerte relación comercial con éste. En este caso, hay un alto grado de correlación entre el subyacente del CDS y la contraparte, siendo entonces muy posible que de verificarse un *default* en el emisor de los bonos XYZ, el vendedor de protección incumplirá la obligación pactada en el CDS debido a que probablemente también estaría en la misma situación financiera que el emisor de los bonos.

Otro de éstos riesgos es el legal, entendido como las pérdidas económicas que se puedan presentar por la posibilidad de que el CDS sea declarado ilegal pues la contraparte no tenga capacidad jurídica para ser parte de este tipo de contratos o porque al momento de tener que interpretar cláusulas del contrato surjan diferencias entre las partes sobre conceptos técnicos o legales. Por ejemplo, sí no quedó claro en el CDS cuando se considera un *default*, puede haber divergencias entre las partes sobre si éste se considera a los 60, 90 ó 180 días. Por ello, debe quedar claramente definido en el contrato lo que es un evento de crédito y cómo se determina *(trigger event)*, la moneda de pago, el término de vigencia del contrato, la jurisdicción para resolver el conflicto, etc.

Otro de estos riesgos es el operativo, entendido como las pérdidas económicas que se puedan presentar por hacer un uso inadecuado de estos productos financieros o por la utilización excesiva como instrumentos especulativos[196] en lugar de cobertura.

[196] En una punta un especulador apuesta a que el emisor del subyacente tenga un evento de crédito para recibir un valor mayor del valor de mercado del subyacente, y en la otra punta hay otro especulador que apuesta a que el emisor del subyacente no tendrá ningún evento de crédito durante el contrato y así percibir el valor de las primas sin haber puesto un centavo. Normalmente cuando se efectúan operaciones especulativas ninguna de las partes posee en su balance el instrumento subyacente.

Recordemos que los derivados generan altas exposiciones a cambio de cero o bajos desembolsos, lo que se conoce como apalancamiento. Por ello, el riesgo operativo debe mitigarse mediante el establecimiento de adecuados sistemas de control interno y supervisión.

Un buen ejemplo del peligro del uso de derivados especulativos y altamente apalancados, aunque resaltamos que éstos no eran derivados de crédito, fue la monumental quiebra en 1995 del Banco de Inversiones Baring Brothers por la utilización desmedida de opciones sobre el índice *Nikkei 225* de la Bolsa de Tokio por parte de la agencia del banco en el mercado de futuros de Singapur. El control interno no funcionó porque simplemente jamás cuestionó la alta exposición generada como consecuencia de los derivados que contrataba esta oficina, todo porque al parecer la alta gerencia y los auditores internos no entendían la actividad desarrollada por esta agencia.

Recapitulando, un CDS permite al comprador de protección mitigar el riesgo de crédito asociado a una inversión efectuada con la intención de mantenerse hasta el vencimiento sin necesidad de vender los activos, no obstante debe comprender antes que nada los riesgos que asume al momento de contratar el CDS, como lo son los riesgos de contraparte, operativo y legal ya descritos. Para el vendedor de protección, los CDS implican la posibilidad de ganar la rentabilidad de un activo que no le pertenece y sin poner dinero, pero implica una posición sintética de exposición de riesgo de crédito de activo que no posee en su balance.

Una última consideración es la de que los vendedores de protección no especulativos actúan como verdaderas empresas aseguradoras, es decir, hacen un exhaustivo análisis de los instrumentos financieros que van a cubrir. Si el riesgo de crédito de un título de deuda es muy alto no contratarán el CDS, o si lo contratan exigirán una prima elevada de riesgo. Al contrario, mientras menor sea la probabilidad de que el emisor tenga algún evento de crédito menor será la prima a pagar. Para este análisis, los vendedores de protección se apoyan de las calificaciones crediticias otorgadas por las agencias de calificación.

Consideraciones finales.

Como consecuencia de los *defaults* presentados en los últimos años en grandes corporaciones y algunos países, y su efecto perjudicial en los mercados e inversionistas, lo que en algunos casos ha desencadenado verdaderas crisis sistémicas, existe cada vez una mayor preocupación por las pérdidas que enfrentan las entidades que invierten recursos propios o de clientes en títulos representativos de deuda al vencimiento.

Esto se ha traducido en un interés generalizado en los mercados por conocer, medir y gestionar adecuadamente el riesgo de crédito, al punto que ha sido objeto de un

profundo y exhaustivo análisis por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, convirtiéndose en uno de los grandes protagonistas de Basilea II, como lo hemos mencionado.

Los derivados de crédito, particularmente los CDS, son una herramienta más eficaz y menos costosa que los métodos tradicionales en la gestión del riesgo de crédito, otorgando seguridad a los inversionistas por la virtud que tienen de aislar el riesgo de crédito y consecuentemente protegerlos contra los movimientos adversos en la calidad crediticia de sus inversiones de deuda pública o privada mantenidas hasta el vencimiento.

La utilización de los CDS debe obedecer a políticas serias de gestión de riesgo crediticio y no es aconsejable su uso sin haber entendido antes los riesgos implícitos. Hemos hecho alusión a que la utilización de los CDS conlleva la asunción de ciertos riesgos, y no tener claridad de los riesgos que se están asumiendo, o entenderlos de forma diferente al transmisor del riesgo, puede conducir a desagradables sorpresas en el futuro. Es por ello que todos estos riesgos, incluso el riesgo reputacional, son elementos que deben considerarse al utilizar los derivados de crédito.

Para finalizar, reiteramos que los mercados derivados de crédito están en una etapa inicial, en parte porque su uso es bastante reciente, pero su crecimiento es cada día mayor y más rápido. Existen muchos tipos de derivados de crédito diferentes a los CDS como los *total return swaps*, los *loan portfolio swaps*, los *credit spread swaps*, los *credit default options* o los *credit linkes notes*, por mencionar algunos. De hecho, los estudiosos del tema creen que el crecimiento de los derivados de crédito será paralelo al enorme mercado de *swaps* de tipos de interés, lo que en nuestro criterio significa que en unos pocos años el uso de estos derivados de crédito como herramienta efectiva para gestionar el riesgo crediticio será la regla en todo el mundo.

Panamá no escapa a esta realidad y a la necesidad del uso de los CDS y otros derivados de crédito como herramienta de gestión de este riesgo, sobre todo teniendo en cuenta que nuestro país es un centro bancario internacional. Ello nos impone una tarea muy importante; todos los actores involucrados, llámense bancos, entidades financieras, compañías aseguradoras, fondos de pensiones, inversionistas institucionales, fondos de inversión, casas de valores, reguladores, supervisores y demás agentes económicos debemos compartir los conocimientos y experiencia adquirida a fin de que haya una retroalimentación continua sobre el tema, lo que incluye la actualización de nuevas reglas o recomendaciones que dictan los reguladores locales o los diferentes organismos internacionales; todo con el fin de aplicar adecuadamente esta valiosa herramienta en las actividades financieras y así promover una verdadera cultura de gestión de riesgo de crédito, con lo cual reforzaremos nuestra imagen como sistema financiero sólido, seguro, eficiente y confiable.

¿CÓMO CALCULAR EL VALOR DE UNA EMPRESA?

Por Zaida Llerena
Asesora Legal de la Comisión Nacional de Valores

Hoy día, fácilmente leemos en los periódicos noticias relacionadas con fusiones y adquisiciones de empresas en las cuales se detallan las ventajas competitivas que se lograron con esta acción y el monto de dinero que se manejó en las transacciones; y justamente al leer este dato, seguramente muchos lectores se preguntarán cómo los analistas obtienen el valor de una empresa determinada.

Para intentar solventar esta inquietud, en este artículo explicaremos en forma simple algunas de las metodologías utilizadas para este fin, no obstante, es importante decir que el proceso de valoración de una empresa, cuyo resultado servirá para tomar una decisión de carácter estratégico, es muy complejo e involucra diversas variables cuantitativas como cualitativas.

El primer modelo que explicaremos es el método del valor contable, el cual establece que el valor de una empresa debe ser igual a los recursos propios que aparecen en el balance de situación de la misma, el cual debe estar preparado en conformidad con los principios contables generalmente aceptados. En este modelo, usualmente el analista financiero suele efectuar, dentro de los límites establecidos por los principios contables y las normas internacionales de información financiera, algunos ajustes en las cuentas cuya valoración estima poco apropiada para estimar el valor de la empresa.

De esta forma si una empresa ha valorado sus activos netos (valor contable) en 100 millones de dólares con los que obtienen unos beneficios netos de 30 millones al año. La rentabilidad sobre recursos propios es del 30%. Por otro lado, tenemos que un inversor potencial considera que la tasa alternativa con la que debe evaluar esta inversión es del 15%. En el caso que la empresa distribuyera en forma de dividendos todos sus beneficios y esperara mantener indefinidamente, el valor actual de una renta perpetua de 30 millones al 15%, entonces, el valor de la empresa sería de 200 millones.

30 millones/0.15=200 millones

Este método parece muy sencillo, pero tiene algunas limitaciones como que las distorsiones que se dan en algunas cuentas por factores externos o internos muchas veces deben ser ajustadas con base a supuestos que plantea el analista financiero, los cuales pueden presentar errores.

El siguiente método que explicaremos es el método del valor en renta, el cual señala que los dividendos esperados constituyen una renta genuina para el inversor, por lo tanto para calcular el valor de una empresa se debe concentrar la atención de éstos y no en los beneficios. Adicionalmente, el modelo señala que estos dividendos no se mantendrán estables, sino que deberán crecer a un ritmo impuesto por el proceso reinversor.

A continuación se explicará con un ejemplo como trabaja este modelo:

Supuestos

- La empresa A retiene cada año un 40% de sus beneficios para expansión, por lo tanto, los dividendos que se distribuirán durante el primer año ascenderán tan solo a 18 millones que representan el 60% de los 30 millones de dólares de beneficio.
- Esta empresa es capaz de reinvertir estos beneficios que retiene con una rentabilidad del 30%.
- La empresa en cuestión empezó su actividad con unos recursos propios de 100 millones de dólares.
- La política de reinversión los ha convertido en 112 millones de dólares.
- Al año siguiente los beneficios netos ascienden a 33.6 millones de dólares.

112 US$ x 30% rentabilidad

- Del monto de los beneficios netos se reparten US$ 20,6 M y se retienen US$ 13,44 M.

El inversor potencial se encuentra, por tanto, frente a una renta que se inicia con un dividendo de 18 millones de dólares y que irá creciendo indefinidamente a un 12% anual.

[(20,6-18)/18]=12%

En otra forma, se puede decir que la tasa de crecimiento de los dividendos está determinada por la rentabilidad sobre recursos propios (RSRP) y la política de dividendos.

12% = 30% x 40%

El modelo muestra que el valor actual (P) de una serie de dividendos que crecen en forma indefinida a un ritmo (g), es igual a la fórmula que a continuación se presenta:

$$P= D1 / (Ke-g)$$

Donde D1= primer dividendo de la serie
Ke= tasa de descuento alternativa para los recursos que se contempla invertir
g= ritmo de crecimiento del dividendo

Por consiguiente, el valor actual de la empresa A sería de US$ 600 M.
Es decir:

$$18/ (0,15-0,12) = 600$$

Al utilizar este modelo parece relevante considerar, primero, que no se puede suponer que una empresa pueda crecer indefinidamente a un ritmo (g) si éste se sitúa a niveles muy superiores a los tipos de crecimiento de la economía en su conjunto, y, segundo, que tampoco resulta muy lógico que esta pueda sostener en forma indefinida una rentabilidad sobre recursos propios muy superiores a las tasas competitivas de rendimiento en el mercado.

Continuaremos con la explicación del modelo de Gordon que es uno de los métodos más conocidos de valoración del precio intrínseco de las acciones, éste determina el valor teórico de una acción en función del valor actual de sus dividendos futuros y de la tasa de crecimiento anual y acumulativo de los mismos.

$$Po= D1/(1+k) + D1(1+g)/(1+k)^2 + D1(1+g)^2/(1+k)^3+...$$

$$Po= D1/(k-g)$$

El precio teórico o intrínseco será igual a la división del dividendo que se espera al término del primer año por la diferencia entre el tipo de descuento (k) y la tasa de

crecimiento acumulativa de los dividendos (g). Donde (k) deberá ser mayor que (g), de lo contrario, el valor teórico calculado sería ilógico e inútil para valorar una empresa.

El modelo de Gordon se puede generalizar para cualquier período (n), dados los parámetros anteriores.

$$Pn= (Dn+1)/ k-g = (1+g) \times Dn/(k-g)$$

La tasa promedio de crecimiento (g) suele calcularse multiplicando el coeficiente de retención de beneficios (b) por la rentabilidad financiera (RF). Esta última, desde un punto de vista práctico, se obtiene dividendo el beneficio por acción entre el valor contable de la acción.

En el caso que la empresa B tuviera planeado aumentar los dividendos a razón de una tasa promedio del 10% anual y acumulativo a partir del próximo año. El dividendo esperado para el final del próximo año sería de US$ 22 es decir el 10% superior al dividendo actual. El tipo de descuento acorde al riesgo de la empresa B es del 25%. Por lo tanto, su valor teórico será igual a US$ 1467.00

$$Po=D1/(k-g) = 220/(0.25-0.10) = US\$\ 1467$$

El modelo de Gordon es muy útil en cuanto a su extrema sencillez, pero adolece precisamente por ello de las siguientes limitaciones:

- Hay empresas rentables que pagan dividendos muy pequeños o simplemente, no los pagan, debido a que su política consiste en reinvertir los beneficios generados. En este tipo de empresas es muy difícil valorar su valor aplicando el modelo Gordon.

- Debido a su simplicidad, este modelo no considera variables importantes que afectan al futuro valor de la corriente de dividendos.

- Por otro lado, se debe ser muy cuidadoso al valorar el riesgo de la empresa de cara a determinar la tasa de descuento apropiada.

Otro modelo que se utiliza es la valoración de las acciones a través de los beneficios (Ratio PER). Según este modelo el valor de una empresa viene reflejado por la

capitalización que hace el mercado de los beneficios de la misma. Es decir, el precio de mercado de las acciones es un múltiplo de sus beneficios unitarios. Esta relación se conoce como el ratio precio- ganancia al que se denomina universalmente por sus siglas en inglés PER (Price Earning Ratio) e indica la relación existente entre el precio de mercado de una acción (P) y el beneficio por acción (BPA).

$$PER = P/BPA$$

Este modelo es muy utilizado por los inversores por las siguientes razones:

- El PER proporciona una medida normalizada para poder comparar los precios de las acciones al indicar lo que el mercado paga por cada dólar de beneficio de una acción determinada.

- Para las acciones que no suelen pagar dividendos, la valoración de las mismas a través del PER es más útil.

- Las estimaciones necesarias para calcular el PER suelen ser más fáciles de realizar que las del modelo de dividendos.

Al momento de realizar los cálculos es necesario tener presente que cuando el PER se obtiene a posteriori mediante la división del precio actual de mercado (P) por el beneficio por acción (BPA), se están mezclando dos variables calculadas en momentos de tiempo bastante dispares, ya que el precio del mercado refleja las expectativas futuras y el BPA los resultados del pasado, por lo tanto puede que los resultados no reflejen la realidad de la empresa al momento que se quiere calcular su precio.

El penúltimo modelo que vamos a presentar en este artículo es el denominado modelo de mercado que relaciona el rendimiento de las acciones con respecto a un índice general del mercado. Esto parte de la base de que existe una relación lineal entre el rendimiento de un título cualquiera y el rendimiento del mercado.

La expresión matemática de dicha relación viene dada por una fórmula donde el Rit y RMt son los rendimientos del título (i) y del mercado durante el período (t), los cuales son conocidos puesto que se calculan a posteriori.

$$Rit=[Pit+(Dt-Pit-_1)]/Pit-_1$$
$$RMt=[It-It-_1]/It-_1$$

Una vez calculados los rendimientos del título y del mercado tendremos un par de series de valores representativas de cada uno de ellos, a través de la cual se calcula una regresión que se conoce como línea característica del título.

De esta regresión se extrae los valores de alfa y beta. Alfa indica el rendimiento promedio del título cuando el rendimiento del mercado es nulo (esto es cuando el mercado no se mueve ni al alza ni a la baja). Mientras que beta indica la volatilidad del rendimiento del título con respecto a una variación del rendimiento del mercado. Por otra parte, eit es el error que indica la perturbación aleatoria equilibradora del modelo estadístico.

$$Rit = _i + \beta i \times RMt + eit$$

Una vez que disponemos de los valores de alfa y de beta, podemos calcular el rendimiento esperado de un título para un período de tiempo futuro.

$$Eit = _i + \beta i \times Emt$$

Donde Eit y Emt indican el rendimiento esperado. Observe que en el modelo citado, los parámetros alfa y beta eran los valores a determinar a través de un modelo de regresión lineal.

Veamos ahora la aplicación práctica del modelo de mercado de cara a la valoración de las acciones de la empresa C. Si por ejemplo, el rendimiento del índice bursátil elegido como variable independiente del modelo tiene un valor del 15% durante el semestre anterior y el título tiene un coeficiente de volatilidad (_i) del 1.5; el rendimiento de dicho título durante ese período deberá ser: 15% x 1.5 = 21% si suponemos que _ i toma un valor nulo.

Si el precio del título ha ascendido realmente un 30% entonces el mercado habrá anticipado un 9% (30%-21%) de los beneficios generados por cualquier decisión importante de la empresa C. Por ejemplo, el valor actual de los beneficios futuros no anticipados a la decisión es de US$ 50, entonces el precio máximo que se pude pagar por esta empresa sería igual al precio de mercado actual de la empresa objetivo, por ejemplo, US$ 400 más los US$ 50. De esta forma:

Precio del título hace 6 meses= 400/(1-0.30) =	307,7
Aumento teórico del precio del título durante los Últimos 6 meses 307,7 x 0.21	64,6
Precio teórico el día del anuncio de fusión	372,3
Precio de mercado el día del anuncio de fusión	400,0
Beneficios de la fusión anticipados por el mercado	27,7
Máximo precio a pagar=400+(50-27,7)	422,3

El modelo de mercado puede funcionar bastante bien en países donde sus mercados secundarios están bien desarrollados, pero en países con economía en desarrollo donde estos mercados son incipientes puede que las señales del mercado no reflejen la realidad de estas compañías o que sean fácilmente manipulables las señales del mismo.

El último modelo que se expondrá es la valoración de una empresa a través de sus flujos de caja esperados. Algunos expertos opinan que éste es el mejor camino para obtener una buena aproximación de la misma, ya que el valor de cualquier activo financiero es igual a la suma de los valores actuales de los flujos de caja que promete generar.

Para explicar este modelo primero se hará referencia al concepto de flujo de caja libre (FCL) porque es la base del mismo. El flujo de caja libre se define como el beneficio de explotación después de impuestos al que se le añaden (las amortizaciones y provisiones y los impuestos diferidos), es decir, el FCL es el exceso del flujo de caja requerido para financiar todos los proyectos de inversión que posean un valor actual neto positivo cuando se descuentan al coste del capital apropiado.

Es esencial definir adecuadamente el FCL con objeto de asegurarse la consistencia entre los flujos de caja y la tasa de descuento utilizada para valorar la compañía. El FCL se calcula a través de la diferencia entre el flujo de caja bruto y las nuevas inversiones en capital realizadas por la empresa. A continuación se presenta la forma en que se calcula el flujo de caja bruto.

Ingresos de la explotación
-costes de la explotación
=beneficios antes de intereses e impuestos (BAII)
-Impuestos sobre el BAII
=Beneficio antes de intereses después de impuestos (BAIDI)

+amortizaciones y provisiones
=Flujo de caja bruto

Posteriormente calcularemos la inversión bruta:
Aumento de capital circulante
+inversión en activo fijo
+inversión neta en toros activos
=Inversión bruta

Si ahora sustraemos la inversión bruta del flujo de caja bruto obtendremos el FCL.

	2004	P2005	P2006	P2007	P2008	P2009	P2010
Ingresos	1996	2170	2387	2626	2888	3177	3495
Gastos	-1745	-1893	-2083	-2291	-2520	-2772	-3050
BAII	251	277	304	334	368	405	445
Impuestos	-88	-97	-106	-117	-129	-142	-156
BAIDI	163	180	198	217	239	263	289
Amort	50	56	63	70	77	84	91
FC bruto	213	236	261	287	316	347	380
Cambio en FR	15	39	18	20	22	24	26
Inversión AF	109	147	145	160	175	190	205
Otros	3	95	2	3	3	4	4
cambios							
Inversión	127	281	165	183	200	218	235
bruta							
FC Libre	86	-45	96	104	116	129	145

La tasa de descuento aplicada al flujo de caja libre deberá reflejar el coste de oportunidad para todos los suministradores de capital, es decir el coste del capital medio ponderado. El coste de oportunidad para cualquier inversor debe igualar la tasa de rendimiento que este puede esperar recibir de otra inversión de riesgo similar.

Por lo general, el cálculo del flujo de caja libre está sometido a ajustes dependiendo de las circunstancias y el momento en que se haga la valoración de la empresa.

BIBLIOGRAFÍA

(1)Elementos de Valoración de Empresas de la División de Investigación IESE (Instituto de Estudios Superiores de la Empresa, Universidad de Navarra, Barcelona-Madrid), fue publicado por el Instituto de Altos Estudios Empresariales, Buenos aires, Argentina. Original del Profesor Agregado Eduard Ballarín, en fecha julio de 1982.

(2) La nota titulada la valoración de un empresa que cotiza en bolsa, por Juan Masacareñas Pérez-Iñigo, fue tomada del Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas, capítulo 3, pp37-59. Copyright 1993, por Mac Graw Hill/Interamericana de España, S.A.

(3) Finanzas Internacional. Maurice D. Levi. Traducción realizada por Jaime Gómez Mont. Editorial Mc Graw Hill. México. 1997. 707 págs.

(4) Mercados e Instituciones Financieras. Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Michael F. Ferri. México. Prentice- Hall Hispanoamericana, S.A. 1995. 697 págs.

LA INTEGRACIÓN DEL MERCADO DE VALORES DE CENTROAMÉRICA Y PANAMÁ

Ganador del II Concurso de Monografía de la

Comisión Nacional de Valores de Panamá

Oscar René Rivas Yanes

La integración de los mercados de valores de Centroamérica y Panamá, un reto y una oportunidad ante un entorno de negocios globalizado.

Introducción

Tratar el tema de la integración de los mercados bursátiles en la región, trae a la memoria el sueño de una sola Centroamérica que durante tanto tiempo se ha tratado de conseguir, mismo que a pesar de los grandes beneficios que ofrece no ha encontrado un apoyo decidido entre los países de la región[197] que haya permitido concretarlo.

Ante tal situación, valdría la pena preguntarse ¿qué hace posible pensar que en estos tiempos (en los que a diferencia de antaño carecemos de grandes idealistas) sea posible lograr la integración de los mercados de valores?

La respuesta a esta interrogante, es que en esta ocasión lejos de tratarse de una iniciativa meramente idealista, se tiene una presión real impulsada por la integración del mundo financiero internacional, la cual ha comenzado hace ya algunos años y ha tenido resultados concretos en diferentes mercados alrededor del mundo. Lo anterior junto con los avances tecnológicos, estandarización de productos bursátiles y la globalización misma, hacen que la integración regional lejos de ser un ideal se ha vuelto una oportunidad y un requerimiento urgente para el desarrollo de la región.

La estructura de la presente monografía comienza realizando un breve análisis de la Globalización, ya que este acontecimiento socio económico es el que da las bases para la internacionalización de los mercados financieros y por tanto genera la necesidad de integrar los mercados de capitales, no solo de la región, sino del mundo.

Posteriormente se comentará sobre las necesidades, oportunidades y retos que a nivel global tienen los inversionistas, empresas emisoras, puestos de bolsa y bolsas de valores, que vuelven urgente la integración de los mercados de la región.

[197] Por región se entenderá: Centroamérica, Panamá y República Dominicana

Se analizará el hecho de cómo la integración global de los mercados hace que los inversionistas locales aumenten la presión dentro de los mercados de la región para adoptar estándares internacionales, obligándoles a ofrecer más productos (que igualen o superen los que se tienen en mercados internacionales) y a mejorar su eficiencia operativo - financiera, lo cual solamente es posible mediante la integración efectiva de los mercados.

Dado que el proceso de integración no es un esfuerzo aislado sino que surge de una iniciativa global, se vuelve relevante analizar la propuesta que se está gestando desde la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), sus diferencias y similitudes con el proyecto centroamericano impulsado por la Asociación de Bolsas de Centroamérica Panamá y República Dominicana (BOLCEN).

Una vez establecido este marco de referencia, se evaluarán las bondades, limitantes y avances del modelo de integración propuesto por BOLCEN, con lo cual se podrá terminar presentando algunas conclusiones y recomendaciones sobre aspectos que se consideran podrían mejorar la implementación del modelo.

La Globalización: una realidad irreversible y un reto para el desarrollo de los mercados de la región.

Con el fin de establecer un marco conceptual común, por globalización se entenderá:

- Un proceso engendrado por la liberalización del comercio internacional, la integración de los mercados financieros mundiales y la reorganización espacial de la producción. Tal proceso concierne no sólo la esfera económica, sino también aspectos sociales, culturales y políticos[198].
- Es un proceso que resulta del avance en la tecnología, telecomunicaciones y transporte que permite: el acceso inmediato a información; la ubicación en diversos países de las distintas fases de la producción, con componentes originarios de varios países y la venta de productos similares internacionalmente, con estándares universalmente aceptados, con una concepción de interconectividad vía Internet[199].

Basado en las anteriores definiciones, es importante destacar los siguientes aspectos relevantes que implica la Globalización:

- Implica una creciente interdependencia de las sociedades entre sí, promovida por el aumento de los flujos económicos, financieros y comunicacionales y potenciada por la posibilidad de que los flujos de efectivo (y para el caso en estudio también de títulos valores) se realicen en tiempo real.

[198] Fuente: www.logisticaeconomica.unina.it/GLOSSCOLL-ES.htm
[199] www.tlc.gov.ec/glosario.shtml

- Presupone la caída de todo tipo de barreras que impidan el libre comercio y la libre movilidad del capital e información.
- Conlleva a la búsqueda de una "homogenización" entre los productos y servicios ofrecidos en los mercados locales y los mercados internacionales.

Reviste especial importancia el flujo del dinero e inversiones, ya que un inversionista global no entrará en un mercado en el cual tenga que pagar altos costos de entrada (tarifas, aprendizaje de normas, instrumentos heterogéneos, etc.) o que tengan altos costos de salida (iliquidez, restricciones legales, tarifas de salida, etc.), por tanto este inversionista exigirá un estándar mínimo para invertir su dinero en un mercado determinado, dentro de los cuales probablemente la de mayor relevancia sea el hecho de que dicho mercado se encuentre integrado de alguna forma al mercado global, ya que de lo contrario las posibilidades de entrada y salida serían nulas o reducidas.

Es importante acotar adicionalmente, que la presión para la circulación del dinero viene en dos sentidos, el primero es el antes expuesto (del inversionista extranjero tratando de ingresar a los mercados locales), con el cual la región al cumplir el estándar mínimo exigido, atraería recursos del exterior; sin embargo también debe analizarse el flujo que iría desde el interior de la región hacia el mundo (fuga de capitales), en este sentido actualmente la presión viene por una parte, de empresas globales las cuales al ingresar en la región, buscan opciones de invertir y al observar la poca profundidad de los mercados locales optan por sacar sus recursos de la región; por otra parte se tiene a las empresas regionales (locales), las que al observar las mejores prácticas desarrolladas por las internacionales y al buscar formas para incrementar la rentabilidad de sus recursos financieros, buscan opciones de inversión, las que de no encontrarse en sus propios países, proceden a buscar en un mercado que ya este integrado al mundo, para el caso, Estados Unidos.

Lo antes expuesto evidencia como cada día se tienen en la región más inversionistas que demandan de mercados con opciones interesantes de inversión y que ante la falta de oferta en sus mercados locales optan por sacar los recursos de la región, implicando por tanto un desaprovechamiento de los recursos generados en la región.

Esta tendencia no es solo en la región centroamericana, la globalización ha provocado que aún los grandes mercados de capitales del mundo busquen consolidar sus operaciones en un bloque de mayor tamaño, pasando de tener varias bolsas con procesos independientes, a tener un único mercado integrado que les permita aumentar la liquidez de los inversionistas locales y extranjeros, aumentar las fuentes de fondeo para sus emisores y principalmente que posibilite la obtención de economías de escala en dichas bolsas.

Así es como se ha podido observar la forma en que los mercados europeos han tenido que volverse un solo bloque para evitar que sus recursos migren hacia Norte América, por ejemplo, en España luego de tener varias bolsas operando en el país, se procedió inicialmente a consolidarlas dentro de Bolsas y Mercados Españoles (BME), para posteriormente proceder a integrarlas dentro del Europeo mediante el desarrollo del Visual Trader y a Latinoamérica con la implementación del mercado de acciones LATIBEX.

De igual forma, se observa que incluso las bolsas de Estados Unidos, han tenido que dejar su "Status Quo" para volverse más eficientes y poder así seguir ganando terreno en el mundo, tanto AMEX como NYSE han avanzado en consolidar las operaciones de los diferentes mercados que operan en el país, siendo lo más reciente la compra que NYSE hiciera el 20 de abril del presente año de Archipielago Exchange (ArcaEx), con lo cual se volverá el mayor operador de valores en el mundo, ofreciendo las acciones líderes del mundo en un único mercado.

Sudamérica tampoco escapa de esta tendencia, resulta interesante estudiar la experiencia colombiana en donde luego de tener 3 bolsas que operaban menos de $100 millones diarios, proceden a consolidarlas dentro de una sola en la Bolsa de Valores de Colombia y ahora cuentan con un mercado donde se transan más de US$3,000 millones diarios, lo cual no solo incrementó el atractivo para emisores e inversionistas locales, sino que les ha permitido atraer incluso inversionistas extranjeros.

Definitivamente si los grandes mercados (con mayor riqueza y extensión territorial) han tenido esa necesidad imperante de consolidar e integrar sus operaciones sería totalmente irracional pensar que los pequeños mercados de la región pueden competir manteniéndose aislados (desarrollando sus propios instrumentos e implementando sus propias reglas del juego), por lo tanto su integración además de ser una tendencia natural, se está convirtiendo en la única posibilidad para que estos perduren en el tiempo.

El tema es simple, si se desea atraer el capital global, se debe en primer lugar obtener una escala operativa interesante y reducir las barreras de entrada mediante la estandarización de los mercados.

Las barreras para inversionistas y emisores han desaparecido hacia fuera de la región, ahora si un inversionista no encuentra opciones en su mercado local, simplemente llama a un broker en Estados Unidos y mediante éste puede acceder a diferentes opciones en el mundo, de igual forma si un emisor importante no encuentra el volumen de fondos que requiere localmente o se le imponen demasiadas exigencias (divulgación de información, gobierno corporativo) puede entrar sin tanto problema al

Euromercado. Por tanto el escenario es claro, se puede continuar con mercado cerrados e independientes, lo cual provocará no solo la huida de los participantes actuales sino que además cerrará el ingreso a nuevos participantes.

Lo anterior es fácilmente entendible al ver la naturaleza humana, si un inversionista en Centroamérica tiene acceso a fuentes de información constantes y en tiempo real (como Internet) y observa las oportunidades de negocio que se tienen en otro mercado, por ejemplo invertir en Fondos Mutuos de Estados Unidos, éste buscará la forma de tener acceso a esas inversiones, en un primer momento podrá buscar a su operador local de confianza, pero si éste no puede ayudarle o no agrega valor mediante su intermediación, éste buscará una mejor opción para lograr su meta, lo cual incluso a veces le lleva a tomar grandes riesgos.

De igual forma si una empresa centroamericana, observa cómo las grandes empresas norteamericanas no tienen limitantes para buscar recursos en el mercado donde obtengan las mejores condiciones (tipo de instrumento, plazo, tasa, proceso de inscripción, etc.), éstas buscarán en sus mercados solventar de igual forma sus necesidades de financiamiento y si no lo encuentra entonces procederán a buscar un mercado en el cual puedan realizarlo.

Lo anterior ilustra claramente el rezago al que se exponen aquellos mercados que no ofrecen lo que se vuelve un estándar global para los inversionistas y emisores, ya que no cuentan con las opciones suficientes para solventar las necesidades de éstos.

Considerando esto, es posible evidenciar que las tendencias en pro de la integración que se han iniciado en la región no nacen como tal de las casas de corredores (puestos de bolsa), agentes corredores o de las bolsas mismas, sino que surgen de la necesidad de los inversionistas y emisores. Por lo tanto, esto se traduce en una urgente necesidad de adaptar los mercados de capitales de la región a esta tendencia mundial y poder así reducir o evitar la migración de inversionistas y emisores.

Necesidades y oportunidades de la integración de los mercados de capitales de la región

La Centroamérica del 2000
Centroamérica tiene un PIB nominal que ronda los $71,000 millones, con un crecimiento promedio del 5%, esto unido a sus 36 millones de habitantes ubican a la región como un actor importante dentro de América Latina.

Por otra parte el entorno de negocios global ha provocado que durante los últimos años en la región se haya iniciado una integración comercial, la cual ha sido más aprovechada por unos sectores que por otros, se tienen por ejemplo, cómo los bancos

obligados por el incremento de competitividad generada por la globalización financiera, han tenido que dejar su operatividad local para incursionar a nuevos mercados, siendo ahora la operatividad regional más que una ventaja competitiva un requisito para poder competir en el sector.

De la misma forma diferentes empresas del sector real han tenido que comenzar a operar regionalmente para lograr economías de escala, encontrando en los diferentes acuerdos comerciales, las herramientas que requieren para ello; sin embargo, esto no ha sido posible del todo en el mercado bursátil.

Bursátilmente hablando la región es aún bastante joven, los esfuerzos para contar con un mercado de valores organizado en la región datan de 1965, cuando en El Salvador se forma la "Bolsa de El Salvador", misma que tuvo que cerrar operaciones debido a sus pobres volúmenes operativos en marzo de 1976.

Actualmente la región está conformada por siete mercados de capitales, que no exceden los 25 años de operación, siendo èstos:

- Costa Rica: La Bolsa Nacional de Valores, comenzó operaciones en 1976 y cuenta con 20 puestos de bolsa. Años atrás también operó en ese país una bolsa de valores electrónica la cual debido al poco volumen de operación tuvo que cerrar.
- Guatemala: Cuenta con dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores Nacional, que inició operaciones en 1987 y que cuenta con 23 puestos de bolsa y la Corporación Bursátil que inició operaciones en 1994, al fusionarse la Bolsa de Valores Global y Bolsa Agrícola Nacional, actualmente cuenta con 12 puestos de bolsa operando.
- Panamá tiene a la Bolsa de Valores de Panamá, fundada en 1989 y donde operan actualmente 13 puestos de bolsa.
- República Dominicana, tiene la Bolsa de Valores de República Dominicana, que comenzó operaciones en 1991 y cuenta con 19 puestos de bolsa.
- El Salvador, cuenta con la Bolsa de Valores de El Salvador, que comenzó a operar en 1992 y cuenta actualmente con 15 puestos de bolsa.
- Honduras: cuenta con la Bolsa Centroamericana de Valores, inició operaciones en 1993 y cuenta con 7 puestos de bolsa operando[200].
- Nicaragua, la Bolsa de Valores de Nicaragua, inició operaciones en 1994 y cuenta con 8 puestos de bolsa operando.

En este punto es importante enfatizar que "La Región" como tal y no cada mercado individual se está volviendo un mercado interesante digno de comparar incluso con otros de mayor edad bursátil; al consolidar la operación de las bolsas de Centroamérica

[200] Hasta el año 2004 en Honduras se tenía también operando a la Bolsa Hondureña de Valores, la cual comenzó en ese año un proceso de liquidación.

se observa que el volumen de negociación asciende a $7,000 millones de dólares mensuales aproximadamente, ubicando la región como el quinto mercado más grande de Iberoamérica debajo de: Bolsas y mercados españoles, Bolsa de Santiago de Chile, Bolsa de Valores de Colombia y la Bolsa de Sao Paulo.

Sin embargo a diferencia de sus homólogos de Iberoamérica en donde lo predominante es la negociación de acciones y deuda, Centroamérica es predominantemente un mercado de dinero, con una negociación de US$6,600 millones por mes, seguido por una negociación constantemente creciente de deuda (con US$400 millones por mes), fondos de inversión y acciones (US$30 millones por mes).

Estos primeros años de operatividad bursátil en la región no han sido sencillos y al igual que lo han tenido que superar los mercados desarrollados, actualmente en la región se tienen entre otros, los siguientes problemas:

- La mayoría de bolsas de la región han nacido siendo mercados de dinero, lo cual no es del todo malo pues ha permitido el surgimiento y crecimiento de estos mercados, pero probablemente el problema que ocasiona es que su peso en la estructura de negociación de los mercados, hacen que los participantes no hagan el esfuerzo necesario para evolucionar hacia otro tipo de instrumentos que implican mayor complejidad, provocando un estancamiento en el desarrollo de productos bursátiles dentro de la región.

- Pocos emisores: por una parte las empresas aún no logran dilucidar las grandes ventajas que ofrecen los mercados de valores para el financiamiento de sus proyectos productivos. Este problema se acentúa debido a que en la región las principales empresas son de índole familiar, y por tanto tienen muy poca disposición a abrir su capital al público mediante la emisión de acciones o por aspectos de competencia, imagen o seguridad prefieren no revelar la situación financiera de sus empresas.

- Alta dependencia a emisiones gubernamentales: este es un factor de alto riesgo en algunos mercados de la región, en donde basta una decisión del gobierno para hacer desaparecer su mercado local, definitivamente es algo que se debe solventar.

- Poca cultura bursátil en la población: a pesar de que en general se ha realizado un esfuerzo educativo entre estudiantes y público en general para difundir la cultura bursátil, esta será una tarea que durará algunos años más para que comience a dar frutos.

- Restricciones legales: el negocio bursátil exige alto dinamismo e innovación, sin embargo cuando en los mercados de la región se busca desarrollar un instrumento innovador o se pretende importar instrumentos de mercados desarrollados (notas estructuradas, trackers, opciones, swaps, etc.) se tiene la limitante que las regulaciones no facilitan dichos procesos, demorándolos y simplemente obstaculizando su creación.

- Poca adopción de estándares internacionales: antes de pensar en una integración regional debe comenzarse por homogenizar los procesos al interior de cada mercado, al igual que las características de los instrumentos que se negocian dentro de los mercados de valores. Lo ideal sería que todas las bolsas cumplan con estándares internacionales, como un primer paso para la integración y para la credibilidad que necesita un inversionista o emisor extranjero. Un ejemplo de esto es algo tan sencillo como la calificación de riesgo, en donde puede verse como aún existen en la región mercados en los que no es obligatorio que un emisor se califique, creando distorsión en los emisores y reduciendo la confianza de los inversionistas.

- Alta inversión en tecnología: el negocio bursátil requiere el mantenimiento de tecnología de punta que garantice la eficiencia, seguridad y transparencia en las operaciones, sin embargo esto requiere una inversión que no permite reducir los costos operativos, al considerar solamente los ingresos generados dentro de los mercados locales.

Muchos de los problemas anteriores tienen su origen en lo joven de los mercados, pero principalmente en la poca escala operativa que tienen los mismo, por lo tanto este es un factor determinante para considerar seriamente avanzar en la integración regional.

Situación de emisores e inversionistas en la región

Si bien es cierto el entorno de negocios que ahora se tiene en la región es mucho más abierto, competitivo y eficiente del que prevalecía durante la década pasada, aún falta un largo camino por recorrer y es que aún se tienen grandes retos y oportunidades por enfrentar, siendo probablemente la más importante de ellas el tratado de libre comercio con Estados Unidos.

Con este tratado, las empresas ya no competirán solamente por expandirse en la región, sino que tendrán que competir por consolidar su posición en ella y defenderse con eficiencia ante la entrada de grandes competidores internacionales, quienes dicho sea de paso son eficientes en todos los componentes de la cadena de valor: suministros, producción, distribución, recursos humanos y administración del recurso financiero;

Siendo en este último el que directamente compete a las bolsas de valores y que es donde aún se tiene un gran potencial por explotar.

Las empresas tendrán que competir ya no basados en medidas proteccionistas, sino que deberán hacerlo con eficiencia en sus procesos y en la administración de sus recursos financieros.

Ahora, las empresas de la región deben competir contra empresas que tienen acceso a novedosas formas de financiamiento, como las titularizaciones, creación de notas estructuradas, emisión acciones convertibles, etc., o que utilizan instrumentos de cobertura financiera como futuros, opciones, swaps para protegerse contra riesgos de las principales variables que inciden sus costos como pueden ser: fluctuaciones en el tipo de cambio, en las tasas de interés de los prestamos que contratan internacionalmente o en los precios de las materias primas que utilizan.

No menos importante es mencionar como los recursos financieros que obtienen estas empresas son invertidos en instrumentos que les permiten obtener la mayor rentabilidad posible acorde a su nivel de riesgo y no simplemente son guardados en una cuenta de corrientes o ahorros a la espera de ser utilizados para cubrir las diferentes obligaciones.

Ante esta situación surge la pregunta, ¿se tienen realmente los recursos necesarios para solventar los requerimientos de financiamiento de la región o es inevitable que las empresas busquen los mercados internacionales para hacerlo?

A pesar del poco ahorro interno, los recursos necesarios para el desarrollo de la región se tienen, y es aquí donde desempeñan un rol importante otros participantes como lo son las administradoras de pensiones, administradoras de cartera, fondos de inversión y otros inversionistas institucionales que han demostrado el apetito por buenas emisiones en la región.

Las necesidades de inversión que tienen estos inversionistas institucionales en la región les obliga a buscar inversiones en el extranjero, lo cual incrementa la migración del poco ahorro nacional para el financiamiento del desarrollo externo, en lugar de utilizar dichos recursos en pro del desarrollo regional.

Al tener un mercado de valores regional, los inversionistas obtendrían más opciones de inversión, con las que podrían diversificar su riesgo en diferentes sectores e incluso en diferentes monedas, por otra parte la liquidez de su inversión se mejora al tener más inversionistas dispuestos a participar.

De esta forma no sólo las empresas obtendrían sus recursos sino que además se canalizaría el ahorro interno hacia actividades productivas, en lugar de obligar a que ante la falta de opciones de inversión estos recursos migren a financiar el desarrollo de países desarrollados.

Con un mercado regional, una buena cantidad de proyectos que probablemente a nivel local debido a su tamaño no podrían ser financiados en un solo país, tendrían la oportunidad de hacerlo sin mayor problema, solo por mencionar uno de estos se tiene: pretender financiar la ampliación del Canal de Panamá en su mercado sería poco razonable, sin embargo al ver esta colocación de manera regional sus posibilidades de fondeo mejoran.

De igual forma por el lado de la inversión, pretender captar la atención de los grandes fondos de inversión globales, quienes acostumbran hacer inversiones significativas al compararlas con el tamaño de la región, no contarían en un solo país con suficientes instrumentos para solventar este requerimiento sin embargo regionalmente satisfacer esta demanda de instrumentos sería posible.

Es claro como operar cada mercado por separado vuelve a la región poco atractiva, ante emisores e inversionistas locales y extranjeros, sin embargo bajo un solo mercado, la región se vuelve una opción realmente interesante.

Definitivamente las bondades de la integración regional son tales, que ha obligado a que emisores locales busquen la forma de fondearse utilizando los convenios actualmente suscritos, así es como se observa por ejemplo entre Panamá y El Salvador, como emisores panameños han comenzado a considerar el mercado salvadoreño a la hora de hacer sus proyecciones de colocación.

Por otra parte, al ampliar su universo de inversionistas y emisores, las Bolsas de la región tendrían la oportunidad de obtener las tan anheladas economías de escala que requieren para mejorar sus estructuras de costos y eficiencia en el uso de infraestructura, tecnología y recurso humano.

Sería de esta forma como las bolsas de valores locales, se convertirían en el mecanismo ideal para utilizar el ahorro nacional en el desarrollo de las economías de la región, comenzando entonces a generarse un círculo virtuoso en el cual las empresas obtendrían recursos de acuerdo a sus necesidades de fondeo y donde los inversionistas institucionales tendrían mejores opciones de inversión para sus fondos.

Esfuerzos En La FIABV y BOLCEN

Conscientes del papel de las bolsas de valores para el desarrollo de las economías locales y regionales, así como de los retos y oportunidades antes expuestos, tanto

BOLCEN como la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIABV), han trabajado durante los últimos años en esfuerzos encaminados a lograr la integración de los mercados de valores de su respectiva región.

El modelo desarrollado por la FIAB

La FIAB observó que prácticamente desde los años 90 el entorno de las Bolsas de Valores se fue volviendo más competitivo y por tanto incrementó la presión para generar economías de escala. Dentro de los principales acontecimientos, se observó:

- Una creciente participación de empresas emisoras de Iberoamérica participando en mercados internacionales, principalmente en Estados Unidos de América mediante la emisión de ADR's.
- Mayor presencia de intermediarios globales incursionando en los mercados locales con o sin autorización.
- Mayor participación de inversionistas institucionales en los mercados locales y una presión por parte de estos inversionistas institucionales por adoptar los estándares utilizados por sus conglomerados u homólogos en el extranjero.
- Surgimiento de plataformas alternativas de operación, que facilitan la movilidad de los emisores e inversionistas locales a un entorno más global.

Bajo este entorno, el Subcomité de Trabajo de la FIAB comenzó a trabajar en un modelo de integración de las bolsas de Iberoamérica, contando con la participación de 15 bolsas[201] de 12 países iberoamericanos.

Como resultado de estos trabajos, la Asamblea de la FIAB decidió[202] adoptar un modelo de integración basado en la firma de acuerdos de corresponsalía entre puestos de bolsa, de forma tal que una casa de corredores en un país A puede ingresar al mercado B, al volverse "cliente" de una casa que opere en dicho mercado, mediante la cual podrá rutear las órdenes de sus clientes hasta ese país.

Dado que se tienen diferentes problemas de estandarización de información, monedas de emisión y apertura de emisores, entre otros, se decidió arrancar el modelo de integración solamente con valores iberoamericanos que ya cotizan de manera simultánea en mercados locales e internacionales y que han sido emitidos en dólares estadounidenses.

---

[201] Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Mercado de Valores (ARGENTINA), Bolsa Nacional de Valores (COSTA RICA), Bolsa de Comercio de Santiago (CHILE), Bolsa de Valores de Sao Paulo (BRASIL), Bolsa de Valores de Quito (ECUADOR), Bolsa de Valores de Guayaquil (ECUADOR), Bolsa de Valores de El Salvador (EL SALVADOR), Bolsas y Mercados Españoles (ESPAÑA), Bolsa Mexicana de Valores (MÉXICO), Bolsa de Valores de Lima (PÉRÚ), Bolsa de Valores de Montevideo (URUGUAY), Bolsa de Valores de Colombia (COLOMBIA) y Euronext Lisboa (PORTUGAL)

[202] Asamblea FIAB, del 2002

Por tanto, en la primera etapa se contemplará el siguiente grupo de valores:

- Valores de Renta Variable, que cumplan con estándares regulatorios debidamente reconocidos internacionalmente. Es decir, empresas emisoras que cuenten con ADR´s nivel II y III.
- Valores de Renta Fija, colocados y negociados en mercados secundarios internacionales y/o de la región.

Bajo esas condiciones, se han identificado 95 instrumentos de renta variable (US$350,366 millones) y 241 bonos soberanos (US$408,542 millones) que cumplen con los requisitos establecidos, con lo que se tendría un mercado bastante interesante al integrar Iberoamérica[203].

En un inicio la FIAB pretendió integrar de una vez todas las bolsas, sin embargo luego tuvieron que enfrentar la realidad que en la Federación se tienen bolsas con niveles bastante diferentes de tamaño y desarrollo, por lo que se decidió replicar la experiencia de BOLCEN mediante la cual se parte realizando acuerdos bilaterales entre bolsas con similar desarrollo, así es como en la actualidad las únicas bolsas que están avanzando dentro del modelo de integración son México y Brasil, quienes actualmente están evaluando como funcionaría su operatividad transfronteriza.

Por otra parte la FIAB concluyó que aunque ya se tiene la tecnología y conocimientos para realizar la integración en la región, el tema legal es el principal factor a superar para tener una integración real.

Modelo de Negociación Entre Bolsas Miembros de BOLCEN

El modelo de integración para las bolsas de Centroamérica se propone y comienza a operar de una forma bastante básica incluso antes del modelo de la FIAB[204] y toma como base 4 grandes actores:

- Los puestos de Bolsa: siendo el actor que le da vida al modelo, ya que son quienes llevan la oferta y demanda de valores del nivel local a nivel internacional. Los puestos de Bolsa operan en el modelo bajo el concepto de contratos de corresponsalía, el cual se basa en una relación comercial establecida directamente entre los intermediarios (puestos de bolsa) de los diferentes mercados para que cada una tenga acceso a los instrumentos del otro mercado en cuestión.

[203] Los valores potenciales representan el 2.38% del PIB mundial y el 45.95% del PIB de Latinoamérica y el Caribe.
[204] A la fecha de elaboración presente documento, en la FIAB esta por gestarse la primera homologación entre México y Brasil, mientras que en Centroamérica ya se opera entre Costa Rica, Panamá y El Salvador.

- Los reguladores: quienes permiten la realización del modelo, al realizar la homologación de los mercados (o acuerdos de Jurisdicción Reconocida) y velan porque la implementación del mismo no ponga en riesgo a los inversionistas, ni a sus respectivos mercados de valores locales.

- Las centrales de depósito: siendo el actor material mediante el cual se posibilita realizar la liquidación de los valores y efectivo (mediante la utilización de los bancos regionales). En el esquema, los intermediarios de cada uno de los países de la región pueden utilizar las centrales de depósito de sus respectivos países para acceder a la compensación y liquidación de operaciones sobre valores de otros mercados de la región, mediante la utilización de cuentas ómnibus previamente abiertas entre las centrales de depósito.

- Las Bolsas: en el esquema las Bolsas juegan un papel secundario ya que lo principal es el acuerdo (contrato de corresponsalía) entre ambos intermediarios (local y extranjero) que es garantizado por la celebración de un contrato entre ellos y que incluye los acuerdos de entrega y divulgación de órdenes e información, así como las responsabilidades por la entrega de efectivo o valores según fuera el caso. Es importante mencionar que comúnmente bajo estos acuerdos, el intermediario local asume la responsabilidad de las operaciones realizadas en su bolsa por cuenta del intermediario extranjero, por lo cual, se establece un estricto control sobre las órdenes ingresadas y los movimientos y flujos para la liquidación de operaciones.

Los objetivos primordiales que persigue el modelo impulsado por BOLCEN son:

1. Mejorar la eficiencia operativa regional, al evitar la "triangulación" por parte de los Brokers Internacionales. Por ejemplo, si actualmente una casa de corredores en Costa Rica quiere comprar un Eurobono de El Salvador, esta procede a llamar un Broker en el extranjero quien generalmente busca los títulos en El Salvador para luego venderlos en Costa Rica, obviamente ganándose un diferencial en el margen de precios.
2. Incrementar la liquidez de los mercados locales, al permitir dentro de cada mercado de manera indirecta la participación de un mayor número de participantes (inversionistas extranjeros mediante puestos de la región).
3. Aumentar la oferta de títulos valores para los inversionistas de la región, al tener acceso a las emisiones de las principales empresas de la región.
4. Mejorar la utilización de los recursos con los que se dispone dentro de cada mercado, mediante el logro de economías de escala al aumentar el mercado de operación, con la utilización del mismo recurso.

Operatividad del Modelo BOLCEN

La base del modelo se fundamenta en la accesibilidad y evolución de los sistemas de información, los cuales posibilitan de una manera costo eficiente que las casas de corredores de la región accedan sin ningún costo adicional a un sistema de posturas y de información regional mediante la utilización de un sistema de información electrónico[205].

Gracias a este sistema de información, las casas de corredores podrán ingresar los requerimientos de compra y venta de sus clientes locales a un sistema regional, en el que sus homólogos en el extranjero tendrán la posibilidad apoyarles al atender dichos requerimientos en sus respectivos mercados.

Dado que en la región la mayoría de emisiones son en moneda local y que actualmente los inversionistas no están dispuestos a asumir el riesgo adicional que implica el tipo de cambio, ha resultado conveniente inscribir inicialmente solamente los títulos disponibles en US$ y que cotizan simultáneamente en el mercado internacional. Por lo tanto inicialmente se tendrían:

- Emisiones Soberanas Internacionales (Eurobonos), en la región se tienen Eurobonos de: Guatemala, El Salvador, Costa Rica, Panamá y República Dominicana (las cuales totalizan aproximadamente US$7,000 millones).
- Acciones o títulos de deuda privados registrados en varios mercados de la región. Por ejemplo, entre Costa Rica, Panamá y El Salvador ya se han comenzado a negociar las acciones de UBCi, entre Panamá y El Salvador los bonos de Global Bank y Banco del Istmo.
- Adicionalmente se considerarán emisiones de deuda interna expresadas en dólares, por ejemplo: letras y notas del tesoro panameño, Certificados de Depósitos en US$ del Banco Central de Costa Rica, LETES de El Salvador.

Los pasos que componen la negociación en el modelo de integración de BOLCEN serían los siguientes:

1. La casa corredora interesada (C1) en comprar/vender un título, sube su postura al sistema de posturas de BOLCEN, en ese momento automáticamente todos los puestos (previamente autorizados) en los diferentes países de la región pueden ver la oferta.
2. Las casas corredoras en los diferentes países observan la postura (tal y como actualmente pueden ver las posturas de los brokers internacionales en un sistema de información internacional o en una página web) y si les interesa buscan contraparte entre sus clientes posterior a lo cual se ponen en contacto con C1.

[205] El sistema propuesto podría estar dentro de la página web de BOLCEN.

Para poder hacer esto, la Casa Corredora debe cumplir requisitos para realizar operaciones en el mercado internacional.

3. La casa internacional (C2) le vende/compra los títulos valores a C1, acuerdan cerrar la operación en T+3. C1 y C2 realizan la negociación a precio de mercado, sumando a los montos a liquidar el precio más intereses acumulados.
4. C2/C1 informa al respectivo cliente local sobre el cierre de la operación, procede a pedirle los fondos/títulos y los envía a C1/C2 por medio de la central de depósitos local, la cual los hace llegar a la casa corredora internacional mediante su contraparte. Dependiendo del monto el dinero es enviado mediante o un banco regional o sino se liquida vía New York .
5. En T+3: La Depositaria Local recibe los fondos y procede a movilizar los títulos de la cuenta del cliente de la C1/C2 a la cuenta "Bolsón" de la depositaria contraparte o hace la transferencia a la depositaria internacional.
6. En T+3: la central local recibe la confirmación del movimiento del título y realiza los registros en sus sistemas, informando a la Casa Corredora que los fondos han llegado.
7. Las Casas avisan de la operación a las Bolsa de Valores, para proceder a registrar la operación

Si bien es cierto éste no es el modelo ideal de negociación, si proporciona condiciones aceptables para instrumentar una integración gradual entre los mercados de la región debido a que:

- Concilia la integración de mercados, con el desarrollo doméstico de cada uno de ellos. Es decir no se pretende integrar mercados que tienen grandes diferencias operativas o legales.
- Incrementa la liquidez local al permitir la participación de puestos de bolsa de otros países, además de ampliar la gama de instrumentos disponibles para la inversión y la intermediación local.
- Apoya el desarrollo del nivel técnico de los puestos de bolsa de la región al tener acceso entre ellos a las mejores prácticas de los demás puestos de la región.
- Ofrece oportunidades de negocio y expansión a los intermediarios locales.
- Los plazos y esquemas de liquidación se ajustarían a los del mercado y Bolsa en la que se realice la negociación (bolsa extranjera), por lo que no requiere de cambios sustanciales en la operatividad de las bolsas.

<u>Evaluación del modelo: la experiencia de El Salvador, Panamá y Costa Rica, un primer paso hacia la integración</u>

A la fecha solamente son tres mercados los que han comenzado a implementar la propuesta presentada por BOLCEN, siendo estos El Salvador, Panamá y Costa Rica. Dentro de cada uno de estos mercados podría decirse que en promedio se tienen dos puestos de bolsa participando eventualmente del mismo.

Actualmente se negocian entre estos países los siguientes instrumentos:

- Entre Costa Rica y Panamá: Letras, Notas y Eurobonos Panameños, Bonos y Acciones del Primer Banco del Istmo (Banistmo).
- Entre Panamá y El Salvador: Letras, Notas y Eurobonos Panameños, Bonos de Banistmo y de Global Bank, Acciones de Banagrícola.
- Entre Costa Rica y El Salvador: Acciones de UBCi, Eurobonos de ambos países, CD$ del Banco Central de Costa Rica.

¿Cómo ha funcionado en la realidad el modelo de negociación regional?
Actualmente para poder ofrecer un título de la región en el mercado local es necesario realizar inicialmente un proceso de homologación (o de Jurisdicción reconocida) entre los mercados, lo cual implica que se firmen acuerdos entre las bolsas de cada país, al igual que entre las centrales de depósito, posterior a lo cual los reguladores de ambos países deben revisar sus respectivas normativas para reconocer que cumplen con requisitos similares o superiores a los de sus respectivos países.

Una vez se tiene la homologación, es necesario proceder con la inscripción de los títulos valores que se quieren negociar de manera individual. Ésta ha sido una de las principales críticas de los participantes del mercado al modelo, ya que ellos consideran que al estar homologados los mercados el reconocimiento de las emisiones debería ser automático (tanto para las emisiones vigentes como las futuras) para facilitar de esto forma el negocio regional.

Una vez se tiene inscrito el valor regional, es posible comenzar a negociarlo entre ambos países. El modelo de comunicación actualmente utilizado, ante la falta de un modelo electrónico debidamente autorizado y aceptado en la región, es por vía telefónica, lo cual no permite comunicar de manera eficiente los requerimientos de sus clientes desde sus respectivos mercados a todos los participantes de la región y por tanto no facilita una adecuada formación de precios (ya que generalmente los precios resultan de una negociación bilateral).

Definitivamente no es el más ágil de los procesos, ni es el más adecuado para fomentar los negocios en la región, sin embargo ha proporcionado la experiencia necesaria para mostrar que el modelo es factible y que con ciertos ajustes puede llegar a ser realmente una opción interesante.

Al buscar motivos para explicar este tímido arranque se pueden mencionar: que la evolución bursátil no ha sido homogénea en la región, la insuficiente adecuación a estándares operativos internacionales por parte de los diferentes mercados, los limitados esfuerzos de reconocimiento mutuo entre autoridades (actualmente sólo se han realizado entre Panamá, Costa Rica y El Salvador), las diferencias en materia de

revelación de información, listado, cotización e intermediación de valores regionales; sin embargo probablemente la principal limitante sea el poco apoyo de cada bolsa para tomar como suyo este proyecto colectivo.

Definitivamente, sólo en la medida de que las Bolsas decidan adoptar el modelo y promocionarlo entre sus reguladores y participantes del mercado, será posible que el modelo se implemente y perfeccione.

A nivel de recomendaciones, algunos de los cambios que se requieren para volver más eficiente el modelo son:

a. Establecer los requerimientos básicos que deben cumplir las emisiones de cada país para que al homologarse su respectivo mercado, éstas sean admitidas a cotización en el mercado extranjero. De esta forma se evita tener que perder tanto tiempo teniendo que realizar análisis que ya fueron realizados en el mercado de origen o pidiendo información adicional.

b. Contar con un mecanismo central de información, desde el cual se pueda tener acceso a Hechos Relevantes, Estados Financieros y características de las emisiones. Para esto puede utilizarse la misma página de BOLCEN y potenciar los esfuerzos iniciales que se están realizando con Capitales.com. Con esta herramienta tanto los puestos de bolsa, reguladores como inversionistas tendrían la información necesaria para perder el temor a invertir en otros mercados de la región.

c. Oficializar un mecanismo central de posturas regional para volver más eficiente la negociación entre los mercados de la región. Lo ideal sería tener un sistema desde el cual los diferentes puestos de bolsa puedan ingresar sus operaciones y operarlas en las diferentes bolsas de la región en los que hayan sido admitidas, sin tener que utilizar a los intermediarios locales para ellos, sin embargo esto requerirías de diferentes cambios legales y principalmente afectaría intereses de participantes locales, por lo que no se considera algo tan sencillo de lograr; por lo tanto el solo contar con un sistema que permita divulgar las posturas en la región ya es un importante avance en el proceso de integración.

CONCLUSIONES

- La región no puede darse el lujo de esperar a tener plenamente solventados todos los aspectos en todos los mercados para lograr la integración, por lo que es importante realizar los ajustes necesarios para facultar la integración regional en el corto plazo y no perder de vista el trabajo de largo plazo que adicionalmente debe realizarse (modificación de leyes, establecimiento de controles, desarrollo de sistemas, entre otros).

- Para poder dar paso a una verdadera integración, se requiere que las bolsas comiencen a homogenizar sus procesos e instrumentos, adoptando estándares internacionales, como: liquidación entrega contra pago, calificaciones de riesgo, desmaterialización de valores y divulgación de hechos relevantes, entre otros.
- La normativa de los mercados de valores locales, debe permitir que éstos avancen a la velocidad que exigen los mercados internacionales, para evitar quedarse rezagados o peor aún condenarlos a su extinción.
- No puede pretenderse tener amarrado el recurso financiero dentro de un país, ya que este al igual que un río buscará la forma de fluir, por lo tanto es importante que se brinden las condiciones necesarias para que lo hagan de la forma adecuada.
- No solamente se tiene en estos momentos mediante la regionalización de los mercados de capitales una clara oportunidad para desarrollar la región, sino que además por las condiciones de competitividad globales, aprovechar esta oportunidad es algo de vital importancia para la región.

Finalmente, debe recalcarse que a pesar de las limitantes antes expuestas la principal de todas las limitantes es la "disposición" de los cuatro actores mencionados (casas, centrales, puestos de bolsa y bolsas de valores). Solamente en la medida en que estos crean en el proyecto de integración regional y dejen en un segundo plano el querer destacar liderando su propio esfuerzo de integración, solo entonces veremos un avance real hacia un único mercado de capitales.

Definitivamente el reto y las oportunidades de la Integración Regional están ahí, toca que los participantes del mercado crean definitivamente en ellas y las aprovechen.

HOW RISK PERCEPTION AFFECTS THE COMPLEX DECISION MAKING PROCESS?

Oldemar Soto

...To weight costs and benefits explicitly requires measuring them in common units and, so far, the only common unit suggested has been monetary value. (Marin 1992)

"Making decisions is an universal process. Human beings in all ages and cultures constantly find themselves in a position where they have a choice between two or more alternatives".[206] Moreover, risk is a normal part of everyone's daily life. There is no such thing as a lifestyle with zero risk". [207] All those daily decisions we make either by instinct or by a complex decision making process are strongly affected by the way we perceive each particular risk. In fact, by definition, "Risk perception is one's opinion of the likelihood of risk (the probability of facing harm) associated with performing a certain activity or choosing a certain lifestyle". [208] However, this risk perception, perception of risk or in other words, the way we see the things we see (daily) is influenced by many factors besides our cultural background and our personalities. After all these facts, we could come up with at least three crucial questions. *How risk perception affects our (daily) complex decision making process, what are the factors that influence our perception of risk? And, what can we conclude from these facts?*

I believe that before we can even answer the effect that risk perception has on our decision making process, I should explain its connection. After reading several essays from experts and doing decent research I could come up with a diagram that explains this relationship straightforwardly and with no trouble. *Exhibit 1* Furthermore, I will mention some of the factors, which have been part of several researches in the past decades or so, and explain their effects of they can have on risk perception. In fact, the study of risk perception has now become "normal science" (Kuhn 1996)

"Cognitive psychology has developed quite complicated models to describe human decision-making. Although these models do differ in many respects, they are often variations of the "expectation-times-value principle". This means humans usually select the one alternative that has both a high subjective value and a high likelihood of success". [209] Based on this principle and the latter assumption we could conclude that these (cognitive) models agree with the fact that the risks involved and the way people perceive them are important factors that influence the people's decision-making process. Why? , There is no way that you could talk about expectation, time and

[206] Strohschneider, Stefan. 1998. Cultural factors in complex decision-making.
[207] Game on Risk Perception developed by the Centre for Toxicology, Univ. of Guelph - What is Risk Perception?
[208] Game on Risk Perception developed by the Centre for Toxicology, Univ. of Guelph - What is Risk Perception?
[209] Strohschneider, Stefan. 1998. Cultural factors in complex decision-making.

value without using the word risk, especially if you are trying to measure it or assess it. "Risk, according to the definition most commonly found in the safety literature, is the probability of an adverse future event multiplied by its magnitude, and because this event can occur far in the future, the product also has to be discounted to its present value".[210]

"During complex decision making (or under risk), there are four behavioral factors that influence the decision we make. These behavioral factors are our values, the personality, the inclination for risk, and the potential for dissonance of the decision". [211] In addition, "most "big" or complicated decisions share some features that distinguish them from small problems. These features include:

a) *Complexity:* In our context, "complexity" means (a) that decision making situation consist of a large number of variable (or factors) that need to be taken into account and (b) that these variables are highly interrelated.
b) *Multiple goals:* The decision maker(s) usually has (have) not one, well-defined goal. Often there exists only a vague dissatisfaction with the present situation. Sometime the degree of improvement is open, sometimes possible goals each other.
c) *Dynamics:* The decision-making situation does not remain constant; it does not "wait" for the decision maker to finally come up with something.
d) *Opaqueness:* The decision-making situation is not obvious. Some of the important variables may be not known, mutual influences may be unclear or hidden, and the current situation of some of these variables may be difficult to assert.

Case studies as well as laboratory experiments have repeatedly pointed to several typical error tendencies (see Dorner, 1996; Reason, 1990: for more details). To mention just a few: Complex decision-making requires strategic flexibility, they, instead, resort to "Methodism". This error tendency is related to another potential error, lack of exploration. Exploration means gaining a broad overview over the variable involved. Instead, decision makers tend towards what has been called "central reduction" -the tendency to pick just one factor, use it as basis for decision-making and forget about the rest of them. "Central reduction", of course, implies ignoring the long-term consequences and side effects of decisions". [212]

My focus of attention will be the potential for dissonance and the inclination for risk. The two behavioral factors that I believe affect the most our decision making process

[210] Adams, John. 1995. Risk. UCL Press, London
[211] www.unf.edu/~gbaker/Man6204/itee2.PDF
[212] Strohschneider, Stefan. 1998. Cultural factors in complex decision-making.

(under risk) every day. However, I will put additional emphasis to the inclination of risk because I also think it is easier to predict, more subjective and has a strong relationship with the way people perceive risk.

> "Dissonance begins after a decision is made, as we ponder over the choices we have selected. After we become aware of what alternatives we rejected and the undesirable features of what was chosen and when we do not feel right about our decision, the un-comfortableness and the tension in our head is created and this is the cognitive dissonance. There is an inconsistency between our attitudes and our decision, and this creates mixed feelings. We feel pressure to change our thinking. We adjust our thinking to reduce dissonance and tension, and we justify our decision to reduce internal discomfort. Dissonance is greatest when we realize the consequences can potentially affect many people, and when we realize we are the one that will be held responsibility for the decision. The conditions that create high dissonance depend on whether the decision is psychological or financially important, whether there are a collection of forgone alternatives, and whether these alternatives have many features". [213]

"There are four strategies people will take to reduce their cognitive dissonance: The person will find information to support their decision, will distort information in order to support their decision, will downgrade the alternatives not chosen, or will lessen the negatives of the decision and exaggerate the importance of the positive aspects of the decision. Overall, these cognitive devices helped to lessen the anxiety of making a bad decision". [214]

Moreover, "the classical analysis of complex decision making under risk incorporates three assumptions: asset (any kind of asset) integration, risk aversion, and rational expectation. Asset integration implies that people choose between risky prospects by comparing the distributions resulting from integrating these prospects with the rest of their assets. Risk aversion implies that if expected return is held constant, people prefer the prospect with the smaller spread or variance. Finally, the assumption of rational expectation implies that people are coherent (logical and rational), accurate (the way they interpret the information collected), and unbiased forecasters". Besides, we also have to assume that "in absence of information, everyone will agree about the future outcome". [215]

Under theses premises risk aversion and loss aversion can be mixed very easily. Even though both concepts are quite related there is a huge difference between them.

[213] www.unf.edu/~gbaker/Man6204/itee2.PDF
[214] www.unf.edu/~gbaker/Man6204/itee2.PDF
[215] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.

Loss aversion is "the notion that individuals assign more importance to losses than they assign to gains. Loss aversion implies that investors are less inclined to sell assets at a loss than they are to sell assets that have gained in value - even if expected returns are the same". Webster

On the other hand, "risk aversion implies that if expected return is held constant, people prefer the prospect with the smaller spread of variance". [216] In other words, people prefer choices with outcomes easier to forecast (or at least they believe so) or outcomes more certain.

The inclination of risk is something has a strong relationship with people's personalities and with the way people perceives risks. The crucial point is that only in a small number of circumstances the possible outcomes are apparent, understandable, and the odds (of these outcomes) therefore the value can be calculable by the individual. That's why individuals' decisions and the risk perception used to make those decisions are influenced by subjective and complicated factors; say Mark Fenton-O'Creevy and Emma Soane.

Like I mentioned before, "Perception of risk is both complex and subjective; say Mark Fenton-O'Creevy and Emma Soane. Some of these factors involved include an understanding of risk, a perception of loss and gain, cognitive biases and personality. Keys to how individuals handle risk revolve around the degree of fear they have of the potential outcome and their control of events, illusory or otherwise. The result is a discussion of four important influences on risk perception: how one understands risk, how one perceives loss and gain, cognitive biases and personality". [217] Moreover, Amos Tversky believes that there are three more concepts or factors that influence people's perception of and reaction to risk and uncertainty. He believes that some new concepts, such as loss aversion, reference point, asset segregation and mental accounting play an important role as well. In my opinion, there is a strong relationship between how people perceive risk and the complex decision making process.

Understanding risks

"Work by Paul Slovic of the University of Oregon and colleagues suggest there are two other important components of risk that influence our perceptions. These are the fear factor - how much we dread the potential outcome - and the control factor - the

[216] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.
[217] Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times

extent to which we are in control of events. When risks combine both dread and lack of control they are perceived as very great". That's why "we (often) make decisions more because of the fear of losing than in the hope of winning".[218]

Loss and Gain

"One major component of risk perception is how we perceive loss and gain". [219]Our perceptions of our current state of loss or gain influence the extent to which we seek or avoid risk. An important development in research concerning risk perception came from Daniel Kahneman and Amos Tversky. Their theory, known as Prospect Theory, was developed from observations that people tend to make different choices under different conditions. When people are in a position of gain, they become increasingly risk-averse and unwilling to accept gambles because they wish to hold onto their gains. When people are in a position of loss and as losses increase, they become more risk seeking because they have nothing very much to lose. This asymmetry applies to financial loss and gain but can also apply to less tangible factors such as reputation or the desire to maintain a positive mood. However, there is an important complication here. Loss and gain can take many forms. Besides, what we perceive as loss and gain is not straightforward. We all have internal reference points that determine whether we perceive an outcome as a loss or gain.

Reference Dependence

"Under risk alternatives are not evaluated in terms of the final outcomes; they are evaluated in terms of gains and losses defined relative to the reference point or the point where the assessment starts". [220]

Cognitive Biases

"Researches have concluded that people's decision-making capabilities fall far short of the economists notion of rationality. It appears that people are hindered by many factors, some of which are emotional - lack of control- and some of which are cogni-

[218] Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times
[219] Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times
[220] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.

tive - failure to understand. This is what Herbert Simon has called bounded rationality. [221]

"Decision-making about risk often departs from the prescriptively rational model. Cognitive biases are pervasive, systematic distortions of perception that influence much of our everyday thinking. Often these biases arise out of ways of thinking (heuristics) that act as short cuts to enable us to process information quickly or simplify complex situations. Such biases are positive in that they act as rules of thumb and enable us to reduce the time we spend processing information and to make numerous judgments at high speed rather than to deliberate over each element of the decision. However, when making complex decisions that do require careful consideration we are often unaware of the heuristics we habitually use. One common bias is that of retrievability, that which is more easily available or more easily recalled. People tend to give greater weight to such information.

Another common bias is the confirmation bias. Having formed a hypothesis most of us have a tendency to pay more attention to information that confirms our hypothesis than to information that contradicts it. A further cognitive bias of importance is the illusion of control. Control beliefs are an important aspect of risk perception. We all hold beliefs concerning the extent to which we are able to exert control over events in which we are involved and over tasks we undertake. Many of these beliefs are perfectly reasonable and arise out of experience. Further, when judging risks I am more likely to underestimate the risk I am taking because I will believe (wrongly) that I can control the situation in such a way as to reduce such risk. Illusion of control is more common in circumstances where there are cues often associated with skill-based tasks (such as an element of choice, familiarity with the stimulus, competition and involvement in decisions). Stressful conditions, an exclusive focus on goals at the expense of reflection and a high frequency of positive outcomes can also encourage illusion of control". [222]

Another cognitive bias is the cognitive illusion. "Decisions are often influenced by cognitive illusions, which are analogous to perceptional illusions. An illusion is an error that persists even after one recognizes that it is an error". [223] These are mainly illusions caused by psychological events and the individual's personality instead of tangible or perceptional factors.

[221] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.
[222] Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times
[223] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.

Mental Accounting

"Behavioral research indicates that people tend to organize their world in terms of mental accounts. They maintain a set of separate mental accounts, and do not combine their outcomes. In other words, people evaluate the gain and loss problems separately; they don't construct a joint account that incorporates the aggregated outcomes; we cannot move money freely from one account to another. The segregation of outcomes is critical to loss aversion". [224]

Asset segregation

"People often evaluate risky projects in terms of their anticipated gain or losses rather than in terms of final asset positions. This type of behavior leads to incorrect choices in some instances. In other words, people tend to evaluate options one at a time."[225]

Personality

"Another important set of influences is one's own innate dispositions. Personality comprises a largely inborn set of dispositions, feelings, biases and characteristics that tend to be manifested in preferences, sensitivities, habits and reactions. These preferences can underlie characteristic ways of perceiving the risk in one's environment and whether a situation is seen as an opportunity or a threat. An important element of personality that relates to risk is sensation-seeking. This aspect of personality comprises the four elements of thrill and adventure-seeking, experience-seeking, lack of inhibition and susceptibility to boredom. Research studies have linked sensation-seeking with a number of risk behaviors such as making risky financial decisions, taking large gambling bets, participation in dangerous sports, gambling, socially risky behavior and reckless driving. One of the reasons for the link between sensation-seeking and risky behavior is the tendency to perceive risks as small. The reverse is also true. People who do not have sensation-seeking tendencies and people who by nature experience emotions that are more negative often focus on the potential for loss. They believe that any possible gains are no compensation for the losses that taking a chance might entail".[226]

[224] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.
[225] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.
[226] Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times

Biased expectations

"The major source of bias is the common tendency to make overconfident predictions. The causes of overconfidence include the illusion of control, self-enhancement tendencies, and insensitivity to predictive accuracy, and misconception of chance processes". [227] If people make overconfident predictions on the basis of the available information (even if is 100% accurate), we could expect to see a more volatile environment or simply a more unpredictable environment; mainly because information is the only reliable source of knowledge to some individuals.

REFERENCES

- Adams, John. 1995. Risk. UCL Press, London
- Falconer, Liz. 2002. The Influences on Risk Perception. University of Bath
- Fenton-O'Creevy, Mark and Soane, Emma. Apr 25, 2000. Survey - mastering risk 1: The subjective perception of risk. Financial Times
- Meacham, Brian. 2002. Risk Perception. Arup Risk Consulting
- Strohschneider, Stefan. 1998. Cultural factors in complex decision-making.
- Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.
- Game on Risk Perception developed by the Centre for Toxicology, Univ. of Guelph - What is Risk Perception?
- Extract from full paper retrieved from the Internet on April 8th, 2003 on www.unf.edu/~gbaker/Man6204/itee2.PDF

What can we conclude from these facts?

- Everyone is seeking to manage and avoid risk. Their guesses are strongly influenced by their beliefs, their perception and the way they feel in control of a perceived risk. (Risk. 1995. Adams, John) and (What is Risk Perception? Univ. of Guelph)

[227] Tversky, Amos. 1997. The Psychology of Risk.

- Risk is a normal part of everyone's daily life; there is no such thing as a lifestyle with zero risk. It is the behavior of others, and the behavior of nature, that constitute your risk environment. (Risk. 1995. Adams, John) and (What is Risk Perception? Univ. of Guelph)
- Human behavior will always be unpredictable because it will always be responsible to human behavior. However, understanding risk assessment (defining a risk by understanding it) allows you to make an informed decision whereby you weigh the risk of a certain activity with the benefits derived from that activity (a risk versus benefit decision). Moreover, making informed activity and lifestyle choices now would reduce your risk of developing injuries or illnesses that may become immediately apparent or have a latency period. (Risk. 1995. Adams, John) and (What is Risk Perception? Univ. of Guelph)
- It will never be possible to capture "objective risk", however, powerful your computer. (Risk. 1995. Adams, John)
- People often misperceive risk associated with a particular activity because of the lack of information. Without factual information, or with misinformation, we are faced with making an uninformed decision. Lack of information on a particular activity may cause one to have exaggerated fears regarding the possible risk of a certain situation, e.g., the fear of flying. (What is Risk Perception? Univ. of Guelph)

Personal Conclusions

- Everything is risk perception because only a few spend resources and finally understand (or know by sure) the possible outcomes or probabilities of getting those outcomes.
- Lack of information and sources are the main reasons we can't predict future events. Information is sometimes dynamic, not everyone has access to the same information, not everyone gets the same results and because of that not everyone responds with the same reaction changing the whole environment, therefore our risks.
- People tend to use past events or experiences to forecast future events, information that we shouldn't use to predict future outcomes. In other words, people become more overconfidence because they have experienced similar situations.
- Finally, do people really understand all the factors involved in the decision making process, or do they know that there is not equality between the risks taken and the compensation awarded, or simply, the negative impact in their lives and the money and resources spent while they incur in those risks?

May 12th, 2003

LOS DIEZ MANDAMIENTOS DEL MERCADO DE VALORES

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores

Recientemente estuve haciendo una investigación en el fascinante mundo de la Web y me topé con un interesante decálogo publicado por la Federación Europea de Bolsa de Valores (FESE, por sus siglas en inglés), organismo privado que tiene como principal objetivo la promoción de los intereses comunes de las bolsas de valores que operan en el viejo continente.

Esta iniciativa, tal como la describe en su página en el Internet, surge de la preocupación provocada por, y cito; "la carencia actual de la confianza en nuestros mercados financieros, en parte debido a las incertidumbres referentes a la situación política global, principalmente como resultado de una serie de desgracias importantes de la gerencia de compañías mencionadas y de los intermediarios, así como de consejeros como los auditores, sobre todo en los Estados Unidos de América, pero no menos importante también en Europa".

El mensaje también argumenta que "la Federación cree que las discusiones transparentes, abiertas, y francas sobre los muchos asuntos implicados son importantes" y enfatizan que "en que las respuestas legislativas inmediatas no son siempre la mejor respuesta los problemas que se desarrollan en el mundo financiero real" y que "los esfuerzos en la puesta en práctica de la legislación existente y las políticas autorregulatorias o las regulaciones y prácticas basadas en leyes contractuales pueden contribuir más a crear mercados justos".

En este sentido y con el fin de crear un ambiente de discusión, la secretaría del FESE ha desarrollado una interesante lista de 10 mandamientos para los mercados de valores, que bien pueden ser aplicados en nuestro medio y que aprovechamos para enumerar y hacer un breve comentario:

1. Los mercados de valores se basan en la confianza, que necesita ser ganada y mantenida, y en la cual deben contribuir todos los participantes.

No hay duda que la confianza es el verdadero motor de un mercado de valores saludable y robusto. Existe un sinnúmero de casos donde este factor ha determinado el curso y el futuro de muchos inversionistas, algunos de los cuales han decidido abandonar la actividad al no sentirse seguros de que las reglas del juego son claras y ampliamente divulgadas.

2. La transparencia es suprema: el honesto no tiene nada que ocultar.

Esta virtud se aplica a todos los participantes por igual: inversionistas, casas de valores, corredores, organizaciones autorreguladas y al propio regulador. La transparencia es un ingrediente fundamental de la industria bursátil y es la garantía para lograr el respeto y el cumplimiento de los deberes y derechos de todos los protagonistas. Por parte de los intermediarios la responsabilidad descansa en la veracidad en la información suministrada al mercado y al regulador y por parte de éste la correcta aplicación de las normas y la rendición de cuentas por su gestión administrativa y fiscalizadora es la fórmula para un proceso firme y claro.

3. La integridad debe ser el apodo de cada uno.

Este concepto ético viene de la mano con la transparencia y la confianza. No sólo hay que cumplir con las normas y regulaciones que requiere la actividad, sino proyectar y desarrollar la misma manteniendo los más altos estándares de ética y moral ante todos los participantes como garantía del respeto a las normas y a las correctas prácticas de la industria.

4. La integridad de los mercados inicia con el compromiso personal que donde las leyes y las reglas son solo instrumentos; la puesta en práctica y la eficacia de las mismas no pueden ser esquivadas.

La única protección efectiva que puede mantener a un mercado de valores libre de crisis es con la correcta aplicación de la normativa jurídica, la cual debe ser fielmente comprendida y seguida por todos los participantes, incluyendo el propio ente regulador.
Este a su vez se convierte en el principal garante que la industria mantenga un desarrollo sostenible promoviendo y aplicando las leyes de una manera justa y transparente.

5. Los crímenes y hechos delictivos deben ser castigados apropiadamente.

Este es uno de los aspectos más importantes que revierten en la falta de confianza en los mercados de valores y sus participantes. La impunidad y la falta de aplicación de la ley son una de las causas más importantes que impiden el crecimiento y desarrollo de nuestros mercados. La sociedad como un todo debe exigir la correcta y apropiada aplicación de los correctivos con el fin de ahuyentar del mercado a los participantes que tengan intenciones y propósitos claramente dañinos y enmarcados fuera de las normas establecidas.

6. Una acción debe significar un voto y los accionistas deben ejercer su derecho.

El accionista, y sobre todo el accionista minoritario, debe recibir en igualdad de condiciones la información vital y oportuna de su empresa. Este es un hecho que debe respetarse y defenderse, sobre todo en una industria que tiene su fase primordial en la confianza, la transparencia y la integridad. El ocultar información relevante y crítica a los accionistas es una violación flagrante de sus derechos como dueño del capital, así como el mal uso y abuso de información privilegiada.

7. Los accionistas deben ser informados correctamente de modo que puedan tomar las decisiones apropiadas de inversión.

Esta información debe ser veraz y expresada en forma clara, de tal manera que evite confusiones e interpretaciones que puedan afectar la decisión de los dueños de la empresa. Un accionista tiene la obligación y el derecho irrenunciable de cuestionar a su empresa cuando los hechos y las decisiones de la misma creen confusiones o dudas sobre su gestión administrativa y financiera. En ese caso debe exigir ante el ente regulador el cumplimiento de esta disposición cuando considere que las explicaciones solicitadas no han sido de su completa satisfacción.

8. Las compañías establecidas deben pagar dividendos a menos que los accionistas decidan otra cosa.

No hay inversionista que no espere un retorno atractivo de su aporte accionario, y sobre todo aquel que pone su confianza en empresas que se destacan por lograr sus metas y objetivos financieros. Cualquier alteración a la política de dividendos de una empresa, aún cuando la decisión pueda ser en los mejores intereses de la misma debe contar con el conocimiento y la aprobación de sus dueños.

9. El objetivo primordial de los fondos de jubilación es cumplir con sus responsabilidades a largo plazo en favor de sus clientes, los pensionistas.

La jubilación viene a representar la seguridad y la tranquilidad del pensionado cuando llega su momento de disfrutar del merecido descanso luego de una vida productiva. Es imperativo que las empresas encargadas de manejar estos importantes patrimonios cumplan con sus obligaciones y metas para que los sueños de sus clientes no se vean truncados y violados al momento de recibir los beneficios esperados. El ente regulador debe cerciorarse que las empresas administradoras cumplan con sus objetivos trazados y proporcionar al pensionado la información inmediata y veraz de su contribución personal.

10. Los intereses de los clientes deben tener prioridad sobre los intereses de los proveedores de servicios.

Aquí es donde hay un camino largo por recorrer. Es imperativo anteponer los intereses de los inversionistas, quienes son los que confían sus capitales, a los objetivos particulares de cumplir con metas y objetivos financieros. De allí se desprende el concepto que es fundamental brindarle al cliente los productos y servicios que requiere y no los que "creamos" que necesita. Sólo así podemos asegurar que la relación será fructífera, confiable y sin tropiezos.

Sin duda esta iniciativa promovida por el FESE nos da una clara percepción de que la industria bursátil a nivel mundial está tomando los pasos necesarios para promover un ambiente de negocio más atractivo, seguro y confiable. Compartimos esta iniciativa, la cual representa un compromiso de hacer todo lo que esté en nuestro alcance por lograr la transformación y consolidación de nuestro mercado de valores, el cual se perfila a corto plazo como modelo a seguir por otras jurisdicciones regionales, siempre bajo la filosofía fundamentada en los tres objetivos principales de la regulación de valores de acuerdo con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO): la protección de los inversionistas, la eficiencia, imparcialidad y transparencia de los mercados y la reducción del riesgo sistémico.

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

ASPECTOS BÁSICOS SOBRE LAS AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Priscila Ramírez Mirabal [228]

Un poco de historia sobre las Calificadoras de Riesgo

Las calificaciones de riesgo se iniciaron a principios del siglo pasado, donde la calificación de información crediticia se desarrolló con el auge de las compañías ferroviarias. Se creó un sistema de información crediticia, que era utilizado por inversionistas e instituciones financieras, que se especializaban en dicho auge ferroviario. Para el desarrollo de esta industria, las empresas que se dedicaban a la misma, emitieron bonos para el financiamiento de ferrocarriles, y por ello se inició la creación de agencias calificadoras de riesgo para analizar la calidad de estos bonos de financiamiento.

Ello marcó el inicio de las tres calificadoras de riesgo con mayor influencia global en la actualidad, las cuales realizaron en ese momento sus primeras calificaciones de riesgo. La primera fue Poor's Publishing Co., quien en el año 1916 emitió su primera calificación. Seguidamente Standard Statistics Bureau inició operaciones en 1922, y dos años más tarde se creó Fitch Publishing Co. La aceptación de las calificaciones de riesgo que emitían estas tres empresas por parte del público inversionista, y del mismo sector privado, tuvieron como consecuencia que se adoptara el sistema de calificación de riesgos, tanto así, que para la década de 1930, la calificación de riesgos cubría Europa, y Asia

En ese momento, así mismo como la industria se desarrollaba, crecía la oferta de instrumentos de financiación, los cuales tenían que ser calificados para ser ofrecidos al público inversionista en el mercado local e internacional. Señalan estudios a nivel internacional que el auge de las calificadoras de riesgo se afianzó en el mercado posterior a la crisis económica mundial iniciada en octubre de 1929, y que se prolongó durante toda la década de 1930, que conocemos como la Gran Depresión.

Por lo anterior, desde la década de 1930, las entidades reguladoras de mercado de valores a nivel mundial, iniciaron cambios dentro de su legislación en unos casos, o

[228] La autora es abogada, y se desempeña como Analista de Cumplimiento de la casa de valores Wall Street Securities, S.A.. Se encuentra cursando su último módulo de Maestría en Administración de empresas con énfasis en Banca y Finanzas.

por necesidades mismas del mercado, que señalarían que los inversionistas institucionales no debían adquirir valores por debajo de ciertos estándares de calificaciones de riesgo que las mismas agencias de calificación señalarían.

Sin embargo, no fue hasta el año 1988, que se instaló en América Latina, específicamente en Chile, la primera agencia calificadora de riesgo. La segunda calificadora de riesgos en América Latina, se colocó en México, en el año 1990.

¿Qué es la Calificación de Riesgo?

Las calificadoras de riesgo crediticio han sido fundamentales en el desarrollo de los mercados de capitales a nivel mundial, y en la promoción de la transparencia de la información y la cultura de la medición del riesgo.

En nuestra legislación, son definidas por medio del artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, el cual señala que "son sociedades anónimas cuyo objeto exclusivo es proporcionar a los inversiones una opinión profesional y actualizada mediante la calificación de valores, personas jurídicas o emisores, para lo cual deberán solicitar el registro para operar ante la Comisión Nacional de Valores".

De manera amplia, podemos definir que calificación de riesgo es una opinión independiente, objetiva y fundamentada de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos, solvencia y seguridad de un instrumento financiero emitido por alguna institución, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. Sin embargo, al tratarse de una opinión, la misma es resguardada en el análisis profesional que otorga el emisor y la emisión en sí, por lo que guarda se puede desprende que las opiniones guardan un carácter subjetivo.

De esta manera las sociedades calificadoras de riesgos son las encargadas de promover la eficiencia y estabilidad en el mercado de valores, aplicando sus evaluaciones a instrumentos de deuda o a emisores, tales como bancos, instituciones financieras no bancarias, países, instrumentos financieros estructurados, administradores de cartera, fondos de inversión, entre otros. Es importante señalar que dichas evaluaciones se realizan basándose de forma exclusiva en la capacidad de la entidad emisora de cumplir puntualmente los compromisos financieros derivados de la emisión, y no de la empresa en sí.

Las calificaciones de riesgo no deben interpretarse nunca como una recomendación para adquirir o enajenar un determinado valor; porque como se ha expresado sólo está reflejando cierto tipo de información respecto a la emisión. De igual manera el calificador no es tampoco un auditor, en el sentido que normalmente toma la información que le brinda el emisor sin necesidad de cuestionar su validez.

Rol principal de las Calificadoras de Riesgo

La función de las agencias calificadoras de riesgo es la de emitir una opinión independiente respecto del riesgo de solvencia, determinando la viabilidad, y sobre todo la seguridad, así como servir de nexo entre los inversiones institucionales y los emisores de instrumentos financieros, a fin de aprovechar economías de escala en el uso de la información común de las empresas. En resumen, desarrollar una gestión cuasi-pública con una alta responsabilidad social.

Lo anterior, se realiza con un proceso de calificación de alta calidad e integridad en el mismo; con independencia de los conflictos de interés que surjan a medida que se realiza el proceso de calificación. La agencia calificadora de riesgo, tiene la obligación de proteger la información confidencial que la empresa le otorga para realizar la calificación de forma óptima, y suma responsabilidad de informar al público, ya sea emisores e inversiones la oportunidad o no de invertir en el instrumento financiero, o institución a la cual hayan calificado.

Esta información al público a la cual nos referimos, se realiza en todas las calificaciones de riesgo, a excepción de las "Calificaciones Privadas", las cuales son únicamente entregadas al solicitante de la calificación. En el resto de los casos, la Calificadora de Riesgo debe publicar de forma no selectiva y gratuita, cualquier calificación sobre valores emitidos públicamente.

Con ello, generan una mayor eficiencia en los mercados financieros, al tiempo que ayudan a los emisores de dichos instrumentos financieros a tener un acceso mayor a los mercados de valores del que tuvieran si no tienen la calificación otorgada, pues proveen a los inversiones información fidedigna para que los mismos puedan tomar decisión sobre en qué invertir. En definitiva, brinda al público inversionista, los riesgos que implica comprar instrumentos, eliminando el pensamiento que existe en los inversionistas no tan bien informados sobre la garantía que brindan dichos instrumentos al momento de comprarlos.

Por lo anterior, las calificaciones amplían el número de emisores e inversionistas que acuden tanto a emitir como consumir instrumentos. Esto es, ya que un emisor temeroso de su emisión, será más acogida en el mercado, con una buena calificación respaldando

su emisión, es más probable que obtenga mejores condiciones financieras para la financiación a través de una oferta pública u otro tipo de crédito, al tiempo que mejor la proyección e imagen de la empresa con una calificación favorable a su mano.

Las Agencias Calificadoras de Riesgo en Panamá

En Panamá, el marco legislativo de las Agencias Calificadoras de Riesgo lo constituye el Decreto Ley 1 de 1999, avalado por el Acuerdo 12 de 17 de octubre de 2001 *"Por el cual se reglamenta el procedimiento de registro y operación de las entidades calificadoras de riesgos que operen en la República de Panamá"*. En dicho Acuerdo, se establece la actividad que realizan las Calificadoras de Riesgo, y delega en la Comisión Nacional de Valores, la función de reglamentar esta actividad y a quienes la ejercen.

En virtud del Acuerdo 12-2001, la Comisión Nacional de Valores establece los requisitos necesarios que deberá cumplir la sociedad que solicite el registro ante la CNV en calidad de Calificadoras de Riesgo, haciendo énfasis en la metodología o reglamentación de calificación la cual deberá incluir los siguientes puntos:

1. Breve descripción de la metodología de calificación. En caso de que alguna metodología pertenezca a otro ente calificador nacional o extranjero, se deberá indicar claramente y proveer la documentación que demuestre su autorización de uso por la calificadora solicitante.
2. La escala de calificación, nomenclaturas utilizadas, su interpretación y su comparabilidad con escalas y nomenclaturas comunes.
3. Procedimientos y criterios de revisión y actualización de calificaciones.

Respecto a la idoneidad profesional de las personas que integran las altas esferas de las Calificadoras de Riesgo, a fin que ésta se desarrolle en condiciones óptimas, la CNV mediante el artículo 3 del Acuerdo 12-2001, se señala que una de las obligaciones primordiales de las Calificadoras de Riesgo que operen en Panamá, es la señalada en el Artículo 3 del Acuerdo 12-2001, en relación a que dentro de los tres primeros meses del año fiscal, la sociedad remitirá a la Comisión un informe actualizado de su registro en lo referente a los siguientes puntos:

1. Copia de la cédula cotejada ante Notario Público, o copia cotejada ante Notario Público del pasaporte del Representante Legal de la sociedad.
2. Descripción de la organización de la sociedad calificadora incluyendo pero no limitado a los siguientes aspectos:
   - Descripción de la estructura de organización, Junta Directiva, Dignatarios y Gerencia de la Sociedad.
   - Detalle de las calificaciones académicas y experiencia profesional de los miembros, asociados o ejecutivos que lleven a cabo tareas de calificación.

- Listado de experiencia profesional en materia de calificación de riesgos.
- Descripción de asociaciones y alianzas técnicas y profesionales con otras sociedades calificadoras.
- Domicilio de la sociedad y localización física y direcciones de oficinas, centros o divisiones de la sociedad.

Las opiniones de la autora son personales.

LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS (PYMES) Y SU ACCESO AL MERCADO DE VALORES

Priscila Ramírez Mirabal [229]

Introducción

Las micro empresas, son aquellas que generan ingresos brutos o facturaciones anuales hasta ciento cincuenta mil balboas (B/. 150,000.00), la pequeña empresa, genera desde ciento cincuenta mil balboas con un centésimo (B/. 150,000.01) hasta un millón de balboas (B/. 1,000,000.00), y la mediana empresa, genera ingresos brutos desde un millón de balboas con un centésimo (B/. 1,000.000.01) hasta dos millones quinientos mil balboas (B/. 2,500,000.00). Se encuentran reguladas por la Autoridad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

El objetivo del presente artículo es relacionar a las PYMES, con el mercado de valores, a fin de conocer cuales son las oportunidades que el mismo ofrece para el financiamiento de estas empresas, a través las ofertas de valores o la titularización de los activos.

En Panamá, la actividad que realizan las PYMES, resulta básica para nuestra economía, ya que las pequeñas y medianas empresas, son en parte responsables de la innovación empresarial en la que se apoya el crecimiento de la productividad y del empleo a nivel nacional. Por este motivo, resulta importante dar provecho al potencial que actualmente han demostrado tener las PYMES, y dirigirlas en conjunto al mercado de valores, con el objetivo de que este último sea una fuente de financiamiento alternativo importante para las mismas.

¿Cómo se realiza actualmente el financiamiento de las PYMES?

Las PYMES en la actualidad, no encuentran un fácil acceso al mercado de valores, por varias razones; entre ellas podemos mencionar el alto costo de ingreso al mercado de valores tradicional, en comparación con su patrimonio, y la dificultad que tienen los pequeños y medianos empresarios a la hora de ofrecer garantías tradicionales; así

[229] La autora es abogada, y se desempeña como Analista de Cumplimiento de la casa de valores Wall Street Securities, S.A.. Se encuentra cursando su último módulo de Maestría en Administración de empresas con énfasis en Banca y Finanzas.

como los riesgos inherentes a toda empresa que inicia su desarrollo. Aunado a ello, tenemos la incertidumbre económica por la cual atraviesa nuestro país, los fracasos en el lanzamiento de nuevos productos.

Vemos que la mayoría de estos aspectos, escapan del control de los pequeños y medianos empresarios, razón por la cual los bancos atan la posibilidad de conceder a los mismos líneas de créditos para seguir ejerciendo su actividad; de forma tal que financiar las inversiones de las PYMES y obtener un capital suficiente para realizar la actividad a la que se dedica la misma, es bastante difícil.

Desde este punto de vista, podemos mencionar que existe dentro del mercado de valores, una figura que llega a ser alternativa de financiamiento para las PYMES, nos referimos a la Titularización.

Sobre la Titularización

Antes de desarrollar los aspectos más relevantes de la titularización, vale la pena dirigirnos en la terminología de la misma. El término aplicado en Panamá, es obviamente la Titularización; sin embargo, no es así en todos los países, por ejemplo, en Perú y España se atiende al nombre de "titulización", en Chile, al de "securitización", y en México al de "bursatilizacion".

Según la definición de la Real Academia de la Lengua Española, la Titularización es *"Convertir determinados activos, generalmente préstamos, en valores negociables en el mercado".*

Desde el punto de vista jurídico, la titularización, es un proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario), que ostenta una posición jurídica acreedora respecto dentro u otros sujetos (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 mediante una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores [230].

En base a la definición planteada por el autor español Alberto Tapia, podemos ver que la estructura jurídica de la titularización, está compuesta de tres sujetos principales. De esta forma tenemos a los siguientes elementos:

[230] TAPIA Hermida, Alberto Javier. "Derecho del mercado de valores". Barcelona, 2000, págs. 157 y 158.

La empresa originadora	→	**La entidad a la cual se transfieren los activos**	→	**Los inversionistas**

La empresa originadora, es la entidad que posee créditos, es el acreedor original de los créditos que van a ser transferidos a fin de titularizarse para respaldar la emisión de los valores y iniciando de esta forma el proceso de titularización.

También tenemos la entidad a la cual se transfieren los activos, que es el denominado *"Special Purpose Vehicle"* (SPV). El SPV es el que toma la inicativa de emitir los valores basándose en los créditos cedidos por la empresa originadota. En Panamá, se utiliza el fideicomiso como el SPV.

"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 a favor de un fideicomisario o beneficiario, que puede ser el propio fideicomitente" [231].

Por último, pero no menos importante, se encuentra el inversionista, que es la persona que comprará los títulos valores emitidos por el SPV.

Nuestro país, tiene la alternativa de modernizarse adoptando un nuevo instrumento financiero que abra las puertas hacia un nuevo proceso de inversión. En base a ello, existen dos mecanismos usuales de titularización:

a. Fondo de Titularización de Activos: Denominado también *"Asset Backed Securities"*. En este caso, los activos que se van a titularizar permanecen dentro del patrimonio de la empresa originadora.

b. Fondo de Titularización hipotecaria: Denominado también *"Mortgage Backed Securities"*. Consiste principalmente en que la empresa originadora crea un SPV que titulariza los pasivos en valores negociables que se ofrecen a los inversionistas.

Pueden ser titularizados los préstamos hipotecarios, ya que el mismo es un activo de la empresa originadora que se puede aplicar a la titularización, a fin de desarrollar una inversión; también aplican, los flujos de tarjetas de crédito, ventas a créditos, etc.,

[231] Véase Ley No. 1 de 5 de enero de 1984, "Por la cual se regula el Fideicomiso en Panamá, y se adoptan otras disposiciones. Artículo 1. Lo subrayado en el texto es de la autora.

sin embargo no todos los activos pueden ser titularizados; los mismos deben tener ciertas características, entre las que se puede destacar una, una clara configuración de los créditos, bajos niveles de incumplimiento, la diversidad de deudores, entre otros.

La titularización compensa con obvias ventajas para las tres partes incluídas dentro de este proceso, a saber:

a. La empresa originadora, que en el caso que nos amerita son las PYMES, reducen sus costos financieros; aumentan la capacidad financiera, ya que los activos titularizados son separados de los balances de la empresa; se aumenta dentro de la empresa, la rotación de los créditos, y aumenta el desarrollo del mercado de valores al suministrar nuevos títulos a la oferta pública.

b. La entidad a la cual se transfieren los activos cobra por la participación en la titularización.

c. Los inversionistas, obtienen un mejor rendimiento; consiguen una nueva alternativa de inversión; y permiten una participación directa en grandes inversiones.

Conclusiones

La titularización es una interesante forma de financiamiento de las PYMES, para facilitar la captación de recursos, y que ya en nuestro país se está incorporando al mercado de valores.

Con este instrumento de financiamiento, Panamá, tiene la alternativa de modernizarse al adoptar nuevos instrumentos financieros y jurídicos que lleguen a ampliar el horizonte de la inversión, tanto por parte de las pequeñas y medianas empresas, como de los posibles inversionistas.

Las opiniones de la autora son personales.

INVESTMENT SECURITIES

THE NEED FOR HARMONIZATION AND MODERNIZATION OF SECURITIES OWNERSHIP, TRANSFER AND PLEDGING LAWS

November 2004
Basic Principles and
Analysis of Selected Jurisdictions in Latin America

I. INTRODUCTION

The implementation of electronic systems influences how securities transactions take place in today's world. The way securities are held, transferred and pledged has gone through fundamental changes during the last decades. In the past, securities were transferred mostly physically, usually by endorsement and, in the case of stocks, by endorsement and registration in the issuer's books. Today, most securities transactions have shifted from instruments to accounts;[232] also, they are mostly held and pledged through one or more layers of intermediaries. This new reality came about as the result of a process-initially in the 1960s in the U.S.-whereby the volume of securities transfers in securities markets grew to such an extent that corporations, exchanges and brokerage houses could no longer process the paper. This lead to the concept of uncertificated securities (i.e., securities that only exist on the books of issuers or other third persons, without any issuance of a certificate-such is the case, for example, of securities issued by the U.S. Treasury, which only exist as book entries in a system maintained by the Federal Reserve.) However, it should be noted that, in contrast, most publicly traded securities continue to be certificated.[233] In the latter case, certificates are issued typically as a global certificate that is not delivered to the end user.[234]

The main difference between physical and dematerialized securities is the way in which they are evidenced. Securities evidenced by individual or global physical certificates are physical securities, whereas those represented by book entries on the issuer or intermediary's books are dematerialized securities.[235]

---

232 Joseph H. Sommer, "A Law of Financial Accounts: Modern Payments and Securities Transfer Law" 1181 The Business Lawyer, August 1998 – Volume 53, No. 4, at 1188.

233 Edwin E. Smith, "Current Problems in Perfecting Security Interests in Investment Securities and How they are Addressed in the 1994 Revisions to UCC Articles 8 and 9," SB29 ALI-ABA 95 (December 1996) at 99.

234 Joseph H. Levie, "Security Interests in Investment Securities, Brokerage Accounts and Related Matters Under Present Law and Under the Proposed New Uniform Statute (Amendments to Article 8 and 9 of the Uniform Commercial Code)," C995 ALI-ABA 643 (1995), at 653.

235 *See,* Randall D. Guynn, "Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws – A Discussion Paper on the Need for International Harmonization," Capital Markets Forum of the Section on Business Law of the International Bar Association, February 1996, at 13.

In addition to the notion of uncertificated securities, the reaction to the "paperwork crunch" lead to another, even more significant development, which was the creation of a system of transfers (the word transfer is preferable, rather than delivery, which is more indicative of physical possession)[236] through depository institutions developed for holding stock certificates, thus eliminating the need for the direct relationship between investor and corporate issuer. This is how the indirect holding system developed. These depository institutions, in turn, maintain accounts with brokerage houses, and brokerage houses maintain securities accounts for individual owners of the securities. Instead of settling trades by delivering physical certificates, brokerages net the accounts among their customers. In turn, depository institutions net the accounts among the various brokerages.[237]

The need to structure an easier and faster system for securities transactions has given rise to material changes, not only in investment securities legislation but also in overall securities legislation and practices. A worldwide movement is underway to harmonize and modernize commercial laws that govern the ownership, transfer and pledge of investment securities, recognizing the wide disparity that exists among countries with respect to the relevant laws.

Uncertainty in the nature of interests in securities, pledging and enforcement practices is prejudicial both to investors and to secured creditors. Legal rules and market practices related to which records are the official records for tracking interests in dematerialized or physical securities also vary from jurisdiction to jurisdiction. For instance, the records of a central securities depository (CSD) may be the official records, rather than those of the issuer or an agent thereof.[238] If existing laws-mostly drafted in the nineteenth century or before-make it more costly to obtain certainty, market participants may be unwilling to enter into transactions involving securities.[239] Even more significantly, legal uncertainty contributes to systemic risk.[240]

As an initial step, a modern legal framework for investment securities should be mindful of the four fundamental principles developed by the Committee on Modernizing

---

236 Joseph H. Levie, *supra* note \h 234, at 653.

237 Adam B. Strauss, "Reviewing Revised Article 8 of the Uniform Commercial Code," 44 Wayne L.Rev. 203 (Winter, 1998), at 206.

238 Guynn, *supra* note \h 235, at 14 and 21.

239 *Id., supra* note \h 235, at 5-6.

240 There is no settled definition of the term "systemic risk." Generally speaking, it can be described as the risk that the inability of one institution to meet its obligations when they become due will cause other institutions to then become unable to meet their obligations when due. The categories of systemic risk increase exponentially when dealing with international settlements—as well as with a growing number of intermediaries—and have the potential of triggering a domino effect. *See further* "Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems," report prepared by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the Group of Ten Countries, Basle, September 1992, Annex 2, p. 7. The full text of the report is available at http://www.bis.org/publ/cpss06.pdf.

Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws under the auspices of the Capital Markets Forum.[241] These four principles call for: a) the creation of a new type of interest in securities; b) the protection of investors' interests against the intermediary's general creditors; c) clear choice of law rules; and d) simplified pledging and enforcement foreclosure procedures.

This report provides an overview of these four principles, as well as related and additional concepts developed as a result of existing and ongoing efforts both at the national and international level. This report also identifies some of the problems underlying securities legislation in Latin America, including matters pertaining to the issuance and negotiation of dematerialized investment securities, as well as how the indirect holding system of securities and the book-entry registry and recording system are structured and regulated in selected Latin American jurisdictions.

Generally speaking, Panama is the jurisdiction whose indirect holding system of securities most closely resembles that of Article 8 of the U.S. Uniform Commercial Code (UCC). The remaining jurisdictions analyzed in this report have reformed their rules to various extents in order to modernize their capital markets either through the use of electronic book-entry accounts or the regulation of specific participants in a modern securities market, including clearing corporations.

This report takes the Panamanian law as a model and draws a comparison between this law and issues that either are not covered by the other jurisdictions or are treated and regulated differently.

II. DIRECT AND INDIRECT HOLDING SYSTEMS

A. Ownership and Transfer of Securities in a Direct Holding System

Traditional systems for the ownership and transfer of securities-both under common and civil-law systems-involve a direct relationship between each holder and the relevant issuer. The holder is registered in the issuer's books as the owner of the relevant securities.

Under U.S. law, this type of system is known as the direct holding system and is regulated in part by Article 8 of the UCC. Article 8 regulates not only ownership and transfer of shares but also ownership and transfers of any other type of securities.

Securities may be represented by certificates or they may be uncertificated. When securities are represented by certificates, the issuer places or authorizes the placing of

241 Guynn, *supra* note \h 235, at 2-3. *See further*, Section III *infra*.

its name on the physical certificate to evidence its duty to perform an obligation vis-à-vis the owner of the certificate.[242] In the case of uncertificated securities, there is no tangible instrument on which the issuer's name might appear. The equity interest is not represented by a certificate.[243]

When securities are represented by certificates, their ownership is evidenced by possession of the certificate and transfer of those securities is accomplished by physical delivery of the relevant certificates. The certificate has to be surrendered to the issuer or its transfer agent for registration of the transfer. In the case of uncertificated securities, ownership is not represented by certificates, but it is also contemplated that changes in ownership should be reflected in the books of the issuer.[244]

Latin American securities laws *(leyes de títulos valores)* typically regulate the traditional ownership and transfer of securities and reflect a predominantly-if not exclusively-direct holding relation with the issuer, where the physical delivery of certificates plays a fundamental role.

Some of the main features of securities, as they typically exist in Latin America, are as follows: a) the right is incorporated into the instrument itself (i.e., there is no separation between the physical instrument and the right) and consequently, the holder needs to present the instrument in order to exercise the right; b) the instrument provides standing to its holder, assignees or endorsees *(legitimación)*-the holder of the instrument has the right to request that the debtor comply with its obligation, as well as the right to transfer the instrument; c) the document is "literal," i.e., the nature of the right and of the legal consequences thereof are determined by the wording of the instrument and not by any outside sources; and d) the instrument is autonomous-every new transferee acquires a new right, independent from the rights and personal obligations of the transferors.[245]

As a result of the conceptualization of equity and debt securities in Latin America as *títulos valores*, the law of most Latin American countries continues to reflect practices whereby securities are held, transferred and pledged by actual physical possession or by accounting entries made directly on the books of the issuer or its agents, rather than reflecting a multi-tiered holding system.

---

242 UCC Article 8, § 8-201 (a) (1).

243 Sandra M. Rocks and Carl S. Bjerre, "The ABCs of the UCC, Article 8: Investment Securities," published by the Section of Business Law of the American Bar Association, 1997, at 14.

244 *See* UCC Article 8, prefatory note I, A and B.

245 Raúl Cervantes Ahumada, "Títulos y Operaciones de Crédito," Published by Herrero S.A., 1966, pgs. 20-24.

B. Securities Held Through Financial Intermediaries: The Indirect Holding System

1. Overview

Ownership and transfer of securities in an indirect holding system follow rules that differ substantially from those that apply to the direct holding system. The direct holding system is based on the physical transfer of certificates and the registration of such certificates in the records of the issuer. Conversely, the indirect holding system provides a mechanism whereby the transfer of securities does not necessarily appear on the books of the issuer, but relies on a system managed by brokers and other financial intermediaries. Transfers of securities are evidenced only through debits and credits in that system. This allows the settlement of an enormous amount of transactions in a very fast and simple way.

The indirect holding system establishes a complex network of participants such as issuers, central securities depositories, brokers, banks, investments funds, clearing houses and retail investors-often in multiple jurisdictions. Various layers of intermediaries can often stand between an investor and the individual physical or dematerialized securities in a given market. In fact, this has become the rule, rather than the exception. Intermediation is at the core of the law of financial accounts.[246] The multi-tiered holding system helps reduce traditional loss, theft and illiquidity costs typically associated with the holding, transferring and pledging of securities in a direct holding system.[247] The following diagram illustrates the holding of securities in an indirect holding system:[248]

---

246 Sommer, *supra* note \h 232, at 1200-1201.

247 Guynn, *supra* note \h 235, at 23.

248 This diagram is reproduced from Guynn, *supra* note \h 235, at 22.

The indirect holding system assumes a series of principles and stipulations that will be discussed in the following sections.

2. Security Entitlement

a) Overview

The notion of security entitlement is a new property interest, as referenced by Article 8 of the UCC. According to Article 8, a person acquires a security entitlement in a "financial asset" when purchasing such an asset.[249]

Conceptually, the notion of entitlement is likely to be the most controversial in Latin American law. A "security entitlement" is a *sui generis* type of property interest which encompasses both property and personal rights. This concept should not be conceived within traditional property law principles. A security entitlement is in itself a form of property interest, not merely an *in personam* claim against the intermediary. The concept of security entitlement does, however, include, in addition, a package of *in personam* rights against the intermediary.[250] A security entitlement creates a relation between the broker and the retail investor. An investor who owns a security entitlement can only claim its property and personal rights against the broker and does not have a traceable property right to the physical certificate. The property right is defined by Article 8 as a pro-rata share of the same type of securities that the intermediary holds.[251] This means that in case of insolvency, all securities of a certain type that the intermediary holds will be divided between the security entitlement holders of the same type of securities (e.g., IBM stock). Any other types of securities held by the intermediary will be divided between the security entitlement holders of that other kind of securities, and so on.

b) Acquiring a Security Entitlement

The notion of security entitlement is closely connected to that of an intermediary. An intermediary can be a clearing corporation or a person (including a bank or a broker) that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others.[252]

A person acquires a security entitlement if a security intermediary: a) indicates by a book entry that a financial asset has been credited to the person's securities account;

---

249 UCC Article 8, § 8-102(9) defines a financial asset as:

(i) a security;

(ii) an obligation of a person or a share, participation, or other interest in a person or in property or an enterprise of a person, which is, or is of a type, dealt in or traded on financial markets, or which is recognized in markets, or which is recognized in any area in which it is issued or dealt in as a medium for investment; or

(iii) any property that is held by a securities intermediary for another person in a securities account if the securities intermediary has expressly agreed with the other person that the property is to be treated as a financial asset under this Article.

250 UCC Article 8, Prefatory Note II C.

251 *Id.*, § 8-503 (b).

252 *Id.*, § 8-102 (14).

b) receives a financial asset from the person or acquires a financial asset for the person and, in either case, accepts it for credit to the person's securities account;[253] or c) becomes obligated by other law, regulation or rule to credit a financial asset to the person's securities account.[254] In all of these instances, the certificate is not in the name or in possession of the investor (the client of the securities intermediary). In addition, if one of the three conditions has been met, a person has a security entitlement even if the securities intermediary does not itself hold the financial asset.[255] This means, for example, that if a person gives his broker money to buy 100 shares of XYZ corporation and the broker credits his account without buying those shares in the stock exchange, the person still has a security entitlement and is entitled to claim to the intermediary the benefits of those shares. This does not mean, however, that the securities intermediary is free to create security entitlements without holding sufficient financial assets to satisfy its entitlement holders; the securities intermediary has a legal duty to maintain sufficient assets as reserves.[256]

c) Transfers of Security Entitlements

Transfers of security entitlements are intended to be very simple. The owner of the security entitlement gives the securities intermediary an entitlement order demanding it to transfer his security entitlement.[257] An entitlement order is effective if it is originated by the appropriate person or by an authorized person. An appropriate person in the indirect holding system is the entitlement holder.[258] An authorized person is a person who has power under the law of agency to transfer the financial asset on behalf of the appropriate person, including a person who has control.[259] It is very important to be aware that the intermediary must comply with an entitlement order of an appropriate person, but he is not obligated to comply with an order from an authorized person unless such intermediary has agreed with the holder of the security entitlement by contract that it will comply with orders from such person.[260]

253 *Id.*, § 8-501 (b) – Official Comment: this subsection is not limited to circumstances in which the intermediary receives securities certificates or other financial assets in physical form.
254 *Id.*, § 8-501 (b).
255 *Id.*, § 8-501 (c).
256 *Id.*, Official Comment 3.
257 *Id.*, §§ 8-102 (a) (8) and 8-507.
258 *Id.*, § 8-107 (a) (3).
259 *Id.*, (b) (2).
260 *Id.*, § 8-507 and Official Comment 3.

3. The Concept of "Control" in the Indirect Holding System

a) Overview

In the indirect holding system, a purchaser (including a secured party) obtains control of a security entitlement if the purchaser becomes the entitlement holder or if the securities intermediary has agreed that it will comply with entitlement orders originated by the purchaser without further consent by the entitlement holder.[261] It is very important to obtain control in order to acquire security entitlements free of adverse claims. The transfer of security entitlements can be validly made through other means, but it will only have effect between the parties to that transfer and therefore the buyer will still be subject to adverse claims by third party creditors or purchasers. A person acquires a security entitlement free of adverse claims if he follows the conditions mentioned above, gives value and has no notice of adverse claims.[262] This is very similar to the mechanism under the direct holding system. The purpose is to protect good faith entitlement holders from adverse claims, provided they follow the simple steps required by Article 8 of the UCC.

Control is a broad term that incorporates possession of a certificate for certificated securities and registration on the books of the issuer for uncertificated securities. Control can also be taken over securities accounts by agreement between the relevant account holder(s), intermediaries and secured creditors. This agreement confers the power over such accounts to the secured creditor and allows him to give instructions to the intermediary regarding the disposition of the investment securities, without requiring the consent of the account holder.

b) Notes on Entitlement and Control

The concepts of "entitlement" and "control," which are key elements under Article 8, would have to find counterparts in Latin American law, and conflicting terms should be avoided.

4. Duty to Maintain Sufficient Financial Assets

The UCC provides that a securities intermediary shall promptly obtain and thereafter maintain financial assets in a quantity corresponding to the aggregate of all security entitlements it has established in favor of its entitlement holders. The securities intermediary is allowed to maintain those financial assets directly or indirectly.[263] In addition, the UCC protects investors by providing that a securities intermediary may not grant any security interests in a financial asset it is obligated to maintain unless the

---

261 Charles W. Mooney, Jr., Sandra M. Rocks and Robert S. Schwartz, "An Introduction to the Revised U.C.C. Article 8 and Review of Other Recent Developments with Investment Securities," 49 Bus. Law. 1891 (August, 1994), at 1897.

262 UCC Article 8, § 8-502 and § 8-503 (e).

263 *Id.*, § 8-504 (a).

entitlement holder agrees.[264] Federal securities laws also require that brokers obtain the explicit consent of customers before pledging customers' securities or commingling different customers' securities for pledge.[265] In the U.S., specific state laws are also intended to protect investors who purchase investment securities through an intermediary. For example, New York law prohibits fraudulent transactions in securities by considering it a misdemeanor when brokers transact against customers' orders.[266] New York law also prohibits transactions after insolvency that are intended to defraud investors.[267] Furthermore, a broker who disposes, for his or its own benefit, of customers' securities is guilty of a misdemeanor under New York law.[268] Finally, New York law considers practices including fraud, deception, concealment, suppression, false pretense or fictitious or pretended sale to be either a misdemeanor or a felony.[269]

Article 8 expressly recognizes that brokers and other intermediaries have to comply with the duties specified in other statutes or regulations.[270]

5. Priority Rules

Priority among entitlement holders and security interest holders is essential to the indirect holding system.[271] Priority rules determine who has a better or senior right when two or more parties claim an interest to a security. Article 8 provides as a general rule that if a securities intermediary does not have sufficient securities or other financial assets to satisfy its obligations to entitlement holders and to creditors who have a security interest in such financial assets, the claims of entitlement holders have priority over the claims of creditors.[272]

One of the fundamental principles recognized by different countries (including the U.S.) for the harmonization of securities laws is that the pool of securities or interests in securities held by an intermediary to satisfy the interests of the entitlement holders should be protected against the claims of the intermediary's creditors in the event of bankruptcy.[273]

---

264 *Id.*, § 8-504 (b).
265 *Id.*, Official Comment 2.
266 McKinney's Consolidated Laws of New York Annotated, General Business Law, Chapter 20, Article 21-A Fraudulent Transactions in Securities, § 339-c.
267 *Id.*, § 339-d.
268 *Id.*, § 339-e.
269 *Id.*, Article 23-A, § 352-c.
270 UCC Article 8, § 8-509 and Official Comment to the section.
271 A security interest means an interest in personal property or fixtures which secures payment or performance of an obligation. *See* UCC § 1-201 (37).
272 UCC Article 8, § 8-511 (a).
273 Guynn, *supra* note \h 235, at 3.

6. Pledging of Securities under the Indirect Holding System

There are different ways to create or perfect a security interest in a security entitlement. Perfecting a security interest by control is the best way because the purchaser acquires a right free of adverse claims. There is no need for a written security agreement if the creditor has control.[274] However, a security interest can also be perfected by filing,[275] through the registration of a financing statement in the proper office of the relevant jurisdiction.[276] A financing statement must include the names of the debtor and the secured party, as well as an indication of the collateral covered by the financing statement.[277]

When a security interest in investment property is created by a broker or securities intermediary, it will be perfected when it attaches-there is no need to file a financing statement.[278] A security interest in a security entitlement granted to the debtor's own securities intermediary has priority over any security interest granted by the debtor to another secured party.[279]

Notwithstanding the different methods available for the perfection of security interests, not all provide the same protection. A creditor must obtain control in order to have full protection. Priority between conflicting security interests in the same investment property is governed by the following rules: [280]

a) a security interest held by a secured party having control of investment property has priority over a security interest held by a secured party that does not have control;

b) conflicting security interests held by secured parties, each of which has control, rank according to priority in time;

c) a security interest held by a securities intermediary in a security entitlement or a securities account maintained with the securities intermediary has priority over a conflicting security interest held by another secured party; and

d) conflicting security interests created by a broker, securities intermediary or commodity intermediary which are perfected without control rank equally.

---

274 UCC Article 9, § 9-203 (b) (3) (D).
275 *Id.*, § 9-312 (a).
276 *Id.*, §§ 9-501 *et seq*.
277 *Id.*, § 9-502 (a).
278 *Id.*, § 9- 309 (10).
279 *Id.*, § 9-328 (3).
280 *Id.*, § 9-328.

The UCC provides a special rule for certificated securities: if a security certificate in registered form is delivered to a secured party pursuant to an agreement, a written security agreement is not required for attachment or enforceability of the security interest. Delivery suffices for perfection of the security interest, and the security interest has priority over a conflicting security interest perfected by means other than control, even if a necessary endorsement is lacking.[281]

7. Additional Rules

Article 9 of the UCC recognizes the possibility of creating a security interest in the proceeds of the securities. Any payments or distributions made with respect to investment property collateral are proceeds. The security interest in proceeds is a continuously perfected security interest if the interest in the original collateral was perfected.[282] In addition, under Article 8 of the UCC a secured party can obtain control over uncertificated securities even if the registered owner retains the right to make substitutions, to originate instructions to the issuer or securities intermediary, or otherwise deal with the uncertificated security.[283] This gives flexibility to the parties so they can deal with the complexities and turn of events in the securities market.

A significant question, once a security interest has been perfected, is how to enforce that security interest in case of default: in other words, what are the remedies available to the non-defaulting party. The secured party may enforce the security interest by judicial process but also, and most importantly, by exercising self-help measures as to the collateral.[284] Articles 9's self-help measures include: a) making collections on the collateral and taking control of its proceeds; b) taking possession of the collateral; c) selling or otherwise disposing of the collateral to a third party; and d) retaining collateral in satisfaction of the debt (sometimes referred to as "strict foreclosure").[285] Self-help remedies are among the most important features of Article 9. Control is not merely a means of assuring perfection or priority; it is also, by its nature, a means of facilitating the exercise of Article 9's self-help remedies.[286]

If the secured party has perfected a security interest by control, the exercising of self-help measures would be very easy. Obtaining control is a very useful and practical mechanism to determine the priority between conflicting claims and to create an easy way to enforce a security interest. Articles 8 and 9 of the UCC make a fundamental

---

281 *Id.*, § 9-328 (5).
282 *Id.*, § 9-315.
283 UCC Article 8, § 8-106 (f).
284 Sandra Rocks and Carl S. Bjerre, *supra* note \h 243, at 97.
285 *Id*.
286 *Id.*, Pages 97 and 98.

improvement in the operation of pledging rules and provide for a reliable legal system.

III. FOUR FUNDAMENTAL PRINCIPLES ADOPTED BY THE COMMITTEE ON MODERNIZING SECURITIES OWNERSHIP, TRANSFER AND PLEDGING LAWS

Four fundamental principles were developed by the Committee on Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws of the International Bar Association, under the auspices of the Capital Markets Forum.[287] The principles originated as a response to the need to improve the operational and legal infrastructure for cross-border securities clearance, settlement and custody, under the assumption that it is no longer possible to insulate domestic issuers, investors and markets from global market forces or related friction costs and risks.[288] The underlying process calls for the review of existing laws to assess their consistency with the four principles.[289]

A. FIRST PRINCIPLE: CREATION OF A NEW PROPERTY INTEREST

The First Principle states that interests in securities held through a financial intermediary should be defined by legislation or otherwise interpreted as a type of interest in a pro-rata portion of the pool of securities or interests in securities held by the intermediary with whom the interest holder has a direct contractual relationship, evidenced solely by the interest holder's accounting entry on the books of its intermediary and not as a traceable or direct and undivided property right in individual securities, or a mere contractual claim. The purpose behind this principle is to achieve finality of securities transfers and pledges. In addition, this principle requires that the intermediary maintain a sufficient pool of deposited securities or interests in securities to satisfy the interests of all interest holders. Furthermore, the intermediary can incur criminal responsibility if the securities are transferred, pledged or lent in a way that would put its customers at serious risk.

Under this principle, it is important for the interest in the securities held by the intermediaries to be defined not merely as a contractual right, but also as a pro-rata property right in the pool of securities held by the intermediary. If the right were merely contractual, the customers would bear the risk of insolvency of the securities intermediary as general creditors.[290] Instead, if the interest is defined as a pro-rata property right, the customers have priority over the securities against any other creditor in

---

287 *See generally* Guynn, *supra* note \h 235.
288 *Id.,* Introduction, at 8.
289 *Id.,* Foreword, at 2.
290 *Id.,* at 29.

case of insolvency. The pool of securities or interest in securities does not become the property of the intermediary.[291]

As previously referenced, UCC Art. 8 states very clearly that a security entitlement (i.e., the interest of an investor or secured creditor in securities held through accounts with a financial intermediary)[292] is property, albeit not a claim to a specific identifiable thing[293]-and not merely an *in personam* claim against the intermediary. The concept of security entitlement does, however, include a package of *in personam* rights against the intermediary.[294] Article 8 of the UCC also provides different methods to protect investors by requiring intermediaries to: a) maintain sufficient financial assets;[295] b) abstain from granting any security interests in a financial asset they are obligated to maintain;[296] and c) participate in the Securities Investor Protection Corporation, which provides a protection similar to the one provided for bank depositors by the FDIC.[297]

B. SECOND PRINCIPLE: PROTECTION AGAINST GENERAL CREDITORS

The Second Principle states that the pool of securities held by an intermediary to satisfy the interests of its interest holders should be protected against the claims of the intermediary's general creditors either by defining the interest as a type of property or co-property right or by amending or interpreting existing insolvency laws for financial intermediaries to give explicit effect to this policy.[298] The securities held by the intermediary are for the benefit of its interest holders, and they are not the property of the securities intermediary.[299]

Securities laws should protect investors by providing that if a securities intermediary does not have sufficient securities to satisfy both its obligations to interest holders and to creditors, the claims of interest holders should have priority over those of general creditors.[300] Relevant insolvency laws for financial intermediaries should be amended to reflect this policy.[301] In addition, regulators could provide investors with additional protection against insolvency risks affecting the intermediaries by, for instance, imposing minimum capital, periodic auditing and insurance requirements.[302]

---

291 *Id.*, at 34.
292 *Id.*, at 45.
293 UCC § 8-503(b). *See further* Sommer, *supra* note \h 232, at 1193.
294 UCC, Article 8, Prefatory Note II-C.
295 *Id.*, § 8-504 (a).
296 *Id.*, § 8-504 (b).
297 *Id.*, § 8-511, Official Comment 2, last paragraph.
298 Guynn, *supra* note \h 235, at 35.
299 Sandra Rocks and Carl S. Bjerre, *supra* note \h 243, at 63.
300 *See* for example UCC, Article 8 § 8-511 (a).
301 Guynn, *supra* note \h 235, at 10.
302 Guynn, *supra* note \h 235, at 34. *See also* Levie, *supra* note \h 234, at 658.

The UCC provides that 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 and its obligation to a creditor of the securities intermediary who has a security interest in that financial asset, the claims of the entitlement holders take priority over the claims of the secured creditor of the intermediary.[303]

As will be noted below (Section IV), Latin American countries do not always protect interest holders against the claims of an intermediary's general creditors. Indeed, general bankruptcy concepts and principles in Latin America deal predominantly with corporate and commercial insolvency considerations and do not take into account the particular needs of financial players and intermediaries who are typically involved in the issuance, pledge and transfer of investment securities. In the absence of specific regulation, these concepts and principles may permeate or even dictate the solutions to be applied to investment securities and transactions carried out by intermediaries.

C. THIRD PRINCIPLE: CHOICE OF LAW

1. Overview

The Third Principle declares that conflicts of law rules should be interpreted or modernized to reflect the development of the system for holding, transferring and pledging interests in securities with financial intermediaries so that the selection of the law governing the characterization, the validity of any transfer or pledge, or the effectiveness or opposability of any pledge of interests in securities represented or effected by book-entry to accounts with financial intermediaries is determined by agreement among the relevant parties or, in the absence of such agreement, by reference to the location of the office of the financial intermediary maintaining such accounts-or otherwise by reference to the intermediary's jurisdiction.[304]

Also consistent with this approach would be the possibility to have back-up categorical rules to promote certainty and predictability, such as applying the internal law where an intermediary's chief executive office is located, when it is impossible to determine where the relevant office maintaining the accounts is located.[305]

The idea behind this principle is to update the laws of most jurisdictions to reflect the new commercial environment.[306] In several countries, choice of law rules envision a

303 UCC Article 8, § 8-511 (a).
304 Guynn, *supra* note \h 235, at 3.
305 *Id.*, at 10-11.
306 *Id.*, at 30.

system under which securities are traded as if they were physical or corporeal property and thus subject to the *lex situs*. New rules need to be created to solve conflicts of law when cross-border transactions are involved. New rules also need to take into consideration complex electronic systems and multiple tiers of intermediaries. The proper application of the *lex situs* rule depends more on the characterization of the legal rights at issue than the content of the rule itself. If an investor's interest in securities is characterized as a traceable property right in individual securities, the rule will generally dictate that the validity of any transfer or pledge or any adverse claim will be governed by the law where the physical or dematerialized securities were located at the time the transfer or pledge took place or the adverse claim arose. On the other hand, if the interest is characterized as a contractual claim, the rule will dictate that the validity will be governed by the law where the accounts are located.[307]

2. The Hague Convention

The Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary,[308] adopted in December 2002, represented a significant step towards modernizing and clarifying the law on the indirect holding and transfer of securities: the place of the relevant intermediary, rather than the location of the securities.

Under Article 4 of the Convention, which sets forth the primary rule on applicable law, the law governing the main proprietary issues of indirect securities holding is the law agreed upon by the investor and his direct intermediary, provided certain factual conditions are met ("reality test"). Article 5 of the Convention also contains a set of "fall-back" rules that apply when Article 4 does not suffice to determine the applicable law.

D. FOURTH PRINCIPLE: SIMPLIFIED PLEDGING RULES

The Fourth Principle dictates that procedures for creating and enforcing a pledge of interests in securities credited to accounts with financial intermediaries should be simplified.[309] Under this principle, procedures (e.g., public filings or notarial formalities) that were intended to make (or have the effect of making) it prohibitively expensive or impossible for such interests in securities to be validly pledged should be

---

307 *Id.,* at 11.

308 Also known as the PRIMA Convention. PRIMA is an acronym for the "Place of the Relevant Intermediary Approach," the location that was adopted under the Convention as the one that provides the necessary legal certainty and predictability. The full text of the Convention can be accessed at http://www.hcch.net/e/conventions/menu36e.html.

309 Guynn, *supra* note \h 235, at 3.

eliminated or supplemented to facilitate such collateralization.[310] Similarly, procedures that delay or otherwise restrict the liquidation or realization of the value of pledged securities or interests in securities should be eliminated where there is a sufficiently liquid market for the securities in question.[311]

The procedure for obtaining a valid pledge, enforcing the obligations generated by that pledge and determining who has a senior right are not clear in most countries-other than for those cases where the pledgor has actual possession of physical securities and there is an agreement whereby the pledgee takes actual possession of such securities.[312]

Laws should be amended to solve these problems in a way that satisfies the modern needs of securities markets, when the object of the pledge is an interest in securities held through accounts with a financial intermediary. The required changes in national laws can be achieved by allowing the perfection of security interests by crediting the securities to a special account in the name of the pledgee, or having the intermediary agree to follow the instructions of the pledgee to liquidate the securities or interests in securities without any further action by the pledgor. An agreement between the pledgor and the pledgee would contain provisions describing when the pledgee would have the right to give such instructions. The pledgee should be able to allow the pledgor to keep trading interests in securities credited to the special account prior to any default.[313]

As noted above, the UCC pledging rules provide a simple mechanism for the perfection and enforcement of a security interest over security entitlements. In addition, priority rules between conflicting security interests are also very clear. Under the UCC, a security interest over a security entitlement can be perfected by obtaining control.[314] A secured party who obtains control has priority over a security interest of a secured party who does not have control over the investment property.[315] A secured party has control of a security entitlement if: a) the secured party becomes the entitlement holder; or b) the securities intermediary has agreed that it will comply with entitlement orders originated by the secured party without further consent by the entitlement holder.[316] Furthermore, the UCC declares that the secured party would have control even if the registered owner retains the right to make substitutions, to originate instructions or entitlement orders to the securities intermediary, or other-

310 *Id.*, at 41.
311 *Id.*, at 12.
312 *Id.*, at 31.
313 *Id.*, at 41-42.
314 UCC Article 9, § 9-314 (a).
315 *Id.*, § 9-328 (1).
316 UCC Article 8, § 8-106 (d) (as referenced by UCC § 9-106 (a)).

wise deal with the security entitlement.[317] The enforcement procedure in case of default is very simple. The secured party may sell the security entitlement to a third party by giving an entitlement order to the securities intermediary.[318] This provision avoids delays or restrictions to the liquidation or realization of the value of pledged securities or interests in securities.

In addition to simplified pledging rules, another important factor to take into consideration is that any claims adverse to those of the interest holder are realizable only against the intermediary with whom that interest holder has a direct contractual relationship, and not against other, upper-tier intermediaries. The threat of attachments involving upper-tier intermediaries has been identified as one of the principal impediments to achieving finality of securities transfers and pledges in the modern world.[319] Obligations at each level should be independent of those at the next level-in other words, there should be a separation of intermediaries, or a "vertical privity" where every link is discrete. Risk must be clearly defined, clearly allocated and clearly transferred. Vertical privity (insulation or "abstraction") ensures that a significant part of the risk will be structured as a set of bilateral legal relations.[320] In a way, the entitlement holder's risks are centered on its own securities intermediary.[321]

E. IMPLEMENTATION OF THE FOUR PRINCIPLES AND RECENT DEVELOPMENTS

1. Overview

When implementing the four principles referenced above, special attention needs to be paid to each country's particular traditions and legal systems. The principles cannot stand alone. Instead, they need to be integrated into each country's domestic law.[322] However, it is important to note that these principles do not intend to disturb some well-established rules, including:[323]

a) the substantive law governing the validity of securities and the rights and duties of issuers is the law of the issuer's jurisdiction; and

---

317 *Id.*, § 8-106 (f).

318 *Id.*, § 8-106 (d) (2) and § 9-610.

319 Guynn, *supra* note \h 235, at 10.

320 Sommer, *supra* note \h 232, at 1204-1205.

321 Charles W. Mooney, Jr. *et al*, *supra* note \h 261, at 1895.

322 James Steven Rogers, "Towards International Harmonization of the Commercial Law of the Modern Securities Holding and Transfer System: Some Reflections from the United States Article 8 Revision Project," responding comments to Randall D. Guynn's discussion paper, *supra* note \h 235, at 63.

323 Kazuaki Sono, "The Extent of Possible Adaptation of Domestic Laws to the Modern Securities Holding and Transfer Sytem," comments to Guynn, *supra* note \h 235, at 67.

b) the law governing any disputes between the holder of an interest in dematerialized or immobilized securities directly in the books of an issuer or its agent and the rights of an adverse claimant in such interest is also the law of the issuer's jurisdiction.

Substantial work has already been undertaken in the international arena to address some of the problems identified in this report. By way of example, Belgian Royal Decree No. 62[324] appears to satisfy all four principles. First of all, it defines the interest of an investor or a secured creditor in securities as a package of personal rights and co-property rights in favor of each person credited with interests in securities of the same type. This package of rights does not include traceable property rights in individual securities, but merely a right to a notional portion.[325] Second, the package of rights includes a right of revendication in the event of insolvency of the intermediary. Such right enables the holder to the return of a specific quantity of securities or interest in securities, which prevails over the claims of the intermediary's general creditors.[326] Finally, a valid pledge of an interest in securities can be obtained by having the interest credited to a pledged account.[327] In a similar fashion, the Luxembourg Grand-Ducal Decrees[328] provide that there is no traceable right to individual securities; instead there is a right of ownership in a given number of non-identified securities of the same type held by the intermediary in a pool. The Decrees also provide for a revendication right, and for the right to pledge securities by having the interest credited to a pledged account.[329]

In France, securities were dematerialized in November 1984. There are no longer any certificates, and securities are evidenced by book entries in accounts maintained by authorized financial intermediaries or by the issuer. In turn, issuers and intermediaries have an account with Euroclear France in which issued securities are evidenced by book entries.[330]

From a regional perspective, Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the Council on Settlement Finality in Payments and Securities Settlement Systems (May 19, 1998) and Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council on Financial Collateral Arrangements (June 6, 2002) have aimed at harmonizing

---

324 Belgian Royal Decree No. 62, dated November 10, 1967, Facilitating the Circulation of Securities (as amended, April 7, 1995), mentioned by Guynn, *supra* note \h 235, at 43.

325 *Id.*

326 *Id.*, at 43-44.

327 *Id.*, at 44.

328 The Luxembourg Grand-Ducal Decrees are dated February 17, 1971, December 18, 1991 and June 8, 1994. Guynn, *supra* note \h 235, at 44-45.

329 *Id.*

330 UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332, at 9.

key aspects of the laws of EU members relevant to securities settlement systems and indirectly held securities. As far as concerns relating to conflict of law issues, they have been addressed by the Hague Convention on the Law Applicable to Certain Rights in Respect of Securities Held with an Intermediary (*supra*, Section C.2).

However, these efforts have their limitations. As identified by the International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT), EU directives operate only on a regional level, while the Hague Convention is by its nature confined to conflict of laws issues.[331] Hence, even though identifying the applicable law does eliminate a significant area of uncertainty, the resulting applicable law may itself be unclear or unsatisfactory.[332]

UNIDROIT put together a Study Group on Harmonized Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities (the "Study Group") which met for the first time in September 2002 and agreed on the need to consider the modernization and harmonization of key aspects of substantive law relevant to the cross-border holding and transfer of securities held by intermediaries.[333] The Study Group concluded that legal certainty and economic efficiency in the global securities market suffer from inconsistencies inherent in the phenomenon of indirectly held securities, and harmonized rules are required to achieve a reliable legal framework, particularly when dealing with the cross-border holding and transfer of securities. However, harmonized rules are necessary only provided they contribute to the reduction of legal or systemic risk or the promotion of market efficiency, and they should include language that is as neutral as possible and formulate provisions by reference to their results. The Study Group refers to this as a functional or result-oriented approach.[334]

2. Future Work by UNIDROIT

Based on its functional, result-oriented approach, the Study Group focused on the need to concentrate on very few key questions that call for global uniformity, while

---

331 UNIDROIT Study Group on Securities Held with an Intermediary – G30 Plan of Action: UNIDROIT Contribution to Recommendations on Legal Certainty. London, May 13, 2002. Available at: http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Position-Paper-UNIDROIT-05-03.pdf.

332 The UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules Regarding Indirectly Held Securities – Position Paper, August 2003. Available at: http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/studygroup/positionpaper-2003-08.pdf (hereinafter, the "UNIDROIT Position Paper"), at 11-12.

333 *See further at* http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/main.htm. The complete list of Study Group members is available at http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/studygroup/members.htm.

334 UNIDROIT Study Group on Securities Held with an Intermediary – G30 Plan of Action: UNIDROIT Contribution to Recommendations on Legal Certainty. London, May 13, 2002. Available at: http://www.isda.org/c_and_a/pdf/Position-Paper-UNIDROIT-05-03.pdf (the "Plan of Action"). *See also,* the UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332.

still taking into consideration the desire to establish a sound legal framework for indirectly held securities. Thus, it is envisioned that the instrument that will result from these efforts-which is expected to be completed in two years, at a minimum[335]-is likely to be split into a mandatory minimum convention and a non-mandatory annex intended to serve as a benchmark.[336]

The Study Group reached the preliminary view that uniform rules would be required in a number of areas, including:[337]

a) the preclusion of upper-tier attachments (i.e., the risk that a freezing or attachment in order to enforce a claim affecting an intermediary at a lower level may also affect a higher-tier intermediary, possibly affecting an entire account and not merely the interests of the underlying investor who is party to the dispute);[338]

b) the non-application of rules imposing special formalities (e.g., rules requiring a writing, signature or formal notice), other than the debiting and crediting of book-entry accounts, as a precondition for the full effect of a transfer of indirectly held securities;[339]

c) clear rules on the creation and realization of collateral, including formalities, with a view to protect the collateral taker;[340]

d) rules on the effects of informal dispositions (i.e., dispositions made other than by entries in book entry accounts);[341]

e) confirmation that persons acquiring an interest in good faith as a result of the crediting of securities to their account(s) acquire an overriding title free of any adverse claims-complemented by rules addressing the acceptability or non-acceptability of reversals of debits and credits;[342]

f) net settlements (i.e., book entries made by an intermediary may reflect the net overall change in the aggregate balance of its account holders taken together);[343]

---

335 Plan of Action, *supra* note \h 334, at 5.
336 UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332, at 14.
337 UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332, at 16-17.
338 *See further,* UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332, at 18.
339 *Id.*, at 19.
340 The Study Group has identified a certain degree of tension between this item and the one listed under (b), which calls for the elimination of formalities, and determined that additional discussions will be needed as to how to achieve an adequate balance (*Id.*, at 20).
341 *Id.*
342 *Id.*, at 21.
343 *Id.*, at 22.

g) confirmation of the finality of book-entry transfers (i.e., the non-reversibility of credits to an account), as well as the irrevocability of instructions once they have been given to an intermediary; [344]

h) clear rules addressing the possibility of provisional credits (i.e., a credit entered in circumstances which cause the total number of securities credited to accounts maintained by an intermediary to exceed the available underlying securities or interest in securities held by the intermediary);[345] and

i) clear rules regarding loss allocation, which define who bears the risk of a shortfall in securities at the level of the account holder's direct or any other higher-tier intermediary.[346]

Clearly, the areas identified by the Study Group incorporate and expand on three out of the four principles identified by the Committee on Modernizing Securities Ownership, Transfer and Pledging Laws of the International Bar Association-the remaining principle, choice of law, was not included, given the assumption that it had already been addressed by the new Hague Convention.

The Study Group has yet to determine whether certain other issues-particularly the protection of account holders from their intermediary's insolvency and related claims from its general creditors-require uniform rules. Additional issues might also include the need for additional uniform rules pertaining to the perfection of security interests, and even the definition of the term "securities" and what types of instruments fall under such definition.[347]

In May 2004, UNIDROIT organized a series of meetings to present to the private sector the first preliminary draft of a convention on substantive rules regarding securities held with an intermediary.[348] The first such meeting took place on May 4, 2004 in Frankfurt; the second was held at the offices of Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton (New York) on May 11, 2004; and the third one was held in Paris on May 18, 2004.[349]

---

344 *Id.*, at 22-23. These rules should also be analyzed in their interaction with bankruptcy regulations (*Id.*).

345 *Id.*, at 24.

346 *Id.*, at 26.

347 *Id.*, at 28. *See also* Philipp Paech, "Harmonising Substantive Rules for the Use of Securities Held with Intermediaries as Collateral: the UNIDROIT Project," at 1156. Available at: http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/articles/paech-ulr2002-e.pdf.

348 The full text of the Draft Convention is available at http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/draft/s-78-13prov2-e.pdf.

349 To get an update on current UNIDROIT events and proposed future steps, *see* http://www.unidroit.org/english/workprogramme/study078/item1/events/main.htm. Between July 7 and August 6, 2004, additional presentations and discussions were scheduled in four South American and four Eastern Asian countries.

The draft convention is the first document that UNIDROIT has circulated for discussion. Following circulation of this document, the 5th meeting of the Study Group was held in Budapest in September 2004. Following this meeting, and based on the feedback received at private sector discussion sessions, the Study Group will finalize a first draft to be sent initially to members of the Governing Council (early to mid-November 2004); the draft will then be sent to member states (early to mid-December 2004). Additional discussion sessions with government representatives are expected to follow during the course of 2005. UNIDROIT's hope is to have a final text of a convention by the end of 2006.

IV. THE HOLDING SYSTEM IN LATIN AMERICA[350]

A. OVERVIEW

Generally speaking, there is a significant lack of uniformity in the regulatory framework for dematerialized securities in Latin America. As a matter of fact, even the degree of dematerialization, to the extent it is possible, varies from country to country. In some countries (including Argentina, Colombia and Venezuela), physical securities (or at least a physical global certificate) must be submitted to the central depository. Book-keeping entries are allowed, for instance, in Guatemala, Uruguay, Brazil, Bolivia and El Salvador, but the legal consequences of such entries have not been fully set out.[351] Finally, in a third group of countries, dematerialization is optional[352] (e.g., Chile and Peru)[353]- without full consideration of its consequences, particularly for the law of secured transactions, bankruptcy and conflicts of law provisions.

1. Panama

Panamanian law mirrors the basic features of the indirect holding system under UCC Article 8.[354] Articles 177 to 194 of the Panamanian law set forth the rules governing

---

350 This section is not intended as an exhaustive analysis of investment securities regulation in Latin America, but rather as an overview of the differences between the legal systems in various Latin American jurisdictions and the principles and features described in the preceding sections.

351 Guatemala, Decree 34/96 (*see* Art. 2 a), Title VI, Art. 52 *et seq.*); Uruguay, Law No. 16.749 (*see* Arts. 7-10, Art. 30, Art. 32) and Decree 344/96 (Art. 13); Bolivia, Law 1834 (*see* Art. 2, Chapter II, Art. 56 *et seq.*, Art. 86); El Salvador, Securities Market Law (*see* Art. 70) and Decree 742/02 (Electronic Book-keeping Entries). In Brazil, *see generally*, Law 6.404/76 and Normative Rulings 89/88, 333/00, 387/03.

352 *Electronic Investment Securities*, by Claudia Díaz-Granados Ortiz, Advisor to FELABAN (Spanish Acronym for the Latin American Federation of Banks) – submitted to the FELABAN meeting in Bogotá, Colombia (March 2003) (on file with the NLCIFT).

353 Chile, Law 18.876, as amended (*see* Arts. 11 and 14 bis); Peru, Law 27.287 (*see* Arts. 2, 4.3, 8.2, 16.2, 18.3, 29.2, 30.4, 48.2, 61.1, 66.4, 73.3, 82, 95.1, 255, 257, 258, 261.1, 266.3, 267.4, 273.4, 274.4, 276.1, 277.1, 279.16, Final Provision No. 6 and Amending Provisions).

354 Decree-Law 1 of 1999, Creating the National Securities Commission and Regulating the Securities Market in the Republic of Panama.

the indirect holding system of securities, including the role of intermediaries and of the clearing corporation-defined as the entity entrusted with the custody of securities, the settlement and setoff of transactions by book entry, and the transfer and pledge of securities within the indirect holding system.

The law also governs the rights of investors (i.e., the purchasers of the securities) vis-à-vis the intermediary. Under the Panamanian law, intermediaries include the clearing corporation as well as securities brokers or brokerage houses where an investor maintains a securities account. The Panamanian law allows for the existence of different securities holding levels, where each tier intermediary (starting with the initial intermediary who deals with the investor) will maintain a securities account with an upper-tier intermediary.

The law also creates a new property right called *derecho bursátil*, akin to the security entitlement concept under UCC Article 8. Under this new property right, an investor in the Panamanian indirect holding system does not have title to individually identified securities held by the intermediary, but rather a pro-rata property right with respect to a pool of financial assets that the intermediary holds on a fungible basis.[355] The securities account maintained with the intermediary is the mechanism whereby the investor exercises his pro-rata property right with respect to the securities.

Likewise, the intermediary maintains a securities account with an upper-tier intermediary on behalf of its customers. The upper-tier intermediary holds the securities on a fungible basis, and the lower-level intermediary has a pro-rata fiduciary right with respect to a pool of securities maintained by the upper-tier intermediary.[356]

The Panamanian law also reflects other significant principles of UCC Article 8, including the concept of control for the transfer of securities, as well as conflict of law rules (i.e., in which cases should the law of the issuer be applied, rather than the law of the intermediary). However, no mention is made of the special bankruptcy regime required for the *derecho bursátil* (although the Panamanian law provides that specific regulations in various areas aimed at protecting investors' rights will be enacted

355 Financial assets are defined as securities, cash and other goods maintained by an intermediary on behalf of a person, to the extent both the intermediary and such person have agreed to consider such good or goods financial assets subject to Title XI of the law, which deals with the indirect holding system. For purposes of this report, when describing the indirect holding system in Panama and other jurisdictions, the term "securities" will be used instead of "financial assets" or similar terms.

356 Unlike other jurisdictions (*e.g.*, Chile), in Panama the intermediary that maintains securities on behalf of its customers with a depository is deemed to have a fiduciary title (*título fiduciario*). This type of ownership implies that the intermediary has a nominal holding right, and the customer is, in fact, the beneficial owner of the securities.

in the future). Additional provisions pertaining to self-help methods-such as those regulated under UCC Article 9-would also be required.[357]

2. Bolivia

Unlike the Panamanian system, other jurisdictions under review do not regulate the indirect holding of securities as a distinctive system with a set of specific rules and provisions. The Bolivian law[358] makes reference to participants in an indirect holding system, including deposit entities (corporations whose shareholders are issuers of securities, exchanges, brokers, and other intermediaries), intermediaries who hold securities with a deposit entity on behalf of their customers, issuers and investors.

The deposit entity maintains a payment and settlement system and acts as custodian of registered securities through a system of book-entry accounts. The deposit entity opens two types of accounts for each depositor (intermediary): a) an account for securities traded in the depositor's own behalf; and b) an account for securities maintained on its customers' behalf. It is not clear, however, whether the relationship between the intermediary and the clearing corporation, on the one hand, and the intermediary and its customer, on the other, are compartmentalized.

Under Article 49 of the Bolivian law, the deposit entity holds the securities on a fungible basis. However, the investor's right to the securities is not contemplated as a sui generis property right characteristic of the indirect holding system. Under this provision, the investor registered in the books of the intermediary is the actual owner of the securities deposited by the intermediary with the deposit entity. Therefore, the investor will own a preset amount of securities that are not individually identified. Accordingly, systemic risks as well as the special perfection and priority rights of entitlement and control holders, conflicts of law and bankruptcy law issues remain to be dealt with.

3. Brazil[359]

Dematerialization of securities is valid from a Brazilian law perspective. Under Law 6404/76 (the "Brazilian Corporations Law" or "BCL"), the corporation may require

---

357 Even though certain provisions of the Panamanian law (namely, the final paragraph of Art. 176 and the final section of Art. 194) make reference to a possible self-help mechanism, these provisions will need to be coordinated with other legal provisions (including procedural rules and rules on secured transactions) in order to be fully effective. Similarly, rules pertaining to priority and bankruptcy considerations (*e.g.,* Arts. 192 and Chapter V) might need to be further clarified to ensure that the rights of securities investors are protected in the event of bankruptcy or insolvency of the intermediary.

358 Law 1834 on Capital Markets, of 1998.

359 Information pertaining to Brazil under this report summarizes some preliminary thoughts and comments submitted by Messrs. Felipe Demori Claudino and Adriano Castello Branco, of Veirano Advogados, Brazil. These statements were submitted to promote further discussions and do not constitute a formal opinion by the firm.

all of its shares, or one or more specific classes of shares, to be kept in a dematerialized manner (i.e., without issuing certificates) and held in deposit accounts in the name of their holders. Only financial institutions authorized by the *Comissão de Valores Mobiliários*-CVM (Brazil's Securities and Exchange Commission)-may maintain book-entry share services.

In Brazil, there are systems of indirect holding of securities whereby securities are deposited before a custodian who holds the securities on behalf of their beneficial owners. Examples include the custody of shares under the BCL and rules pertaining to the Central of Custody and Clearance of Private Securities and the Service of Clearance and Custody, among others.

The BCL provides that securities intermediaries such as custodians may hold securities on behalf of investors. According to such mechanism, the beneficial owner deposits the securities with the custodian, who will have fiduciary title and the obligations of a depository with respect to the deposited securities. The beneficial ownership of the securities is not transferred to the custodian.

The depository is not entitled to sell the shares. Under Article 31 of the BCL, the transfer of a share's beneficial ownership is made in the corporation's records in the Shares Transfer Book *(Livro de Registro de Ações)*. Ownership is also evidenced by such records. Article 34 of the BCL also enables the corporation to have a financial institution keep the book-entry of shares. In those cases, transfers are made in the books of the financial institution and title is proved by a statement or certificate issued by such institution.

Brazil has no mechanism akin to that set forth under Article 8 of the UCC, which recognizes the validity of an agreement between an intermediary and an investor as a legitimate transfer of ownership over a certain security. If no entry is made in the relevant books of the corporation or the financial institution, such an agreement would only create an *in personam* or contractual claim against the intermediary.

In both the direct and the indirect holding systems, the investor is the owner of the securities, although in the latter a fiduciary property is transferred to the custodian, who will act on behalf of the investor and will have depository duties with respect to the deposited shares.

There are also specific rules that apply to the holding system through a custodian or depository, namely: (i) the relationship between the custodian and the beneficial owner; (ii) distributions; (iii) the exercise of voting rights (when applicable); and (iv) the pledge of securities; among others.

The intermediary usually holds securities on a fungible basis, and the depository institution must transfer back to the beneficial owner shares in the same number as those initially deposited. Article 41 of the BCL specifically provides that shares kept by the custodian are deposited on a fungible basis.

Another customary practice is for depository institutions to enter into agreements with other entities for the subcustody of securities.[360] Securities are held by the subcustodian in the name of the beneficiary owner and not in the name of the depository institution. The subcustody contract follows the same principles of the custody contract.

It is important to note that doctrine in Brazil has revealed that one of the main problems with respect to the dematerialization of securities relates to insufficient or inappropriate procedural rules to regulate rights and obligations arising from dematerialized securities, which would complicate the settlement of eventual disputes on such securities before a Brazilian court. Accordingly, as with Bolivia, systemic risks, special perfection and priority rights of entitlement and control holders, conflicts of law and bankruptcy law issues, among others, remain to be dealt with.

4. Chile

Chile approaches the relationship between the various participants of the indirect holding system differently than other Latin American countries.[361] Article 5 of the Chilean law provides that the securities depository (clearing corporation) is considered to be the owner of the securities vis-à-vis the issuer and third parties. However, the intermediary and its customers will continue to have title to such securities in order to exercise economic and other rights deriving therefrom. This feature of the Chilean system actually divides title to the securities between the depository and the investor/depositor.

The depository has a significant role in the Chilean system, primarily in connection with the transfer of securities and settlement of transactions. This significant role is also accompanied by a fiduciary duty whereby the depository has to meet extremely high standards of performance.[362] This feature sets the Chilean statute apart from those of other jurisdictions where the depository does not have a clear standard of fiduciary duty to observe in its performance.

---

360 *See* CVM Normative Ruling nr. 310 of July, 9, 1999.

361 Law 18.876 on Deposit and Custody of Securities.

362 *See, for example,* Articles 26 and 27 of the Chilean law.

As in the case of Bolivia, Chile does not provide for a *sui generis* property right, which is a key element of the indirect holding system. Further, it does not address the issues of systemic risks, special perfection and priority rights of entitlement and control holders, conflicts of law and bankruptcy law issues, among others.

5. El Salvador

The Salvadoran Decree 742 of 2002 on the book-keeping entry of securities resembles that of Bolivia and Chile.[363] This statute governs the performance of the depository in connection with the custody, transfer of securities and settlement of transactions. Transfers and settlements are carried out by recording entries in the accounts of the various "direct participants" that maintain deposit accounts with the depository. Securities are held by the depository on a fungible basis.

Under the Salvadoran law, the investor's property rights to the securities held by the depository are exercised through intermediaries. Upon the intermediary's ("direct participant") request, the depository issues a certificate to the securities owner indicating the number and characteristics of the securities owned. This certificate can be used to evidence title to the securities, as well as a mechanism to transfer such securities. Upon issuance of the certificate, the underlying securities are frozen and no further entries may be made into the account representing the securities until the certificate is returned to the depository, or upon judicial order. This feature, unlike the rules set forth in other statutes, allows indirectly-held securities to be transferred directly by their owner through the certificates issued by the depository. Thus, as in the case of Bolivia, Brazil and Chile, El Salvador does not provide for a sui generis property right, the key element of the indirect holding system. In our opinion, it relies on a variant of the Roman law contract of special deposit or deposit for use *(commodatum)* as the source of the depository's obligation to return fungible goods to the depositor. Thus, it fails to address the issues of systemic risk, special perfection and priority rights of the holders of entitlement and control interests, as it also fails to address conflicts of law and bankruptcy law issues, among others.

6. Guatemala

The elements of an indirect holding system are also present in Guatemala, although the system has some distinctive characteristics. Chapter VII of Guatemalan Decree 43-96[364] regulates a "collective securities deposit" with the stock exchange. Unlike

363 Decree 742 On Electronic Book-Keeping Entries of Securities (2002).
364 Securities and Commodities Market Law.

other jurisdictions, in Guatemala the stock exchange acts as the depository of securities. In this capacity, the stock exchange enters into collective securities deposit agreements whereby it receives securities from depositories (intermediaries and other entities) that it holds on a fungible basis. The law indicates that, in its capacity as depository, the exchange will keep record of all transfers and other transactions related to the deposited securities. However, there are no specific rules regarding how this record-keeping system works. Consequently, as with the preceding jurisdictions, no certainty exists with respect to systemic risk, special priority of the holders of entitlement and control interests-particularly in bankruptcy-and conflicts of law situations.

7. Mexico

Contrary to Article 8 of the Uniform Commercial Code, in Mexico a security held through an intermediary is not considered a security entitlement; it is simply a security. The legal nature of the rights in securities is uncertain: Is it a security interest over tangible or intangible property? Is it a right of ownership in the security purchased? Is it a contractual right to the promised securities or their value? Under Mexican law, an investor's interest in securities held through financial intermediaries may be interpreted either as a traceable property right in individual securities or as a contractual right vis-à-vis the market intermediary. This ambivalence in the characterization of a holder's rights that fluctuates between personal and property rights does not allow market participants to determine the substantive law in advance and generates an atmosphere of uncertainty-particularly when dealing with the insolvency of the intermediary.

a) Treatment of Creditors of an Insolvent Intermediary When the Investor's Right is Considered a Property Right

If an investor's interest in securities is considered a property right, the intermediary's creditors will have no recourse to such securities in the event of the intermediary's insolvency or reorganization-provided the assets are identifiable and title was transferred to the debtor (Article 70 of the Business Reorganization Law). Conceivably, this would be the case even if the intermediary pledged the securities to his creditors. In principle, the purchaser of the securities could claim that the intermediary, not being an owner of the securities, could not pledge them. Even though Mexico has recently adopted a secured transactions law that attempts to do away with the requisite of ownership for the purpose of creating a security interest, this departure from pre-existing law was not made clear in the May 2000 and December 2003 amendments to the secured transactions law. In addition, whether the creditor of the purchaser of the securities is in a better position than the creditor of the intermediary is not fully resolved by Mexico's recently enacted secured transactions laws.

If the intermediary-debtor's virtual possession or holding of securities derives from an agency relationship, it arguably follows that under section VII of Article 71 of the Business Reorganization Law these assets are readily removable from the debtor's estate. However, it remains to be established whether the investor's assets are identifiable, as required by Article 70 of the Business Reorganization Law.

b) Treatment of the Creditors of an Insolvent Intermediary When the Right of the Security Holder is Considered a Contractual Right

If the right of the securities holder is considered a mere contractual claim against the intermediary, it follows that the securities holder does not have ownership of those securities and the securities have been transferred to the intermediary. Thus, the securities will not be removed from the bankrupt intermediary's estate and the investor's claim will be categorized as that of a general creditor. The investor then will recover only after payment is made to singularly privileged creditors (tax and labor claims), mortgage creditors and creditors with a special privilege.

8. Uruguay[365]

Indirectly held securities are not unusual in Uruguay, although typically they involve the local banking system working to a large extent with offshore clients whose securities are held outside of Uruguay through related or non-related intermediaries.

There are no local rules on indirectly held securities, and there are no published local cases or opinions on the subject. These transactions are governed by practices that remain within the circle of the Central Bank of Uruguay, private banks and a number of specialized professionals, and are rarely discussed outside this circle.

The law applicable to indirectly held securities, additionally, is surrounded by an extraordinary degree of uncertainty because of the accumulation of three considerations that make any legal analysis on this matter extremely difficult. These considerations are:

a) trusts (including fiduciary transfers) are still seen as a foreign legal concept;

b) conflict-of-laws rules are complex and peculiar to Uruguay; and

[365] Information pertaining to Uruguay under this report summarizes some preliminary thoughts and comments submitted by Dr. Daniel Ferrere, of Estudio Ferrere Lamaison, Montevideo, Uruguay. These statements were submitted to promote further discussions and do not constitute a formal opinion by the firm.

c) rules on bankruptcy in general, and the rules on offsetting debits and credits as part of book-keeping transactions in the context of bankruptcy are virtually non-existent and, thus, generate significant uncertainty.

B. BOOK-ENTRY SYSTEM AND DEMATERIALIZATION

Almost all of the statutes under review provide for a book-entry system to perform transfers and other transactions in connection with securities, although some use this system only to a very limited extent (e.g., Uruguay). For purposes of this report, the book-entry system refers not only to the process whereby payment and settlement of transactions are effected, but also to the method whereby securities are created and recorded for their initial public offering. Some of the statutes under review refer to this process as the dematerialization of securities.

Although the notion of dematerialization is fairly uniform among the statutes under review (i.e., the representation of securities through entries in a registry rather than as physical negotiable instruments), the method of dematerializing securities is not. Some statutes require a physical instrument that is subsequently transformed into book entries,[366] while others only require the issuer to create in its records the entries corresponding to the relevant issue;[367] in turn, other countries have yet to clearly define the nature of the relevant rights and duties (e.g., Brazil, Mexico and Uruguay).

El Salvador's Decree 742 of 2002 was created specifically to govern the electronic book-entry system of dematerialized securities. Dematerialization of securities occurs when physical negotiable instruments are "transformed" into entries in an electronic account maintained with a depository.

The depository will perform the transfer and settlement of securities through electronic entries in individual accounts. These individual accounts will reflect the balance of securities represented by entries in such account. The depository will also maintain global electronic accounts composed of the total amount of securities deposited by each direct participant (i.e., an intermediary), identifying the securities owned by the participant and those that the participant holds on behalf of third parties. Upon request submitted by the direct participants, the depository will issue certificates to individual investors in order to evidence title to their securities.

In contrast with the Panamanian law, Salvadoran Decree 742 of 2002 seems less flexible. When dealing with the creation of dematerialized securities, the Panama-

366 For example, El Salvador and Bolivia.
367 For example, Panama, Chile and Guatemala.

nian law makes an important distinction between dematerialized securities *per se*, and securities that are created within the indirect holding system. Articles 163 to 176 of the Panamanian law deal with the creation, issuance, transfer and settlement, as well as pledge of dematerialized securities. However, as indicated above (Section A.1.), the indirect holding system under Panamanian law applies in general to financial assets, which would arguably include dematerialized securities. However, it is important to note that the rules applicable to the indirect holding system as a whole prevail over specific provisions dealing with dematerialized securities in the event of conflict between them. This feature is distinctive of the Panamanian system and reflects a greater desire to accommodate actual practices in the financial marketplace.

Bolivia, Chile and Guatemala also have rules in connection with recording and maintaining securities represented by book entries in the records of the depository, but they all seem to lack in flexibility and proximity to market practices. For example, as a preceding step to creating dematerialized securities, Bolivia requires the formalization of a public instrument setting forth the features, terms, conditions and other characteristics of the securities to be issued. Chile and Guatemala, on the other hand, require that the securities be registered and initial entries made in the books of the issuer which will thereafter be reflected in the records of the depository.

C. THE ROLES OF THE PARTICIPANTS IN THE INDIRECT HOLDING SYSTEM

1. Characterization of the Investor's rights vis-à-vis the Intermediary and the Depository

Panama is the only jurisdiction-among those analyzed in this report-that has specifically accommodated the concept of an indirect holding system into its legislation. As mentioned above, Panama created the *derecho bursátil* as a new property right exclusively applicable to the indirect holding system of securities, which very closely resembles the security entitlement concept under UCC Article 8.

In contrast, the other jurisdictions under review still base the rights of the investor on notions of the traditional direct holding system-although somehow reflecting the elements of an indirect holding of securities. To a lesser or greater extent, all of these statutes indicate that, ultimately, the investor is the owner of the securities.

Some jurisdictions (e.g., Brazil, El Salvador and Bolivia) provide that upon the request of a depositor (i.e., an intermediary), the depository will issue certificates to the owners of securities. The holder of the relevant certificate is considered the legitimate owner of the securities "represented" in the certificate (the securities are somehow materialized). Such securities, however, will be frozen, insofar as no further book entries can be made in connection therewith until the certificate is returned to

the depository for purposes of cancellation. This situation could present risks vis-à-vis other participants in the market who may have competing claims in connection with the securities represented by the certificate at the moment the certificate is returned to the depository, or even while the securities are frozen. The relevant laws do not clearly address issues regarding the priority of third parties dealing with the investor and other competing claims. In a sense, the use of these certificates turns the not-fully developed indirect holding system of securities into a direct holding system.

In turn, the Chilean law divides the property rights to the securities between the depository and the investor. In some instances and for certain purposes, the depository is the owner of the securities (i.e., vis-à-vis the issuer and also vis-à-vis third parties). However, when a certificate is issued-as is the case in Brazil, El Salvador and Bolivia- the investor is then vested with the right to vote and exercise other rights derived from the securities. In the latter case, it is unclear whether the investor holds a property right vis-à-vis the intermediary or the depository, or whether such right is merely contractual in nature.

2. The Role of the Intermediary

The intermediary's role is particularly important in the indirect holding system of securities. In close resemblance to UCC Article 8, the Panamanian law has a clear definition of the role and duties of the intermediary vis-à-vis the investor, and also of the role of the clearing corporation vis-à-vis the intermediary. However, its notion of the intermediary's fiduciary ownership may give ground for concern, a concern that would need to be fully explored when attempting to modernize and harmonize rules on investment securities.

Under Article 179 of the Panamanian law, the intermediary holds fiduciary title to the securities. The law also indicates that the securities held in such capacity do not become the property of the intermediary and, therefore, may not be affected by claims from the intermediary's creditors, nor considered part of the intermediary's assets in the event of the intermediary's insolvency or bankruptcy. This aspect of a fiduciary ownership may be appealing to the future drafters of harmonized legislation; other aspects, pertaining to systemic risk considerations, might be more unsettling. Similar conclusions may be drawn under Brazilian law.

In addition, the Panamanian law sets forth some reassuring duties of the intermediary, such as the obligation to maintain a sufficient amount of securities to satisfy the investors' rights to such securities, as reflected in the intermediary's records. Also, the intermediary is restricted from creating liens in the securities without the inves-

tor's consent and must exercise all rights deriving from the securities in accordance with the investor's instructions.

The role of the intermediary in the other jurisdictions under analysis is subject to certain rules and duties that the intermediary must observe. However, these duties are regulated mostly from a public-policy perspective-such is the case, for example, in Bolivia, where there is an obligation to create a guaranty fund. The fiduciary duty that the intermediary must observe in such laws vis-à-vis the investors falls under general rules of agency. There are no specific rules to govern the principles and requirements of an indirect holding system of securities. Under these general agency rules, the intermediary is liable due to lack of compliance with the investor's instructions, or in cases of negligence or willful misconduct. One of the problems with the agency standard is that most Latin American legal systems lack clear guidelines on the diligence required from business agents when each and every duty has not been expressly and formally specified by the principal-usually in a power of attorney.

3. The Role of the Depository

In the indirect holding system, the depository is an upper-level intermediary. Hence, the rules and principles analyzed in the previous section also apply to the depository.

Generally speaking, the depository is entrusted with the custody of the securities, as well as with the payment and settlement of transactions. All of the jurisdictions analyzed in this report provide for the creation and operation of a book-entry system whereby the depository complies with instructions received from intermediaries (or from other depositors) by crediting and debiting the deposit accounts maintained by such intermediaries.

An additional common feature is the depository's role as nominal holder of securities. Based upon the instructions provided by the intermediary (acting on its own behalf or on behalf of its customers), the depository exercises the rights deriving from the securities, such as voting rights and the right to collect dividends and other benefits directly from the issuer.

The rules in the different jurisdictions under analysis vary significantly with respect to the scope of the fiduciary duties that the depository must observe. For example, in Chile, the depository is subject to the highest standards of diligence. Article 27 of the Chilean law establishes that the depository will be liable in the event of any negligence (it need not rise to the level of gross negligence to trigger liability) resulting in losses, destruction, damages or delays in the transfer and settlement of transactions. Moreover, the depository is responsible for the authenticity and integrity of the secu-

rities that it accepts in custody. Although this provision clarifies that the depository has recourse vis-à-vis the intermediary if there is responsibility on the latter's part, primary liability for the authenticity and integrity of the securities lies with the depository.[368]

A similar standard of diligence is set forth under Article 64 of the Salvadoran law. According to this provision, the depository is liable for any damages resulting from negligence in performing its obligations, including discrepancies and delays affecting the transactions entrusted thereto.

4. Insolvency of the Intermediary and the Depository

The issue of insolvency or bankruptcy of the intermediary and the depository is addressed by all jurisdictions to varying extents.

In the case of Panama, Article 179 clearly establishes that the securities held by an intermediary (both a clearing corporation or a lower-level intermediary) are not part of the intermediary's assets and, therefore, are not included as part of the intermediary's assets in the event of insolvency and bankruptcy. Similarly, in Brazil the intermediary only has a contractual relationship with the investor and the property of the shares remains with the latter; thus, the investor may claim its ownership rights in accordance with the procedures set forth by Article 76 of the Bankruptcy Law,[369] which includes the right of restitution.

The Bolivian law contains a similar principle in Articles 26 and 54, applicable to brokerage houses and to the depository, respectively. These provisions clarify that the securities held by a brokerage house or by a depository on behalf of their customers are not part of their assets and, therefore, cannot be used to satisfy their obligations or creditors' claims.

Article 34 of the Salvadoran law provides, in a more abstract fashion, that securities deposited with the depository may not be attached as a result of the depository's personal obligations.

---

368 Art. 27: *La empresa responderá de la culpa levísima en la ejecución de sus obligaciones, siendo en especial responsable por cualquier merma, extravío, pérdida, deterioro, destrucción o retardo en la restitución que experimenten los valores entregados en depósito y en los errores o retardos que se registren en los servicios de transferencia de valores y liquidación de operaciones, de los que se deriven perjuicios para los depositantes. Responderá también de la autenticidad e integridad de los valores que haya admitido en custodia, todo lo anterior, sin perjuicio de su derecho de repetir contra el depositante que haya incurrido o sea responsable por acción u omisión de las situaciones descritas en este artículo.*
En todos estos casos, la empresa deberá reponer a sus expensas la totalidad de las mermas sufridas por los depositantes tan pronto como éstas se detecten o reclamen.

369 Decree Law no. 7,661 of June 21, 1945 (DOU 7/31/1945), as amended by laws no. 3,726/60, 4,983/66, 6,014/73, 6,458/77 and 8,131/90 and by DL no. 1/65.

The situation is more complex in Mexico because an interest in securities held by an intermediary may be interpreted either to be a property right or a contract right, thus creating a risk that a court facing two different interpretations may come to different conclusions concerning an investor's protection in the event of the intermediary's insolvency.

Finally, in Uruguay the risk lies predominantly in the way rules are applied, and not so much in the nature of the rules themselves. Bankruptcy rules theoretically prevent a company that has become insolvent or has lost all of its capital from continuing to do business without filing for bankruptcy. However, in actual practice companies continue to do business-paying some creditors and not others-until they run out of cash, without any significant legal or criminal consequences.

Creditors asking for a declaration of bankruptcy in Uruguay often become involved in a lengthy written procedure against the debtor about the existence of the conditions for bankruptcy. This procedure can take months or even years, during which time the debtor continues to do business without any restriction. Furthermore, Chapter 11-type rules are applied in such a way that shrewd businesspersons who file for "Chapter 11" may avoid bankruptcy and continue in business for two, three or even four years, despite the opposition of their unsecured creditors.

5. Transfer and Pledge of Securities

As indicated above, the different statutes under analysis provide for the implementation of a book-entry system for the transfer of securities. The depository (and in some instances the issuer as well, as is the case in Guatemala) is entrusted with the settlement of securities transactions and, hence, is in charge of debiting and crediting the accounts of the relevant participants.

The Panamanian law is the most comprehensive statute in terms of defining the rules and principles that govern transfers of *derechos bursátiles* and setting forth the elements of perfection and finality of the transaction. Articles 182 and 185 of the Panamanian law establish that any person acquiring a *derecho bursátil* for value and without knowledge of any adverse claims is a protected purchaser, hence free of any third party claims. A key concept included under this statute is that of control *(poder de dirección)* which is set forth in Article 162 and mirrors UCC Article 8. Thus, in principle, secured creditors of the intermediary and investor could be protected in the bankruptcy procedure. However, this protection is predicated upon the harmonization of investment securities law with secured transactions and foreclosure laws that are inconsistent with Panama's law of investment securities.

Even though some of the provisions included in other statutes make reference to the finality of securities transfers, they do not accommodate all of the principles of the indirect holding system. Article 15 of the Chilean law, for example, provides that securities acquired through any transfer mechanism under such statute shall be considered free of any liens, restrictions or attachments, and the depository and the intermediary shall be held liable if the securities transferred were in fact affected by any such limitations.

In sharp contrast, under the Bolivian law the account statements and receipts issued by intermediaries certifying the settlement of a transaction shall be effective not only among the parties to the transaction, but also vis-à-vis third parties. This provision is rather abstract and conveys little certainty in connection with finality, as opposed to the clearer and more specific rules established under the Panamanian law.

Pledges of shares are a very common practice in Brazil. However, certain conditions need to be met for such pledges to be valid. First of all, a share pledge must be evidenced by a private or public document that describes the pledge obligation and characterizes the pledged shares (including the amount, serial number, type, class, form and identification of the issuing corporation). In addition, all pledges must be registered. In the case of nominative shares, the pledge must be registered in the corporation's book of "Nominative Shares Registration." In the case of book-entry shares, the pledge document must be registered in the books of the relevant financial institution. The validity of the guarantee is always based on the registration.

In Brazil, a securities pledge may be enforced by means of a judicial or a non-judicial proceeding. The non-judicial enforcement must be specifically provided for under the pledge agreement. If no provision is made, the judicial sale shall be carried out by means of a public auction.

It is possible to trade collateralized securities in private transactions. However, it is not permitted to trade pledged securities in the public securities market.

The possibility of creating a second simultaneous pledge in a security is still very controversial in Brazil, because in accordance with the Brazilian legal system, the pledge of a security is perfected with the transfer of the security to the creditor.

Some Brazilian scholars claim that it is not possible to transfer the possession of a security to two persons simultaneously, therefore making it impossible to create a second pledge. However, other scholars argue that such an obstacle may be overcome if both creditors transfer the security to a third party depository, who will hold the security on their behalf.[370]

---

370 *See* BESSONE, Darcy. *Direitos Reais*, São Paulo: Saraiva, 1988.

Brazilian law (Article 1.428 of the Brazilian Civil Code) does not permit the collateral taker to repossess property of the pledged item if the debt is not paid when due. Under these circumstances, the collateral taker may promote an amicable sale (only if permitted by the agreement) or a judicial sale under the terms of the Brazilian Procedural Code.

In Mexico, the *caución bursátil* agreement is regulated under Article 99 of the Mexican Securities Exchange Act, as amended in 1993. The agreement does not require endorsement, physical delivery of the certificates or the registration on the issuer's books.[371] The agreement has to be sent by the brokerage house to INDEVAL, specifying that a guarantee account should be established or increased if it had already been established.[372] INDEVAL has three different types of accounts for every brokerage house: a) an account for securities held by the brokerage house in its own name; b) an account for securities held by the brokerage house for its customers; and c) an account for securities given in guarantee. The underlying idea is to protect both investors and creditors from wrongful transfers.[373] Although not a perfect system, the segregation of accounts promotes transparent records and helps reduce errors and fraud by prohibiting the commingling of securities accounts. In addition, the system provides for an expedited, summary enforcement procedure (Art. 341 of the Negotiable Instruments and Credit Transactions Act) although, ideally, an even shorter term would be needed to adequately address the enforcement of these security interests.

By and large, with the possible exception of Panama, the rules for the transfer and pledge of securities in the countries analyzed would largely benefit from added clarity and specificity.

V. PRELIMINARY CONCLUSIONS

This report provides an initial overview of the basic statutes from each of the selected jurisdictions dealing with the book-entry registration of securities. It should be noted that each jurisdiction has also enacted additional laws and specific regulations that may impact the holding, registration and transfer of securities.

The following preliminary conclusions can be drawn from this analysis:

1. With the exception of Panama, the indirect holding system of securities in the jurisdictions under review is not conceived as a distinctive system governed by a specific set of rules and principles;

---

371 Mexican Securities Exchange Act, Article 99, second paragraph.

372 *Id.*

373 *Id.*, Article 68. *See also* Internal Regulation of INDEVAL, Articles 21 and 22.

2. Although the Panamanian law has been closely modeled after UCC Article 8, such experience may not necessarily be duplicated in other jurisdictions. Harmonization efforts in the Americas and the Caribbean should focus on results (i.e., desirable legal consequences) rather than pre-existing concepts susceptible to uncertain adaptation; and,

3. The fact that the above and other jurisdictions in Latin America are embarking on reforms to modernize their capital markets provides an opportunity to further promote change. An encouraging trend is the exclusion of investors and secured creditors from bankruptcy proceedings involving intermediaries. Another encouraging trend is Mexico's validation of the *caución bursátil* as an effective and constitutional extra-judicial remedy to enable security intermediaries to foreclose on investment security collateral.

Both the development of Latin American capital markets as an effective investment alternative and the value of securities traded in such markets as collateral in global market transactions depend on the existence of clear and precise rules reflecting current practices in leading financial markets in the United States and Europe. The research reflected in this report indicates that existing laws in Latin America and the Caribbean are insufficiently equipped to handle transactional aspects such as:

a) the creation, holding, transfer and extinction of entitlements in investment securities other than by their "original" or "historical" owners;

b) the creation of security interests in entitlements (as contrasted with rights of ownership), as well as rules related to priority, reduced formalities, proceeds, substitution, reuse, re-characterization, etc.;

c) the legal status of and rights and duties created by clearing corporations, intermediaries, entitlement holders and issuers;

d) the insolvency of debtors holding entitlement rights in investment securities, as well as of intermediaries, including issues such as no-stay rules, preference, segregation, avoidance and fraudulent conveyance; and

e) choice of law rules applicable to cross-border transactions.

The contemplated drafting efforts proposed for CIDIP-VII do not purport to adopt or impose a particular pre-existing system or law. Rather, the goal of this drafting is to take advantage of proven systems and principles and create a harmonized set of effective, yet simple and adaptable, rules for each jurisdiction to implement. In this sense, these efforts are not unlike those that are currently underway under the direc-

tion of UNIDROIT. While many of the basic purposes and notions promoted under both of these efforts are the same, efforts at the inter-American level should aim at specifically addressing the reality and practices prevailing in Latin American and Caribbean countries-it should be noted that, at present, only thirteen countries in the Americas are members of UNIDROIT and, in turn, three of those (Argentina, Canada and the U.S.) are represented in the Study Group that is analyzing issues pertaining to indirectly held securities. As a matter of fact, it is expected that both processes will benefit from the research and exchanges of their respective participants. The efforts are neither contradictory nor overlapping but, rather, complementary.

As an initial step, there is a need to harmonize and clarify certain key concepts in the context of dematerialized securities held with an intermediary. Such concepts include the definition of the terms securities, indirect holder, intermediary and custodian, among others, which as currently defined in some Latin American jurisdictions may result in confusing and/or conflicting interpretations.

As discussed in this report, one of the objectives of the UNIDROIT Study Group and, ultimately, of the Draft Convention, has been to promote a result-oriented approach, thus avoiding an unnecessary bias in favor of or against notions or principles embodied in specific legal systems. However, this type of approach should not be interpreted to be inconsistent with the need to further clarify certain terms. Indeed, unless some key concepts are clearly defined in the proposed convention, many countries may ultimately be opposed to the adoption of the relevant rules. The goal of the drafting should be to take advantage of proven systems and principles and create a harmonized set of effective, yet simple and adaptable, rules for each jurisdiction to implement and to preclude national law from applying solutions that would be in direct conflict with the goals of the convention.

In addition to the definitions mentioned above, there are also other basic concepts that would require additional clarification and which include: the definition of the rights of an account holder; the notion of interests or rights on securities; and the interpretation of terms such as "allocation," "allocated" and "vesting," to name a few of the terms used in the UNIDROIT Draft Convention.

Some of the articles of the Draft Convention, as currently drafted, also presuppose the existence at the national level of general principles of corporate and/or bankruptcy law that establish a required basis for the specific rules on investment securities to be effective. In the absence of such rules, some of the purposes of the convention would be defeated. The convention needs to provide for certain basic changes to other applicable commercial laws, including corporate and bankruptcy laws. Ideally, a convention in this area should also aim at specifically addressing the reality and

practices prevailing in countries with more traditional systems-including Latin American countries.

In addition, international efforts should be mindful of various law reform projects that are currently under way at the national level. The Uniform Law Conference of Canada is at present preparing a draft of a new uniform law on multi-tiered holding systems in Canada, to bring it closer to the modernized framework in the United States. In Switzerland, a governmental commission is reviewing a proposal for a Securities Custody Act; and in the United Kingdom, a working party is developing proposals for a securities statute, clarifying the property rights of indirectly held securities.[374]

As related in this report, the UNIDROIT Study Group is still considering whether or not to include issues of bankruptcy / insolvency of the intermediary as part of its analysis. This should, indeed, be a goal of drafting efforts in the Americas. At the very least, the goal should be for the contemplated treaty provisions to ensure that claims of securities investors against a bankrupt or insolvent intermediary should be considered claims with a priority over third party claims.[375]

Finally, simplified procedures for creating and enforcing a pledge or security interest in securities held by financial intermediaries are also of the essence. In this area, special consideration should be given to the adoption of a system to create and record security interests in movable property similar to that of Article 9 of the United States Uniform Commercial Code, and that of the Canadian Provinces' Personal Property Security Act-such a system is already embodied in the Model Inter-American Law on Secured Transactions (MILST) adopted by the Organization of American States in February 2002 (CIDIP-VI). The adoption of the MILST by Latin American and Caribbean countries would undoubtedly modernize and expedite the credit system throughout the region and attract increased foreign investment.

F:\Dept. of State\IATED\inv-sec-LA.doc

U.S. Federal Trade Commission Proposal for OAS
Model Law on Monetary Redress for Consumer Transactions

374 UNIDROIT Position Paper, *supra* note \h 332, at 9-10.

375 *See also*, Lic. C. Sánchez-Mejorada, *Tentative Draft – Transnational Insolvency Project: An International Statement of Mexican Bankruptcy Law* (April 15, 1998).

* The United States supports the inclusion of a consumer protection topic for CIDIP-VII. The U.S. believes that strong and effective consumer protection laws and institutions can contribute to consumer welfare and economic development in the OAS countries.

* The U.S. recognizes that there is a need to develop mechanisms to protect consumers who have suffered economic injuries from businesses, particularly for injuries that have a relatively small monetary value. Therefore, the U.S. proposes that the CIDIP process focus on encouraging mechanisms for monetary consumer redress.

* Specifically, the U.S. proposes that the CIDIP focus on developing a model law on mechanisms for consumers to obtain monetary redress. There are many possible redress routes including judicial mechanisms such as small claims tribunals, administrative adjudication of small claims, and private, associational, and governmental (or parens patriae) collective court actions. A model law could cover some or all of these options.

* For example, a model law could contain a basic statement regarding the right to monetary redress and the availability of mechanisms for redressing consumer complaints. It could contain a general declaration to the effect that: Monetary redress for economic injuries to consumers should be available through administrative or judicial mechanisms for adjudicating individual consumer claims for low monetary value and through collective or representational actions filed in courts or administrative or other appropriate tribunals.

* With respect to small claims procedures, a model law could set forth a few basic principles for a low-cost, efficient, and expedited small claims procedure. It would not require member countries to set up special small claims courts but instead leave the forum for the small claims procedure up to the individual country (e.g., a specialized judicial court, administrative tribunal, or national consumer protection agency).

* With respect to collective or representational actions, the model law could specify the types of entities with the ability to bring collective or representation claims seeking monetary redress, which could include governmental entities or attorneys representing a class of consumers with common claims. The model law could specify that collective action procedures are appropriate vehicles for obtaining monetary redress for individual consumers.

* The model law also could include a provision clarifying that monetary redress judgments obtained in collective actions brought by governments should not be

considered penal or public in nature and should be enforced based on rules for enforcing private international law judgments. The U.S.-Australian Free Trade Agreement contains a similar provision.

* The topic of redress mechanisms already has attracted attention from the OAS member states and through the Forum of Latin American Consumer Protection Agencies. Indeed, many Latin American and South American consumer protection agencies have begun to explore mechanisms for consumers to obtain monetary redress. Some countries, e.g., Mexico, have instituted small-claims type procedures within the administrative agency context. Other countries are exploring collective action mechanisms. For example, Chile recently passed a law that gives the government the ability to bring collective actions on behalf of consumers. Brazil, which pioneered collective actions in South America, is currently conducting feasibility studies on expanding its class action procedure. Mexico(s consumer protection agency, Profeco, already has the ability to bring collective actions on behalf of consumers.

* This topic has recently drawn a great deal of attention in other countries as well. The 30 member states of the OECD are currently studying consumer redress mechanisms, and the OECD=s Committee on Consumer Policy will host a workshop on this topic in Washington, D.C. in April 2005. Mexico is participating in this project. The OECD meeting could generate some information that might provide useful background for the CIDIP meeting.

* A model law on consumer redress would complement the proposal for a consumer choice of law convention, by focusing on practical mechanisms for redress.

* Inclusion of consumer- oriented topics woud achieve a balanced agend, together with an economics-based topic such as that proposed by the United States and supported bya a number of OAS members to enhance economic development and trade throughout the Americas.

EL MERCADO DE DIVISAS (FOREX)

Jonathan H. Chang M.
Oficial de Inspección y Análisis
del Mercado de Valores

El Mercado Internacional de Divisas (Foreign Exchange Market o Forex Market) es el mayor y más antiguo mercado financiero del mundo. Desde su establecimiento en 1971, con la introducción de los tipos de cambio flotantes, la expansión del Mercado Forex ha sido masiva.

El Mercado Forex es considerado el Mercado Electrónico de Divisas mediante el cual se puede comprar o vender una divisa a su precio actual, así como también realizar contratos de compra /venta con futuros sobre divisas, donde el objetivo es obtener retornos en la inversiones tomando las decisiones de inversión en la dirección correcta y en el espacio de tiempo correcto.

El Mercado de Divisas es considerado uno de los mercados más grandes del mundo ya que diariamente miles de millones de divisas son negociadas en diversos países, en donde su financiación, la más alta de todos los mercados financieros, lo convierte en el Mercado potencialmente más lucrativo.

Este mercado no está regulado, y es considerado un mercado interbancario donde el intermediario es la contrapartida, y de ahí la necesidad de trabajar con intermediarios de reconocida solvencia e integridad.

A diferencia de otros mercados financieros, el mercado de divisas no tiene una ubicación física, es decir, no posee un lugar de intercambio central como las Casas de Valores, sino que operan directamente a través de Bancos, Casa de Valores y Creadores de Mercados.

La falta de una ubicación física permite al mercado cambiario operar las 24 horas del día convirtiéndolo en el mercado más dinámico, abarcando diferentes zonas a través de los centros financieros más importantes del mundo a través de una red electrónica de bancos, corporaciones e individuos que intercambian una moneda por otra.

Aun cuando existen cientos de monedas en todo el mundo, de acuerdo a diversos análisis del mercado de divisas, se puede decir que el 85% de todas las transacciones en el Mercado Forex se concentran en monedas como el Dólar USD (USD), el Yen Japonés (JPY), el Euro (EUR), a la Libra Esterlina (GBP), al Franco Suizo (CHF), al

Dólar Canadiense (CAD) y al Dólar Australiano (AUD). Las divisas son intercambiadas en pares, por ejemplo, EURO/DÓLAR o DÓLAR/YEN.

Este mercado se caracteriza por la alta liquidez, ya que es el mercado con el mayor volumen de transacciones del mundo y donde invierten los grandes inversores. Además, debido al alto apalancamiento que tiene este mercado, un inversionista que desea invertir en divisas tendrá que realizar un desembolso pequeño para manejar grandes inversiones, tomando en cuenta que los riesgos aumentan.

Hasta hace poco tiempo, el mercado de divisas era exclusivamente un negocio manejado por los grandes bancos e instituciones financieras; por lo que para un inversor individual era muy difícil entrar a este mercado a causa del gran capital que se requería para operar. Hoy día gracias a los cambios que se han dado en el mercado y al elevado apalancamiento, una persona que desea invertir lo puede hacer desde su computador en tiempo real.

En cuanto a los costos por operar, los mismos son relativamente bajos en comparación con otras inversiones y por lo general las comisiones y los costos están incluidos dentro de los precios cotizados, de manera que el inversor tiene total conocimiento de cual es el coste de una transacción.

La gran mayoría de operaciones que se realizan en el mercado son de carácter especulativo. Los operadores tratan de anticiparse a los movimientos del mercado de divisas con el objetivo de obtener una ganancia en cada operación. Se estima que el 95% de todas las transacciones del mercado Forex se realizan con fines especulativos.

Por otro lado, es importante señalar que los inversores toman en cuenta dos tipos de análisis antes de invertir en el mercado de divisas: el Fundamental y el Técnico.

En el Análisis Fundamental, el inversor utiliza como base las noticias macroeconómicas del acontecer mundial, incluyendo condiciones políticas, indicadores económicos, políticas fiscales, inflación, desempleo y tipos de interés.

Mientras que en el Análisis Técnico el inversionista basa el análisis utilizando gráficos, líneas de tendencia y niveles de soporte y resistencias (entre otros), con el fin de identificar oportunidades de generación de utilidades.

A diferencia de otros mercados financieros, los inversores pueden responder a las fluctuaciones causadas por eventos económicos, sociales y políticos en el mismo momento en que éstos están ocurriendo, ya sea día o noche.

Otro punto muy interesante en el mercado de divisas son las operaciones a futuro, las cuales consisten en contratar para una fecha futura un tipo de cambio de una moneda frente a otra, por lo que se estaría dispuesto a comprar o vender una cantidad determinada de importe. En la fecha de vencimiento, la liquidación es por diferencias, comparando el tipo de cambio en el día de la liquidación con el tipo de cambio que se contrato en su día.

Usualmente, para operar con futuros sobre divisas hay que aportar una garantía inicial, el importe es un porcentaje sobre el importe nominal de la operación y depende de la volatibilidad del tipo de cambio. Cabe destacar que cuanto mayor sea la volatibilidad mayor será la garantía.

Finalmente, si bien es cierto que el mercado de divisas ofrece una serie de ventajas al inversor, también existe riesgos en este tipo de operaciones ya que este mercados se mueven a tal velocidad que los precios pueden cambiar muy rápido en ciertas circunstancias, por lo que se debe tener mucho cuidado en el apalancamiento y tener presente que así como se puede obtener altos retornos en este tipo de inversiones, también se puede obtener grandes pérdidas, las cuales son proporcionales al potencial rendimiento de la operación.

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

EL VECTOR DE PRECIO: UN IMPORTANTE ALIADO DEL REGULADOR

Manuel Brea

Una de las funciones más importantes del mercado de valores consiste en propiciar la interacción entre compradores y vendedores de valores, con el objetivo de determinar el precio de un instrumento en particular. Al establecerse el precio del instrumento se puede calcular el rendimiento del mismo, que no es más que la recompensa que obtiene el inversionista por realizar la inversión, rendimiento que debe estar en función del riesgo inherente a dicha inversión. Al proceso de establecer el precio se le conoce como fijación de precio, el cual reviste de suma importancia para el sistema económico ya que estos precios sirven de referencia para valorizar otros activos dentro de una economía.

Sin embargo, algunas veces el proceso de fijación de precios tiende a complicarse debido a la existencia de desequilibrios temporales en la oferta y demanda por los instrumentos, ya que algunas veces existen más intenciones de comprar instrumentos que instrumentos disponibles para la venta, en otras ocasiones existen más instrumentos ofrecidos en venta que inversionistas dispuestos a comprar, de manera tal que precio de los valores refleja más que todo la recompensa que exigen los inversionistas por comprar un activo que no será convertido fácilmente en efectivo, generando precios por el cual ni compradores ni vendedores se ponen de acuerdo, dando como resultado que no existan transacciones. Esto conlleva un círculo vicioso en donde no existen precios de referencia sobre el valor pues no existen intenciones de compra y venta y no existen intenciones de compra y venta pues no hay precios de referencia.

Este problema también reviste de importancia para las carteras de inversión en valores, tanto de los bancos como de los vehículos de inversión colectivas tales como las sociedades de inversión o fondos de pensión, ya que deben valorar a precios de mercado los instrumentos que adquirieron, no sólo por consideraciones de transparencia con los inversionistas, sino también porque las normas internacionales de información financieras así lo señalan, lo cual ha quedado plasmado en las disposiciones que en nuestro mercado regulan las actividades de los vehículos de inversión colectivas.

Las normas de información financiera, también indican que en ausencia de precios de mercado los administradores de inversión pueden utilizar métodos alternos para valorizar los instrumentos, siendo el más común el método de descuento del flujo de efectivo que genera cada instrumento. Este método tiene el inconveniente que dependiendo del valorizador existirán diversas tasas de descuento, dando como resultado la existencia de diversos precios para un mismo instrumento, de esta manera

las carteras de inversión mostrarán distintos rendimientos a pesar de que están compuestas por los mismos instrumentos. Además, el regulador tendrá que invertir valioso tiempo revisando la metodología para los instrumentos que componen cada una de las carteras que existen en el mercado y que estén bajo su supervisión. Adicionalmente, corriendo el riesgo de incurrir en emisión de juicio de opinión sobre un valor si cuestiona la tasa de descuento aplicada para obtener el valor presente de los flujos que determinan el precio del instrumento.

En un intento por solucionar este problema de inconsistencia de valorización, en algunos mercados se utiliza la figura del proveedor de precios independiente, que es una firma que se especializa en ofrecer de manera habitual y continua, precios para los distintos valores que se cotizan en un mercado y en ausencia de precios de mercado, los proveedores de precios realizan valuaciones a los instrumentos financieros con el objetivo de estimar un precio teórico para dichos instrumentos. Estas valuaciones están basadas en modelos matemáticos, algoritmos, criterios técnicos y estadísticos, los cuales han sido previamente definidos en las metodologías de valuación desarrolladas por el proveedor de precios y que son de amplia aceptación por el mercado financiero. El resultado de estas valuaciones se presenta en un producto denominado vector de precios que contiene los precios de los distintos instrumentos financieros.

Entre las ventajas que ofrece el vector de precios al mercado de valores, podemos indicar las siguientes:

- Se unifica el precio para la valorización de los instrumentos financieros, por lo tanto los precios de los instrumentos deben ser iguales en las distintas carteras.
- La valorización de los instrumentos financieros es ofrecida por una firma independiente, con una metodología previamente establecida y de aceptación en el sistema financiero, por lo cual se incrementa los niveles de transparencia.
- Al ofrecer precios actualizados de valuación para los distintos instrumentos financieros, se puede incrementar la liquidez de los instrumentos, ya que tanto comprador como vendedor de los instrumentos financieros cuentan con un precio actualizado de referencia para dichos activos, provisto por un tercero, por consiguiente la diferencia entre el precio de venta y de compra de los activos se reduce, permitiendo una posible transacción.
- Es una figura contemplada en las Normas Internacionales de Información Financiera (Nic 39) por lo que es compatible con los métodos de valorización de los activos de cartera.

Próximamente, el mercado de valores de Panamá contará con la figura de un proveedor de precios, el cual será suministrado por la empresa mexicana Valmer, una subsidiaria de la Bolsa Mexicana de Valores. Valmer ha sido pionera en la región en cuanto a la

valorización de instrumentos, lo que incorpora a nuestro mercado el conocimiento desarrollado en mercados más evolucionados que el nuestro, además, al no tener ningún tipo de vínculo directo con nuestro mercado no se produce riesgo que exista conflicto de intereses con el producto que ofrece, lo cual garantiza mejores niveles de independencia.

De esta manera, la figura del proveedor de precios no sólo contribuye positivamente al desarrollo del mercado de valores al incentivar el incremento de la liquidez, sino que también se convierte en un importante aliado del regulador, pues al contar con una metodología estandarizada para la valuación de los instrumentos, el regulador tiene a su alcance un vehículo idóneo e independiente para realizar sus actividades de supervisión y fiscalización, contribuyendo el vector a que exista mayor nivel de transparencia en nuestro mercado.

VALORES PANAMEÑOS SE COTIZAN EN LA REGIÓN LATINOAMERICANA.

Carlos A. Barsallo P.(x)
Abogado
Comisionado Vicepresidente 2005-2006
Ex Comisionado Presidente 2001-2004
Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV)

(x) ***Advertencia previa necesaria:*** *Las opiniones vertidas son personales y no representan ni comprometen las opiniones de la CNV de Panamá, ni del personal que en ella labora. El presente trabajo se ha preparado en base a solicitud formulada por los editores de* ***Mercado Magazine.*** *La mención a emisores, empresas y valores específicos en este artículo se hace con propósito meramente informativo y no constituye una opinión ni recomendación sobre inversión o no en un determinado valor o emisor.*

Las empresas en general, cualquiera que sea su tamaño, y las panameñas no son la excepción, buscan siempre la mejor fuente de financiamiento para la obtención de los recursos necesarios para operar y crecer. Entre más opciones de financiamiento existan mejor. Por ello una política pública fundamental debe ser generar una mayor competencia entre las fuentes de financiamiento que debe beneficiar a las empresas al poder obtener los recursos necesarios al menor costo posible. En el caso panameño, frente a un sector bancario muy líquido, por tradición, y por una mejor divulgación de sus beneficios, la primera opción de las empresas a la hora de obtener recursos es el financiamiento bancario. Otra opción menos explotada, por ser mucho menos conocida y menos divulgada, es el financiamiento a través del mercado de valores local.

Desde hace muchos años se hacen ingentes esfuerzos para que las empresas panameñas conozcan las numerosas ventajas concretas, reales y comprobadas que les puede representar el utilizar el mercado de valores para el financiamiento de sus necesidades de recursos financieros.

La creación en el año 1990 de la bolsa de valores marcó un hito. El establecimiento, mediante el Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999, de la nueva CNV, fue un paso fundamental y necesario en la dirección correcta.

La bolsa de valores, partiendo de la premisa necesaria de que ésta debe funcionar de forma óptima, y únicamente si la bolsa cumple su principal función que es la correcta formación de precios de forma justa y transparente, debe ser el mecanismo alternativo por excelencia para que las empresas obtengan financiamiento de forma competitiva con relación al sector bancario.

La CNV como regulador y supervisor del mercado, siempre y cuando sea dotada de los recursos mínimos indispensables y la autonomía operativa suficiente, debe ser el árbitro objetivo que permita brindar confianza al inversionista. El inversionista para participar en el mercado de valores debe necesariamente confiar en su correcto desenvolvimiento y sobre todo en su integridad. En caso de no confiar no participará en el mercado de valores.

Las fuentes para obtención de fondos para las empresas, además del contexto bancario y de mercado de valores también responden a un criterio local o internacional. Ciertas empresas por diversas razones, como por ejemplo su tamaño, su desarrollo, entre muchos otros factores, pueden considerar el acudir tanto al financiamiento local como al internacional.

En este sentido, las empresas panameñas pueden acudir a bancos internacionales en plazas extranjeras o bien emitir valores para que sean cotizados públicamente en bolsas fuera de la panameña. La apertura del sistema financiero que caracteriza al panameño estimula, tanto la llegada de empresas extranjeras que buscan su financiamiento en la plaza panameña, bancaria como bursátil, como no impide ni restringe que las empresas locales acudan al mercado bancario o bursátil internacional para obtener sus recursos. Conviene destacar que en materia de valores emitidos por Estados soberanos, también se experimenta, al igual que en el caso de las empresas privadas que ofrecen valores al público una incipiente internacionalización en los mercados de valores, de la cual no escapan los valores del Estado de Panamá.

Uno de los objetivos de la nueva regulación del mercado de valores en Panamá es su desarrollo en una doble dirección: Desarrollo del mercado de valores interno y del mercado de valores internacional, convirtiendo a Panamá en una plaza atractiva para que empresas, principalmente de la región, acudan a emitir públicamente valores en Panamá. Para hacer una realidad dicho objetivo la normativa vigente contempla aspectos concretos tales como la llamada ***jurisdicción reconocida***. El concepto ***jurisdicción reconocida*** se define como toda aquella jurisdicción a la cual la CNV reconozca que cuenta con normas iguales o superiores en materia de regulación y supervisión del mercado de valores que la panameña, y además cuenta con un regulador/supervisor que hace cumplir dichas normas en forma igual o mejor que el regulador panameño.

En la actualidad la CNV tiene como jurisdicciones reconocidas a las siguientes jurisdicciones: Estados Unidos de Norteamérica, Francia, España, Reino Unido, Japón, Suiza, Provincias de Québec y Ontario (Canadá), Hong Kong, Holanda, México, Australia, Italia, El Salvador y Costa Rica. Resulta de interés señalar que Colombia se encuentra en evaluación inicial para determinarse si puede ser considerada una jurisdicción reconocida.

El significado práctico de que una jurisdicción sea considerada como reconocida es que puede acogerse al procedimiento abreviado para el registro de valores lo cual representa considerables ahorros en tiempo y recursos de todo tipo. Lo anterior es posible, ya que la CNV da por válido el registro previo efectuado en la jurisdicción reconocida y por ende el emisor únicamente debe suministrar constancia de dicho registro previo y copias de documentos específicos contemplados en la normativa vigente. En materia de ahorros debe considerarse que un registro regular de valores para su oferta pública en el mercado panameño puede tomar en promedio de 30 a 45 días, dependiendo de numerosos factores, como por ejemplo, el grado de cumplimiento inicial del futuro emisor con los requisitos de registro. En contraste, un registro por procedimiento abreviado por provenir de jurisdicción reconocida puede tomar entre 2 a 7 días, dependiendo siempre del grado de cumplimiento previo con los requisitos de registro abreviado.

Es importante aclarar que el concepto jurisdicción reconocida no implica en ningún momento, ni en su naturaleza jurídica, ni en su definición, la necesidad de bilateralidad o reciprocidad. Es decir, no es necesario que la jurisdicción reconocida por la CNV reconozca a Panamá. Suele suceder que la jurisdicción respectiva no maneja necesariamente el mismo concepto o el ente regulador/supervisor no posee la autoridad correspondiente para la toma de esta decisión.

Si bien el concepto jurídico de jurisdicción reconocida no conlleva el reconocimiento por parte de la jurisdicción que haya sido reconocida por la CNV, es muy lógico suponer que siempre será de interés y conveniente para las empresas emisoras panameñas que se encuentran registradas en la CNV el que otras jurisdicciones les faciliten el ingreso a sus mercados de valores, así como lo hace el mercado de valores panameños con las jurisdicciones reconocidas. De esta forma las empresas emisoras panameñas con valores registrados en la CNV pueden ofrecer públicamente sus valores en otras plazas con lo cual amplían considerablemente sus mercados de fuentes de fondos con los beneficios que ello conlleva.

Hasta la fecha una jurisdicción ha reconocido a Panamá como, y siguiendo la terminología que usa dicho país, un ***mercado homologado***. En efecto desde febrero de 2003, Panamá ha sido reconocida por El Salvador como país en el cual funciona un mercado de valores con similares o superiores requisitos de supervisión con respecto al mercado de valores de El Salvador.

Se han producido desde entonces una serie de emisiones que la bolsa de valores denomina como ***registro cruzado*** en Panamá y El Salvador. Así se tienen Bonos corporativos de Primer Banco del Istmo, S.A.; Acciones comunes de Corporación UBC Internacional, S.A.; Bonos Corporativos de Global Bank Corp.; Acciones comunes de BANAGRICOLA, S.A. Bonos corporativos de Banco Cuscatlan Panabank, S.A. (Fuente:

Memoria Anual 2004. BVP Panamá). Estos son valores de empresas con valores registrados en la CNV y listados en la Bolsa de Valores de Panamá que se cotizan al mismo tiempo en el mercado salvadoreño.

Por parte de emisores extranjeros que han aprovechado en Panamá el procedimiento de registro abreviado por provenir de una jurisdicción reconocida tenemos a: Corporación UBC Internacional, S.A. con Acciones por un monto de US$.204,877,109.00 y proveniente de El Salvador (2004); Banagrícola, S.A con Acciones por un monto de US$.154,285,714.30 proveniente de El Salvador (2004); Fondo de Inversión Inmobiliaria Dólares Uno con Cuotas de participación por un monto de US$.50,000.000.00 provenientes de Costa Rica (2005)(Suspendida Autorización 1/9/06); Fondo de Inversión Inmobiliaria Dólares Dos con Cuotas de participación por un monto de US$.50,000.000.00 provenientes de Costa Rica (2005) (Suspendida Autorización 1/9/06); COPA HOLDINGS S.A con Acciones comunes clase A, sin valor nominal 25,659,375 (acciones) proveniente de Estados Unidos (2005); Banco Improsa, S.A., con Bonos por un monto de US$.10.000.000.00 proveniente de Costa Rica (2006); Gen Net U.S. Government Lease, S.A. con Acciones preferentes Serie B por un monto de US$.10.000.000.00 provenientes de Costa Rica (2006).

Del listado anterior conviene destacar el caso de COPA HOLDINGS, S.A. Este emisor es una sociedad panameña que procedió a su registro ante la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) y su cotización en la Bolsa de Valores de Nueva York. Su registro en Panamá se hizo de forma casi simultánea al registro previo en Estados Unidos.

Otro caso a destacar y que demuestra que no se trata únicamente de proceder a registrar valores provenientes de jurisdicción reconocida, sino que refleja el necesario cumplimiento de todas las normas vigentes tanto de la jurisdicción inicial como de la jurisdicción panameña es el caso de Fondo de Inversión Inmobiliaria Dólares Uno con Cuotas de participación por un monto de US$.50,000.000.00 provenientes de Costa Rica (2005) y Fondo de Inversión Inmobiliaria Dólares Dos con Cuotas de participación por un monto de US$.50,000.000.00 provenientes de Costa Rica (2005) los cuales se encuentran suspendidos desde el 1 de septiembre de 2006 en su autorización para ofrecer públicamente en Panamá por encontrarse en incumplimiento de requisitos necesarios para cumplir plenamente con la normativa vigente.

A manera de conclusión podemos indicar que es positivo tanto para todas las empresas (pequeñas, medianas o grandes) como para los inversionistas que exista la mayor cantidad posible de fuentes de financiamiento, ya sea bancario, bursátil, local o internacional.

Para tener posibilidades de éxito en la búsqueda de financiamiento en el mercado de valores, además de existir la empresa adecuada como un buen negocio- lo cual es fundamental-, la empresa se debe encontrar bien manejada, cumplir con las reglas sobre gobierno corporativo y actuar de forma transparente brindando de forma oportuna toda la información relevante que requieren los mercados de valores.

La legislación panameña del mercado de valores es una pieza fundamental para estar a la par de otros marcos legales modernos. Otorga al país una ventaja comparativa regional como centro financiero. Panamá tiene un alto potencial para el registro internacional de emisiones del área. Ello no riñe ni previene que las empresas panameñas coticen sus valores en el extranjero cualquiera que sea el mercado en el cual pueden ser bien recibidos por los inversionistas. Ello beneficia a las empresas panameñas y sobre todo a los panameños.

La introducción en 1999 de un marco regulatorio moderno y sofisticado en materia de valores conlleva a mejorar la eficiencia del sector financiero en general, al brindarle una indispensable competencia al sector bancario. Se puede construir un mercado de valores con proyección internacional, replicando así la experiencia del Centro Bancario Internacional de modo que Panamá se puede convertir en un verdadero centro financiero internacional. Se deben superar numerosas barreras y hay que mejorar la cultura bursátil que hoy es incipiente y muy poco cultivada en Panamá. Empresas panameñas cotizando sus valores internacionalmente y empresas extranjeras acudiendo a la plaza panameña en busca de financiamiento bursátil son importantes avances en la dirección correcta.

CAPÍTULO TERCERO

PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO EN LOS MERCADOS DE VALORES.

LAS OBLIGACIONES LEGALES DE LOS DIRECTORES Y EL GOBIERNO CORPORATIVO

Ana Melissa Españó

La Ley de sociedades anónimas en Panamá es una ley de corte liberal, que dicta los lineamientos generales para la constitución de la sociedad anónima y prácticamente deja su regulación al pacto social y a los estatutos.

Para conjugar el tema de la responsabilidad de los directores con las reglas o normas de buen gobierno, hablaremos en principio de lo que establece nuestra legislación en cuanto a la responsabilidad de la junta directiva y su deber de cumplimiento y diligencia debida.

Ahora bien, ¿tiene la junta directiva de la sociedad anónima en Panamá responsabilidad por los actos que ejecuta? ¿Qué establece la Ley de sociedades anónimas y el Código de Comercio al respecto? ¿Cuáles son las cualidades que deben tener los directores de una sociedad?

Es aquí donde, precisamente, las normas del gobierno corporativo juegan un papel fundamental y veremos como nuestra legislación en materia de responsabilidad y deberes de la junta directiva, constituye un universo paralelo a los lineamientos que nos dictan las prácticas de un buen gobierno corporativo.

I. La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas según la legislación panameña.

Nuestro ordenamiento jurídico no contempla una reglamentación específica que coadyuve a resolver los problemas que se suscitan sobre la responsabilidad de las juntas directivas de las sociedades anónimas.

Esta responsabilidad se acrecienta mucho más si estamos frente a sociedades anónimas de capital abierto, e inscritas en la Comisión Nacional de Valores de Panamá; este hecho se sustenta por sí mismo al ser estas sociedades abiertas al público inversionista.

Una vez promulgada la Ley No. 32 de 26 de febrero de 1927, todos aquellos artículos del Código de Comercio que se referían a las sociedades anónimas quedaron derogados por esta ley. Esto quiere decir que todo el funcionamiento de las sociedades anónimas, su control y supervisión quedaba supeditado a lo que estableciera la Ley 32 de 1927, el pacto social y los estatutos de las sociedades.

Mediante Ley 9 de 2 de julio de 1946, los artículos 417, 418, 420, 425, 426, 427, 444 del Código de Comercio fueron restablecidos dentro de la normativa legal reguladora de

las sociedades anónimas, a manera de complementar las disposiciones en materia de derechos de accionistas y responsabilidad de los directores, normas que la Ley 32 de 1927 no contemplaba.

Posteriormente, el Decreto Ley 247 de 16 de julio de 1970 *"por el 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 los accionistas minoritarios"* subroga los artículos 418 y 444 del Código de Comercio, (éste último trata de la responsabilidad de los directores).

Definitivamente estos artículos fueron sustraídos del Código de Comercio para que su aplicación fuese efectiva sobre las sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores, pero este hecho no implica que estos artículos no puedan aplicarse al resto de las sociedades anónimas.

El Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, *"por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá"*, deroga el Decreto Ley 247 de 1970, con excepción del Título V sobre la protección de los accionistas minoritarios, que contiene los artículos arriba mencionados.

Está bien claro (y de hecho una de las cualidades que hacen de la sociedad anónima ser tan atractiva para los empresarios) que, según nuestra legislación, los directores no contraen responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, con excepción de los casos establecidos en el artículo 444 del Código de Comercio y en los artículos 64, 86 y 87 de la Ley No.32 de 1927.

El artículo 444 del Código de Comercio establece que los directores no contraerán responsabilidad personal por las obligaciones de la sociedad, pero responderán personal y solidariamente para con ella y para con los terceros en los siguientes casos:

- De la efectividad de los pagos que aparezcan hechos por los socios.
- De la existencia real de los dividendos acordados.
- Del buen manejo de la contabilidad.
- De la ejecución o mal desempeño del mandato o de la violación de las leyes, el pacto social, estatutos o acuerdos de la asamblea general.

El artículo 444 del Código de Comercio establece también la posibilidad de la protesta; es decir, que un director podría eximir su responsabilidad (en caso de ser aplicable una excepción a la regla de responsabilidad limitada) si el mismo o los mismos *"hubieren protestado en tiempo hábil contra la resolución de la mayoría o los que no hubieren asistido con causa justificada"* (artículo 444 del Código de Comercio).

Dentro de las excepciones a la responsabilidad limitada de los directores como consecuencia de una mala administración el artículo 64 de la Ley 32 de 1927, establece lo siguiente:

- 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 éste el capital social.
- Si se reduce el monto del capital social.
- Si se da alguna declaración o se rinde algún informe falso en algún punto sustancial.

Termina el artículo señalando que *"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 compañía por los perjuicios que resultaren"*. (Lo resaltado es nuestro).

Para que este supuesto ocurra se debe probar que este acto ilegal, o de mal manejo corporativo, fue realizado con el consentimiento y pleno conocimiento de los directores. Por lo tanto esta responsabilidad mancomunada y solidaria exigida a los directores dependerá por completo de la existencia de dicha prueba que constate los hechos arriba descritos.[376]

Esto nos remite a tener que probar algo subjetivo, como lo es conocimiento de algo, lo cual muchas veces es muy difícil o imposible de probar.

La ley es muy específica al establecer que, para que incurra responsabilidad, el director de la sociedad debe incurrir en un comportamiento cometido con su pleno consentimiento y conocimiento. Sin embargo, el supuesto que establece la Ley en el artículo 64 y que hemos resaltado anteriormente, puede ser objeto de un debate más profundo, para analizar si esta conducta recae en algún supuesto penal que describen los artículos 393B, 393C, 393F, del Código Penal patrio referente a los delitos financieros, introducidos a nuestra normativa penal a través de la Ley 45 de 4 de junio de 2003.

Sin embargo, somos de la consideración que la responsabilidad de los directores debe contemplarse desde su perspectiva penal, para entonces deliberar las responsabilidades, pero también, al ser esta relación jurídica nacida producto de un mandato, no podemos pasar por alto los supuestos civiles de responsabilidad derivada de toda obligación.

---

[376] ESTRIBÍ, Heriberto. Reglas de Responsabilidad para Directores de S.A. Panameñas. www.monografías.com/trabajos23/reglas-responsabilidad/

La Ley 32 de 1927 establece, en sus artículos 86 y 87, la cualidad de fiduciarios que adquieren los directores al momento de disolución o liquidación de la sociedad. En el artículo 86 se le otorgan las facultades para arreglar los asuntos pendientes de la empresa, cobrar los créditos, vender y traspasar bienes de todas clases, dividir sus bienes entre los accionistas y tendrán la facultad de iniciar procedimientos judiciales en nombre de la sociedad, en fin como dice nuestra jurisprudencia *la sociedad anónima en estado de liquidación constituye un "Fideicomiso Implícito"*[377], por lo tanto adquieren las responsabilidades inherentes a todo fiduciario al momento de ejecutar su mandato. Al respecto, debemos tomar en cuenta que el termino fideicomiso o fiduciario en nuestra legislación es una mala traducción del legislador de la palabra *"trustee"*, que en inglés significa fiduciario, pero también liquidador, que es el término que consideramos adecuado para este caso.

El artículo 87 de la Ley 32 establece que los directores en calidad de fiduciarios por la liquidación o disolución de la sociedad, pueden ser conjunta y solidariamente responsables por las deudas de la sociedad, con la limitante del importe de los bienes y fondos cuya tenencia y manejo hubieren adquirido.

Estas excepciones a la limitación de responsabilidad remarcadas en la ley, y alguna de ellas restablecidas en 1946 después de varios años de anarquía (por así decirlo), constituyen interesantes elementos de análisis que abren el compás para debatir si estamos listos para enfrentar una legislación un poco más estricta en cuanto al manejo, control, supervisión, cualidades y desempeño de una junta directiva; es decir, las responsabilidades o deberes de la junta directiva, especialmente especificar las responsabilidades de las juntas directivas de las empresas públicas; más aún, cuando ya se han suscitado casos de escándalos financieros que desataron tantas pérdidas a nivel económico en Panamá.

En el evento que los directores incurran en malas prácticas administrativas, se aplicaría lo dispuesto en el artículo 64 de la Ley de sociedades anónimas pero, como establecimos anteriormente, para que este supuesto se dé, se tendría que probar la negligencia o mal desempeño del cargo del o de los directores al administrar los fondos de la sociedad y que ese mal desempeño se hizo con intención o dolo, de manera que se pueda comprobar que efectivamente existe un caso de excepción al principio de responsabilidad limitada de los directores de las sociedades anónimas.

Como podemos observar, nuestra legislación posee normas que establecen ciertos supuestos de responsabilidad de los directores, y hacen una excepción al principio de

[377] Sala Civil, Corte Suprema de Justicia. Sentencia de 8 de mayo de 1961.

responsabilidad limitada, pero sólo a través de presunciones de culpa derivada de ciertos hechos. Supuestos que, si se cumplen, se hacen sumamente difíciles de aplicar.

Esto se evidencia con nuestra jurisprudencia que, en materia de responsabilidad de los directores, se limita a reiterar lo siguiente:

"La Ley de sociedades anónimas de 1927 es clara al preceptuar la limitación de la responsabilidad tanto de los directores como de los accionistas de una persona jurídica; estableciendo las coyunturas específicas y taxativas en las cuales responden los mismos. Sobre el caso concreto de los dignatarios, la Ley 32 de 1927 no contiene precepto alguno que esclarezca esta situación, no obstante a juicio de esta Corporación, si la responsabilidad de los accionistas y de los directores está condicionada a la concurrencia de ciertos eventos ya que la regla general es que la misma sociedad afronte sus deudas salvo ciertas excepciones que no mencionan a los dignatarios expresamente, mal puede exigírsele a éstos responsabilidad con respecto a los acreedores por las deudas que contraiga la sociedad o por hechos que haya realizado a nombre de la sociedad sin culpa comprobada, ya sea autorizado por la junta directiva, por la asamblea de accionistas o por el mismo pacto social; entendiéndose al representante legal como el interlocutor físico de la persona jurídica."[378]

Todo lo anteriormente expuesto en nuestra jurisprudencia, nace o tiene su raíz en el principio que caracteriza a las sociedades anónimas, que consiste en la separación del patrimonio del accionista del patrimonio de la sociedad. Dicho principio consiste en que el accionista sólo es responsable ante los acreedores de la sociedad por la cantidad que adeude a cuenta de sus acciones. Este principio lo consagra la Ley de sociedades anónimas, en el artículo 39 que establece que *"Los accionistas sólo son responsables con respecto a los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones..."*.[379]

Autores como Durling fundamentan que este principio se basa en el hecho de que las obligaciones y responsabilidades no son contraídas por los accionistas, sino por una entidad jurídica distinta que la ley reconoce. Es por ello, que este tipo de sociedades constituye una herramienta jurídica efectiva para la constitución de sociedades con patrimonio distinto a la de sus socios. Este principio, consagrado en el artículo 39 de la Ley 32, es aplicado a los dignatarios y directores de las sociedades anónimas a través de nuestra jurisprudencia, por lo que los artículos de la excepción a la limitación de la responsabilidad (artículo 444 del Código de Comercio, y artículos 64 y 87 de la Ley 32) son prácticamente de escasa aplicación por nuestros tribunales.

---

[378] Sentencia de diez (10) de marzo de mil novecientos noventa y cinco (1995). Corte Suprema de justicia. Sala de lo Contencioso Administrativo.

[379] DURLING, Ricardo, La Sociedad Anónima en Panamá, Litografía e imprenta LIL, S.A. Primera Edición, 1986, pág.252.

1. Naturaleza de la responsabilidad.

Al examinar nuestra legislación en materia de responsabilidad de los directores, nos parece que hay que distinguir entre la responsabilidad de los accionistas frente a las obligaciones de la sociedad, ya que estas obligaciones no son contraídas directamente por los accionistas (artículo 39 de la Ley 32 de 1927) y la responsabilidad inherente del director en el desempeño de su cargo, por ser quien autoriza las obligaciones contraídas por la sociedad.

En virtud de lo anterior, no compartimos el criterio que sostiene que el artículo 39 de la Ley 32 debe aplicarse de forma general a los directores o dignatarios en el desempeño y en el ejercicio de sus cargos, máxime cuando la misma legislación en esta materia establece que existen ciertas eximentes a la limitación de la responsabilidad, aunque sean escasas.

Fundamentamos lo anterior, en que la naturaleza intrínseca de la responsabilidad de los directores nace jurídicamente de un contrato: en el momento de elegirse la junta directiva, inmediatamente se constituye un mandato en el cual toda una asamblea de accionistas en representación de la sociedad deposita en un grupo de personas (los directores) la confianza necesaria para que los mismos desempeñen sus mejores esfuerzos, para conseguir el fin máximo de la empresa, cual es el de obtener utilidades para los accionistas. Por lo tanto, los directores de toda sociedad anónima están obligados a desempeñar sus funciones de buena fe y con la misma diligencia y cuidado que los comerciantes ordinarios, procurando una óptima ejecución de su mandato.

La naturaleza contractual de la relación jurídica existente entre los directores y la sociedad, no se puede aplicar en el mismo sentido a la responsabilidad de los accionistas o socios, ya que son relaciones jurídicas totalmente distintas una de la otra.

Una de las grandes lagunas en nuestra legislación de sociedades anónimas sobre la responsabilidad de la junta directiva, ha sido obviar la naturaleza contractual de la relación de los directores con la sociedad y las obligaciones emanadas de ese contrato, ya que sólo se han expuesto ciertos supuestos de responsabilidad en el artículo 64 de la Ley 32. Estos supuestos, establece el artículo, hacen responsables a los directores sólo si en su actuar hay dolo o mala fe; de lo contrario, la buena fe podría ser un eximente de la responsabilidad.

Recordemos que la junta directiva, por regla general, tiene el control de los negocios de la sociedad; y sabemos que a través del pacto social y de los estatutos se les otorga a los miembros de la junta directiva amplios poderes de dirección. Esto conlleva una

serie de responsabilidades y altos deberes de diligencia, que nuestra normativa no contempla.

La ley de sociedades anónimas panameña, a diferencia de otras legislaciones, no prevé otros aspectos importantes como los siguientes:

- Si los directores se benefician en forma indebida, directamente o a través de otra persona (natural o jurídica) de un negocio social que implique perjuicio a la sociedad.
- Si el director incumple su obligación de proporcionar a los accionistas o al público las informaciones que la ley o los reglamentos determinen. (Estos supuestos deben estar contemplados en nuestra legislación, aun cuando las sociedades públicas estén bajo la regulación de alguna institución como la Superintendencia de Bancos o la Comisión Nacional de Valores y las mismas dicten sus propios lineamientos).
- Se debe contemplar los casos en que el director forma parte de dos o más juntas directivas y la incompatibilidad de los cargos ejercidos. También se debe prever la competencia desleal, cuando el director de una sociedad podría ejercer el mismo negocio por su propia cuenta y, por ende, compitan los intereses de ambas sociedades
- Se debe contemplar prohibiciones en cuanto a personas ligadas entre sí ya sea por matrimonio o parentesco, dentro de una misma junta directiva.

Cuando los directores de las sociedades asumen la obligación de representar los intereses de aquellos accionistas que no pueden hacerlo por ellos mismos, se está frente a una seria responsabilidad administrativa y fiduciaria que requiere y va más allá de la integridad de la persona.[380]

El carácter de la responsabilidad de los directores, como lo hemos dicho anteriormente, es solidaria y personal, ya que la responsabilidad se materializa individualmente en la persona física del director, aunque su papel sea el de representar a un órgano colegiado. El director, claro está, podrá eximir su responsabilidad siempre y cuando ocurran los supuestos que establezca la ley, como el de presentar su protesta en tiempo hábil o estar ausente, con causa justificada, de la reunión en que se adoptó la resolución causante de la responsabilidad.

2. Las acciones de responsabilidad.

El precitado artículo 444 del Código de Comercio establece en su parte final que la

[380] COLLEY, Jhon; DOYLE Jacqueline; LOGAN, George□; STETTINIUS, W□llace, **What is Corporate Governance? ,** Mc Graw- Hill, United States of America, 2005, pág.7.

acción social de responsabilidad sólo podrá ser exigida en virtud de un acuerdo de la asamblea general de accionistas (entiéndase junta de accionistas).

Cuando los directores causen perjuicios a través de sus actos, culposos o dolosos, y perjudiquen a las personas que se sientan afectadas, estas personas (llámese terceros, acreedores o accionistas afectados individualmente o bien cuando se afecta directamente el patrimonio de la sociedad) tendrán que recurrir a los mecanismos que establece la ley para ejercer dicha acción.

El artículo 444 del Código de Comercio no especifica a quién le corresponde la acción de exigir la responsabilidad, pero establece que "sólo podrá ser exigida en virtud de un acuerdo de la Asamblea General de Accionistas".

Es oportuno distinguir si el acto culposo o doloso que cometió el director respectivo va en detrimento del patrimonio de la sociedad, entonces se debe entablar una acción social de responsabilidad y cuando en forma directa se afecten los intereses de terceras personas, la acción es individual o extrasocial. El accionista es considerado individualmente y constituye tercera persona, cuando sus intereses particulares se ven lesionados con prescindencia de los intereses de la sociedad.[381]

Nuestra legislación contempla la acción social, previo a un acuerdo de la junta de accionistas, la acción individual o extrasocial se aplica a través de las normas de derecho común. Sin embargo nuestra legislación no contempla situaciones que pueden suscitarse, como por ejemplo, si un director es a su vez accionista y toma parte en las votaciones en que se discute su propia responsabilidad. En este caso estamos frente a un evidente conflicto de interés suscitado y que lamentablemente nuestra legislación no contempla, a diferencia de otras legislaciones (alemana, italiana, suiza, etc) que sí señalan las prohibiciones de votos a las acciones de los propios administradores.[382]

II. Las normas de Gobierno Corporativo sobre las cualidades de la Junta Directiva

Nuestra legislación en materia de sociedades anónimas, como la de diversos Estados norteamericanos, han tenido influencia de la Ley de New Jersey , adoptada en 1896, que en realidad se considera la primera ley liberal sobre sociedades anónimas que se adoptó en el continente americano. También a nuestra ley de sociedades anónimas se le atribuye la influencia de la Ley del Estado de Delaware y la Ley del Estado de Arkansas .[383]

---

[381] TERAN, Ana Isabel. **Consideraciones en torno a la Junta Directiva en la Sociedad Anónima Panameña**. Trabajo de Tesis. Universidad de Panamá, 1982, pág.303.
[382] TERAN, Ana Isabel. Ibidem, pág. 313.
[383] DURLING, Ricardo. Op. Cit. Pág. 28 y 29.

Durante algún tiempo se consideró que el concepto de libre mercado, el principio de la no intervención del Estado y el individualismo propio de una sociedad como la norteamericana, implicaban que los gerentes tuvieran la más amplia discreción en cuanto al funcionamiento de las compañías.

Tal vez uno de los primeros antecedentes legales en Estados Unidos sobre temas de gobierno corporativo data del año 1880 con el caso Charleston Boot and Shoe Vs Dunsmore, (60N.H. 85). En este caso, los jueces de New Hampshire establecieron claramente las diversas funciones en una compañía, clarificando que los accionistas no son los encargados de administrar la compañía y por lo tanto su función debe limitarse a elegir aquellos miembros de la junta directiva quienes sí tienen estas funciones.

Desde esta época y hasta mediados de los años 60´s las cortes americanas se dedicaron principalmente a definir las responsabilidades de los directores, gerentes y accionistas, conceptos que fueron básicos para la posterior construcción de toda la teoría de gobierno corporativo.[384]

En Panamá la Ley de sociedades anónimas, de corte liberal, tiene una remarcada influencia de las leyes norteamericanas, así como una ausencia de lineamientos dirigidos a establecer la responsabilidad, estableciendo únicamente los escasos preceptos que la ley contempla.

La diferencia entre nuestra legislación y la norteamericana, es que en Panamá hemos utilizado el principio de la limitación de responsabilidad como un escudo que ha impedido, en gran parte, el desarrollo adecuado de las normas de gobierno corporativo en Panamá. Esto es un contraste con la legislación norteamericana, que ha desarrollado este tema en gran medida y en grandes dimensiones.

Este escudo, mal amparado en el artículo 39 de Ley 32 de 1927 es el que, de alguna medida, ha hecho un tanto incongruente y contraproducente para muchas empresas la aplicación adecuada u óptima de las normas de gobierno corporativo, que ya se han implementado en Panamá a través del Acuerdo 4-2001 de 5 de septiembre de 2001, emitido por la Superintendencia de Bancos y el Acuerdo 12 -2003 de 11 de noviembre de 2003, emitido por la Comisión Nacional de Valores.

1. Cualidades de la Junta Directiva.

La junta directiva es el segundo órgano de importancia (después de la junta de

[384] Confecámaras. Libro Blanco de Gobierno Corporativo. Historia del Gobierno Corporativo en el Mundo. www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov_

accionistas) en la sociedad anónima, como ente encargado de la dirección y administración de la sociedad.

En el ámbito del gobierno corporativo, la junta directiva juega un papel trascendental, y es el eje central del cual deriva todo el juego de deberes y responsabilidades, las cuales a su vez serán delegadas al nivel gerencial de la empresa.

Una junta directiva con altas cualidades de diligencia debe delimitar sus funciones y ser lo suficientemente eficiente para estructurar la estrategia gerencial de la empresa.

El artículo 6 del acuerdo No12-2003 de 11 de noviembre de 2003, emitido por la Comisión Nacional de Valores de Panamá recomienda que las juntas directivas de los emisores o personas registradas tengan establecidas en sus normas de gobierno corporativo una serie de responsabilidades de este órgano social, las cuales detallamos a continuación:

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.

Es de suponer que el pacto social o los estatutos de cada sociedad delimite las funciones de la junta directiva; sin embargo, nuestra ley de sociedades anónimas (en sus artículos 49 y 50) únicamente establece que los negocios de la sociedad serán administrados y dirigidos por una junta directiva la cual, con sujeción a lo dispuesto en la ley y a lo que estipule el pacto social, tendrá control absoluto y dirección plena de los negocios de la sociedad.

La propia legislación le da poderes absolutos a la junta directiva, de manera que puedan llevar a cabo los negocios de la empresa; en este caso, la intención del legislador era no establecer obstáculos para que se diera el desarrollo económico de una sociedad en crecimiento. Sin embargo, cuando a un órgano colegiado se le otorga tantos poderes de manejo y control, la legislación debe proveer un marco de referencia mediante el cual se puedan delimitar los deberes y por ende las responsabilidades de la Junta Directiva.

Para que una legislación esté acorde con los estándares actuales de buen gobierno de las sociedades, se debe contemplar, sin ser excluyentes, los siguientes aspectos:

- El deber de diligencia, lealtad y supervisión como principios rectores de la junta directiva.
- El deber de diligencia, que implica esfuerzo y dedicación para otorgarle valor a la empresa.
- El deber de lealtad, que implica anteponer los intereses de todos los accionistas a los propios, para maximizar el valor de la sociedad.
- El deber de supervisión, que implica tener la intuición necesaria para cuestionar la información relevante al equipo gerencial.

En este sentido, una legislación que contemple las cualidades y deberes inherentes a la junta directiva de las sociedades pone de manifiesto las pautas a seguir, y a su vez las normas de gobierno corporativo establecen las reglas del juego, para así controlar el debido cumplimiento de dichas pautas a través de los comités de apoyo, que se establecen en toda normativa referente a gobierno corporativo.

Una vez enmarcadas correctamente los deberes inherentes a la Junta Directiva, se facilita la delimitación de la responsabilidad de los miembros de este órgano.

La falta del deber de diligencia se evidencia de la siguiente forma:

- Ausencia a las reuniones, a menos que haya excusa justificada.
- Falta de interés y dedicación en las reuniones

- La toma de decisiones que perjudiquen a la empresa.

La falta del deber de lealtad :
- La toma de decisiones donde exista conflicto de interés.
- Toma de decisiones que favorezca a un número determinado de accionistas.
- Aprobar operaciones inadecuadas con personas relacionadas.
- Aprovecharse de oportunidades de negocio.

La falta del deber de supervisión:
- Ignorancia en las operaciones importantes de la empresa
- Falta de aplicación de medidas correctivas ante los problemas operacionales de la empresa.
- No realizar las preguntas importantes de gestión empresarial al equipo gerencial.

Una legislación más acorde con la normativa actual de gobierno corporativo debe constituir una herramienta facilitadora, que coadyuve en la aplicación de estas normas encaminadas al buen manejo, funcionamiento, supervisión y control de las empresas.

Es importante destacar que nuestro derecho, mediante la Ley 45 de 4 de junio de 2003, sobre los delitos financieros, implementó en materia penal una serie de tipos penales que anteriormente no contemplaba nuestra legislación. Sin embargo, de ocurrir estos supuestos penales por parte de los directores o partes relacionadas en una empresa, quiere decir que se han quebrantado todos los principios de ética empresarial inherentes al cumplimiento del mandato otorgado.

La idea es no tener que llegar a estos extremos ilícitos para delimitar la responsabilidad de los directores, sino que, de antemano, una adecuada legislación debe anteponer y servir como herramienta para que se puedan desarrollar todos estos principios del deber empresarial.

Si el legislador define estos deberes y responsabilidades en la legislación, la tarea para nuestros tribunales al momento de delimitar responsabilidades se hace mucho más fácil y objetiva, ya que se aportaría elementos de análisis más precisos para que se logre determinar la responsabilidad de los directores.

2. Importancia y beneficios.

Las políticas de un buen gobierno corporativo no sólo están diseñadas para evitar fraudes financieros o demostrar la transparencia de las operaciones de una determinada empresa y, por ende, la protección de sus accionistas. Hoy en día este concepto se ha desarrollado en tal forma que se ha convertido en una eficaz estrategia de mercado de muchas empresas a nivel internacional, ya que constituyen una manera de supervisar el control de sus operaciones de una manera eficiente.

El gobierno corporativo puede ser también una herramienta utilizada por instituciones financieras para analizar si sus recursos pueden ser colocados o invertidos en una determinada sociedad en la que, por supuesto, la implementación de un buen gobierno corporativo será un criterio de mucho peso para dichas instituciones, de manera que permita estar seguros de que sus recursos están colocados en una empresa seria.

De igual forma las instituciones financieras podrán tomar, como un requisito de otorgamiento de crédito, que las empresas apliquen normas de gobierno corporativo, por lo que aquellas empresas que no apliquen estos lineamientos no tendrán el mismo respaldo de crédito que las que sí los aplican. Al respecto, lo más interesante es que las propias instituciones de crédito en Panamá, les exigen a las empresas ciertos requisitos para otorgar los créditos: solvencia moral, económica y administrativa, las cuales nuestra propia legislación no contempla ni de la forma más remota y que, de no cumplirse, no califican como sujetos de crédito.

En fin, una máxima transparencia, nuevos niveles de información y de auditoria, lenguajes tecnológicos y más interlocución entre los directivos de una empresa y sus accionistas son elementos que ayudan a cada empresa a entender que la implementación de un buen gobierno corporativo traerá beneficios para la misma, ya sea a nivel nacional o internacional.

III. Conclusiones.

- Cuando surgió la Ley 32 de 1927, que rige las sociedades anónimas en Panamá, el legislador adoptó la ideología norteamericana de corte liberal que ha imperado en nuestro país en los últimos setenta y nueve años de existencia.
- A diferencia de la legislación norteamericana, en Panamá se han desarrollado escasamente (a nivel jurisprudencial) las delimitaciones de la responsabilidad de la junta directiva, amparándose y estancándose en gran medida en el artículo 39 de la Ley 32 de 1927. Por ende, nuestros tribunales no han deliberado sobre el tema del gobierno corporativo.
- Urge en Panamá una legislación más acorde con los lineamientos mundiales sobre gobierno corporativo, que comprometa de una forma seria a las empresas en el cumplimiento de la normas de buen gobierno, que ya han sido promulgadas por las entidades reguladoras y fiscalizadoras como la Superintendencia de Bancos y la Comisión Nacional de Valores.
- Una legislación más acorde debe contemplar supuestos definidos de responsabilidad empresarial, además de desarrollar las acciones que tengan las partes relacionadas para que hagan valer sus derechos.

- Una legislación moderna y que esté a la vanguardia en los aspectos de buen gobierno de las sociedades debe, contemplar de una forma más completa la problemática que se puede suscitar en la responsabilidad de ejecutar el cargo de un director y no sólo delimitar la responsabilidad derivada del aspecto penal. Entre estos problemas están evadir las disposiciones legales, la ignorancia en la ejecución de su cargo, la falta de independencia en las juntas directivas, los conflictos de interés y las fallas al ejecutar los deberes de lealtad, diligencia y de supervisión.
- De igual forma, la legislación debe dar un marco de referencia para evaluar la ejecución en conjunto de una junta directiva de altas cualidades, que permite contemplar aspectos como rendimientos ineficientes, falta de liderazgo, un inadecuado manejo de la información, una inefectiva organización de la directiva, violación de las normas de seguridad y una conspiración interna para la violación de los reglamentos o aspectos legales.

Tenemos que reconocer que la intención del legislador hace casi ochenta años, era implementar una normativa de sociedades anónimas, basada en que los negocios se conformen por personas capaces, que hacen su trabajo con honestidad y la mayor diligencia. Para el legislador en aquel entonces era obvio el hecho de que una junta directiva debía estar conformada por las personas más capaces e íntegras de la sociedad, para que pudiesen llevar a cabo el manejo y control de la empresa, en virtud de la confianza depositada en ellos.

Sin embargo tristemente la historia, no sólo en nuestro país sino a nivel mundial, nos ha demostrado que la falta de regulación y de control ha sido responsable de numerosos escándalos financieros.

Sabemos que la moral y la ética no se pueden legislar, ya que son cualidades inherentes a cada persona, pero debemos tener como norte u objetivo que el sistema debe ser mejorado, objetivo que no se puede lograr sino tenemos un cambio de actitud que ayude a los directores de las empresas a implementar una nueva ideología de ética empresarial.

BIBLIOGRAFÍA

- DURLING, Ricardo, La Sociedad Anónima en Panamá, Litografía e Imprenta LIL, S.A. Primera Edición, 1986.
- COLLEY, Jhon; DOYLE Jacqueline; LOGAN, George ; STETTINIUS, Wallace, What is Corporate Governance?, Mc Graw- Hill, United States of America, 2005.
- LEAL PEREZ, Hildebrando, Derecho de Sociedades Comerciales, Parte General y Especial, Segunda edición, Grupo Editorial Layer, Bogotá Colombia.
- TERAN, Ana Isabel. Consideraciones en torno a la Junta Directiva en la Sociedad Anónima Panameña. Trabajo de Tesis. Universidad de Panamá, 1982.
- Confecámaras. Libro Blanco de Gobierno Corporativo. Historia del Gobierno Corporativo en el Mundo. www.kpmg.com.co/files/documen_corp_gov.
- ESTRIBÍ, Heriberto. Reglas de Responsabilidad para Directores de S.A. Panameñas. www.monografías.com/trabajos23/reglas-responsabilidad.

DE CEOS, SALARIOS CORPORATIVOS Y RESPONSABILIDADES

César E. Sanjur III
Estudiante graduando de Derecho de la Universidad de Panamá.
chiriqui_law03@yahoo.com

Por sus bonificaciones los conoceréis

En el año 2005 tuve el placer de leer un artículo publicado en el diario La Prensa sobre las entonces últimas noticias referentes al caso ADELAG y al Banco Disa. Y me llamó la atención una línea sobre uno de los empresarios implicados en el caso Adelag, en la cual se decía que el mismo "se asignó elevados salarios".[385]

Esta frase trae a colación uno de los temas más discutidos dentro de la teoría y práctica del gobierno corporativo a nivel internacional: el salario o paga de los ejecutivos contrastada con el desempeño de éstos en la empresa *(Pay versus performance)*. Sobre ello queremos hacer algunas reflexiones.

En efecto, en las empresas internacionales los altos ejecutivos reciben, además de sus salarios y bonificaciones, compensaciones económicas cuando éstos se retiran de la compañía, las cuales pueden consistir en dinero en efectivo o acciones de la compañía, entre otras.
¿Pero qué sucede cuando al finalizar un año fiscal resulta que el valor de la compañía es menor que al comienzo de éste? ¿O cuando se destapan irregularidades que devienen en escándalos contables y/o financieros, en los cuales se comprueba la irresponsabilidad de altos ejecutivos de la compañía? Al parecer, hasta el momento de escribir estas líneas, muchas empresas han premiado lo que parece ser un no muy buen desempeño ejecutivo por parte de los principales miembros de las juntas directivas de reconocidas empresas. Basten tres ejemplos: Carly Fiorina, la CEO de la compañía de computadoras Helwett-Packard, fue despedida de su puesto debido al pobre desempeño de la compañía; sin embargo, se fue con una compensación económica valorada en 42 millones de dólares. Por otro lado, E. Neville Isdell, jefe ejecutivo de la Coca-Cola, recibió a su vez 11 millones en dinero y acciones en el año 2004 y adición se le dieron 450,000 opciones sobre acciones, mientras que los accionistas de la empresa vieron cómo el precio de las acciones de la misma bajaron de 50 dólares la acción a comienzo de año a 41 dólares al final de éste. Finalmente, en el año 2004 Raymond Gilmartin, CEO de Merck & Co., tuvo una bonificación de 1.4 millones de

[385] CASTILLO DUARTE, Edith: Delincuentes de cuello blanco. La Prensa, 10 de abril de 2005.

dólares y ganó 34.8 millones más ejerciendo sus acciones de compañía; pero todo esto se dio al mismo tiempo que Merck tuvo que sacar del mercado farmacéutico la pastilla Vioxx tras un estudio que la tachó de riesgo para la salud, dando como resultado que el valor de las acciones de la empresa cayera y que Merck sea ahora el blanco de numerosas demandas judiciales (por cierto, la bonificación de Gilmartin llegó cinco meses después de la retirada de Vioxx de las farmacias).[386]

Dentro del tema del *pay versus performance* se abren muchas más discusiones: ¿es ético que un ejecutivo sea remunerado de una forma que puede ser considerada excesiva si su desempeño anual no es el esperado o es considerado pésimo, en el peor de los casos? ¿Tienen los accionistas de una empresa el derecho de saber cuánto se les paga en salarios, bonificaciones, etc. y en base a qué parámetros se les remunera? ¿Debe el público inversionista (no accionista) tener conocimiento de esta información?

Nuestra respuesta contundente es sí a todas estas preguntas. Para comenzar, al ser nombrado alguien para el puesto de CEO de una compañía, es con el propósito de, parafraseando a nuestros maestros de Ciencias Naturales, hacer que ésta crezca, se desarrolle y se multiplique. Que el valor de la empresa (financiero, bursátil) aumente.

Y que los accionistas vean los resultados de una buena inversión. No creemos que el objetivo de pagarle a alguien decenas (o cientos) de miles de dólares al año sea solamente el recoger la paga y posar para fotos de eventos sociales. La mayoría de las empresas de perfil nacional e internacional son por lo general muy exigentes al seleccionar a sus altos ejecutivos (estudios, experiencia laboral), contratando los llamados *headhunters* o publicando avisos en revistas y periódicos de prestigio como *Economist* o el *Financial Times*; es por ellos que a mayor la calificación del futuro CEO, CFO o miembro de la Junta Directiva mayor la responsabilidad de éste de hacer su trabajo bien. Por lo tanto, si las cosas salen mal, y la responsabilidad de ello es parcial o totalmente del ejecutivo, pensamos que lo último que hay que hacer es retribuirlo con bonificaciones inmerecidas o mayores que lo que las leyes laborales permiten. Esto último fue avalado en los juicios al ex-CEO de la empresa Tyco, Dennis Kozlowski y Bernard J. Ebbers de WorldCom[387].

En segundo lugar, de acuerdo con el principio de transparencia, es el deber de la empresa el informar a sus accionistas sobre la remuneración de los ejecutivos, tal como lo sostiene los Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) en su Principio IVA, el cual se

[386] WHITE, Ben y JOHNSON, Carrie: Executives Cash In, Regardless of Performance. New York Times, 22 de marzo de 2005.
[387] EICHENWALD, Kurt: Big Paychecks Are Exhibit A at C.E.O. Trials. New York Times, 19 de junio de 2005.

encuentra plasmado en los numerales 4 y 5 del artículo 9 del Acuerdo 12-2003 de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (CNV), aunque de acuerdo a un reciente reporte realizado por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional la aplicación de este principio todavía no es una realidad verificada en la práctica de nuestro mercado bursátil.[388] Y con el principio de sometimiento voluntario que permea nuestras normas sobre gobierno corporativo, dudamos que en un futuro próximo puedan ser obligatorias (a menos que se reforme el Decreto Ley No.1 de 1999 y de paso el Acuerdo No.12-2003). En Alemania, por ejemplo, se han hecho ingentes esfuerzos para que la Bolsa de Valores Alemana (Deutsche Börse) y las grandes empresas adopten el código de gobierno y de paso la revelación de la paga de los ejecutivos[389] y estos esfuerzos se vieron reflejados en la fracasada tentativa de compra del London Stock Exchange por parte de la Deutsche Börse, entre otras razones, a causa de las dudas sobre la adherencia a los principios de gobierno corporativo por parte de las empresas alemanas.[390]

Finalmente, como ya hemos dicho en anteriores escritos, el público inversionista necesita, para tomar sus decisiones sobre las inversiones a realizar, el oportuno acceso a toda la información disponible, actualizada y veraz, sobre los negocios y la administración de una determinada empresa con el fin de que su inversión sea más sólida y estable, procurándole mayores beneficios y oportunidades de acrecentar su patrimonio. Y en un tema como la cantidad y forma de remuneración de los ejecutivos debe haber una transparencia total, ya que de esta forma el inversionista potencial podrá medir el desempeño del éstos y de la empresa también. Y no creemos que se deba pensar seriamente en invertir en una empresa en la cual el valor de las acciones anden por abajo y los salarios de los principales ejecutivos por arriba. Para eso están las normas del gobierno corporativo que, apoyándose en los principios de transparencia y debida revelación, ayudan no solamente al inversionista sino a la empresa para que su marcha hacia el éxito económico no sea detenida o llevada a otros destinos no deseados.

¿Cual podría ser la solución a esta problemática? Además de nuestra posición de que las normas de gobierno corporativo de la CNV sean de carácter obligatorio (y que fuese entonces obligatoria hacer una revelación de los salarios y métodos de otorgar bonificaciones y compensaciones económicas a los principales ejecutivos de una empresa), también está la opción - más larga - de ir a juicio con el fin de que los ejecutivos regresen de alguna forma el dinero de las bonificaciones o el dinero que las

[388] WORLD BANK: Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) - Corporate Governance Country Assessment - Panama - June 2004 - http://200.46.126.10/Asuntos%20Intls/rosc_cg_pan.pdf
[389] ATKINS, Ralph: Berlin urged to reveal corporate pay. Financial Times, 20 de septiembre de 2004.
[390] KNIGHT, Eric: The responsibilities of Deutsche Börse. Financial Times, 4 de febrero de 2005.

empresas estimen que injustamente se les pagaran a estos ejecutivos, tal como está haciendo la empresa Tyco contra su ex-CEO L. Dennis Kozlowski en una corte del estado de Nueva York[391] ;otra solución podría ser que las juntas directivas de las empresas propongan planes de venta de acciones para resarcir con el producto de la venta a los accionistas perjudicados.[392]

Así pues las cosas, esperamos que en un futuro esta espiral de compensaciones económicas y salarios que no van con la realidad financiera de una empresa sean debidamente regulados y que los ejecutivos (e igualmente las juntas directivas y los accionistas de las empresas) aprendan que, en razón de la ética y de la ley, la paga tiene que ir pareja al rendimiento.

[391] WHITE, Ben y JOHNSON, Carrie: Executives Cash In, Regardless of Performance. New York Times, 22 de marzo de 2005.
[392] SYMONDS, William C: The Trouble with Tyco. Businessweekonline, 13 de enero de 2006 (http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/jan2006/nf20060113_1818_db035.htm)

EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS Y EN LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

César Elías Sanjur III
Estudiante graduando de Derecho de la Universidad de Panamá.
chiriqui_law03@yahoo.com

Con la reciente venta del un prominente banco de capital panameño a otro muy prominente banco internacional - que tuvo trascendentales implicaciones de orden bursátil - estimamos conveniente hacer una breve comparación entre las normas que rigen el gobierno corporativo en la banca y en el mercado de valores panameño.

Como una rápida respuesta a los planteamientos de los nuevos Acuerdos de Basilea de enero de 2001 (el llamado Acuerdo de Basilea II), el ente supervisor bancario de Panamá adoptó una normativa sobre gobierno corporativo para los Bancos Oficiales, los Bancos de Licencia General y los Bancos de Licencia Internacional establecidos en nuestro país. Esta norma es el Acuerdo No. 4-2001 de 5 de septiembre de 2001 de la Superintendencia de Bancos (SB).

Luego de verificarse varios escándalos financieros y bursátiles en Europa y los Estados Unidos de América, la Comisión Nacional de Valores (CNV), inspirada en los principios y recomendaciones elaboradas por la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) realizó someros estudios y análisis sobre el tema de gobierno corporativo. Luego de varias audiencias públicas la CNV finalmente emitió el Acuerdo No.12-2003 de 11 de noviembre de 2003.

Lo que distingue al régimen de gobierno corporativo del mundo bancario del existente en mercado de valores es su obligatoriedad. En efecto, el Acuerdo No.4-2001 es de obligatorio cumplimiento para todos los bancos y entes sujetos a regulación por la Superintendencia de Bancos, mientras que esta característica no fue adoptada por la normativa correspondiente propuesta por la CNV debido a una intensa campaña en contra, lo que tuvo como resultado que el Acuerdo No.12-2003 sea solo una guía de voluntaria adopción. [393]

Hecha esta aclaración, pasamos a ver las diferencias y semejanzas en ambas normas:

Objetivos. En ambas normas el norte del gobierno corporativo es otorgar a los entes sujetos a regulación un conjunto de reglas de conducta revestidas de la mayor

[393] CASTILLO DUARTE, Edith: Gobierno Corporativo genera controversia. La Prensa, 29 de octubre de 2003.

transparencia posible que regulen las relaciones entre las Juntas Directivas, los accionistas, depositantes (en el caso de los bancos) o sociedad una adecuada infraestructura a través de la cual los fines de la misma sean establecidos, proveyendo no solamente los mecanismos para la obtención de los objetivos establecidos y la correcta sino también los sistemas de verificación del seguimiento de las responsabilidades y controles correspondientes a cada nivel de la cadena de mando y ejecución de los fines u objetivos del banco o sociedad y otros participantes interesados con el objeto de definir las reglas y procedimientos a observar para la toma de decisiones de asuntos corporativos o bancarios.

Ámbito de aplicación. Como ya habíamos señalado, a diferencia de la norma que rige el mercado bursátil las normas de gobierno corporativo son obligatorias para los entes regulados por la Superintendencia de Bancos; el Acuerdo No.4-2001 hace la salvedad de que en el caso de los Bancos Oficiales las normas les serán aplicables en la medida que no sean contrarias a las disposiciones legales y reglamentarias que rigen a dichas instituciones. En el caso de Bancos que sean sucursales de Bancos extranjeros, el cumplimiento del acuerdo podrá evidenciarse mediante una certificación anual de su Casa Matriz en la cual se acredite que ésta tiene las estructuras, organización y controles para garantizar un Gobierno Corporativo conformado a las sanas prácticas bancarias.

La única información obligatoria establecida por el Acuerdo 12-2003 es la obligación de revelar en los reportes anuales 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.

Por otro lado, y a semejanza de lo estipulado en el Acuerdo No.4-2001, el Acuerdo No.12-2003 estipula que el emisor o persona registrada 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; estas circunstancias serán reveladas con detalle en las solicitudes de registro e informes periódicos correspondientes. Asimismo, el emisor o persona registrada sujeta a otras regulaciones deberá revelar las diferencias entre las prácticas de gobierno corporativo de su país de origen que difieren de las domésticas, sometidas a la regulación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá; en caso de que los emisores o personas registradas

sujetas a otras regulaciones encuentren posteriormente excepciones entre las recomendaciones de gobierno corporativo de su país de origen, deberán divulgar dichas excepciones.

El emisor o persona registrada tanto nacional como extranjero que decida adoptar normas de buen gobierno corporativo dictadas por Organismos Internacionales de reconocido prestigio podrán hacerlo siempre que revelen las diferencias entre dichas regulaciones y las sugeridas por la Comisión Nacional de Valores de Panamá, debiendo presentar igualmente el formulario IN-A, Informe de Actualización Anual, contenido en el Acuerdo 18-00 del 11 de octubre del 2000; 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; y 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.

Requisitos mínimos. Ambas normas establecen que un sistema de buen gobierno corporativo debe contener ciertos parámetros o principios, los cuales son:

a) Transparencia en la gestión a través de flujos apropiados de información interna y hacia el público.

b) Responsabilidad de Directores y Dignatarios a través de una clara asignación de responsabilidades a las autoridades que adoptan las decisiones.

c) Sistemas de control y gestión de riesgos.

d) Códigos de Ética u otros tipos documentos que establezcan claramente los valores corporativos, objetivos estratégicos, códigos de conducta y otros estándares apropiados de comportamiento.

e) Mecanismos para la interacción y cooperación entre la Junta Directiva y los auditores internos y externos.

f) 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 con lo establecido por el resto de los miembros de la Junta Directiva.

g) Los parámetros para la determinación de las retribuciones salariales, dietas y demás beneficios.

h) Derecho de directores, accionistas y terceros interesados de recabar información y el deber de la empresa o banco de crear procedimientos que permitan la divulgación rápida, precisa y confiable de dicha información.

Control Interno. El Acuerdo No.4-2001 y el Acuerdo No.12-2003 establecen los fines y métodos para llevar a cabo los controles internos de los bancos y empresas que sean emisores registrados. En los Bancos es la Auditoría Interna la encargada de esta función; en la normativa bursátil se habla de un Comité de Auditoría con casi idénticas atribuciones y conformación: ambas deben estar conformadas por un cierto número de directores independientes (es decir, personas que no participen en la gestión administrativa diaria del Banco y cuya participación no presente conflictos materiales éticos o de interés),[394] en ambos el objetivo es el monitoreo de la implementación y ejecución de las políticas, planes, reglas y procedimientos internos en todos los niveles de la empresa o banco.

Juntas Directivas. El Acuerdo No.4-2001 refleja la especialización del tema bancario: se establece que la Junta Directiva debe estar conformada por lo menos por siete personas naturales con conocimientos o experiencia relevante respecto a las operaciones y/o los riesgos inherentes a las actividades bancarias, siendo el resto directores independientes. El Acuerdo No.12-2003 contempla esta necesidad mas sin fijar un mínimo de directores especializados en el tema o giro de la empresa, pero recomienda que uno de cada cinco directores debe ser independiente.

Comités de Apoyo y Gestión. En ambas normas sobre gobierno corporativo se establece el Comité de Auditoría (en el ámbito bursátil este tiene una marcada inclinación hacia la verificación de los temas contables). No obstante, el Acuerdo No.4-2001 nos dice que a Junta Directiva podrá constituir cualesquiera otros comités distintos al Comité de Auditoría que considere necesarios. Es así como este Acuerdo crea la Unidad de Riesgos, la cual es la encargada de la identificación y administración de los riesgos que enfrenta el Banco.

Esto es cierto en el Acuerdo No.12-2003. Esta norma estipula que dentro del organigrama de la empresa emisora registrada deben haber dos comités permanentes: el de Auditoría y el Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos. En adición a estos comités, el Acuerdo dice que en el caso de emisores o personas registradas cuyas Juntas Directivas estén conformadas por más de cinco miembros se recomienda

[394] En el Acuerdo Nº 12-2003 se habla de un 30%; el Acuerdo de la Superintendencia no señala un mínimo o un máximo de directores independientes.

la conformación de un Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Claves.

El Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos tiene funciones similares a la de la Unidad de Riesgo Bancaria. El Comité de Evaluación y Postulación de Directores Independientes y Ejecutivos Claves tiene su equivalente en los artículos del Acuerdo 4-2001 que versan sobre políticas de Recursos Humanos (artículo 20) y sobre la Gerencia Superior (artículo 21), aunque el Comité de Evaluación y Postulación centra más su interés en los directores independientes.

Accionistas y el derecho a la información. Aunque este tema ya se tocó al hablar de la transparencia, debemos señalar que en el artículo 9 del Acuerdo No.12-2003 se hace mención específica no sólo de los accionistas de la empresa como protagonistas principales de la normativa sobre gobierno corporativo, sino como depositarios de los derechos de información sobre todos los aspectos del giro normal de la empresa, tanto ordinarios como extraordinarios.

Conclusiones.

Somos de la opinión de que ambas normas, dentro de su respectiva esfera de aplicación y competencia son adecuadas para la aplicación y puesta en práctica de los principios de buen gobierno. Tanto es así que un banco tan respetable como el Bladex, a raíz de la crisis financiera argentina de 2002 lanzó un programa interno que iba de la mano con la adopción del Acuerdo No.4-2001 con el fin de implementar a cabalidad las normas de gobierno corporativo, sino que la implementación de los principios de buen gobierno significaron un refuerzo de su posición y aumento de ganancias.[395]

Empero, dado el hecho de que las normas que rigen el mercado de valores en materia de gobierno corporativo aún adolecen del *handicap* de ser de voluntaria observación - al contrario de la mayoría de los países desarrollados y en vías de desarrollo - creemos necesario hacer un *Delenda est Carthago* de la necesidad de que esta norma tenga el carácter obligatorio que posee la norma correlativa del sector bancario, toda vez que los escándalos financieros no han amainado en el mundo... y no sabemos cuándo vendrá el próximo a Panamá, toda vez que aún los casos que se dieron en nuestro medio siguen siendo debatidos en los juzgados.[396]

[395] HERNÁNDEZ, Alex E.: Gobierno Corporativo rinde frutos en Bladex. El Panamá América, 24 de agosto de 2005.

[396] CASTILLO DUARTE, Edith: Tras los registros contables de Adelag. La Prensa, 17 de abril de 2006.

SOBRE LA INDEPENDENCIA DEL AUDITOR EN LA LEY SARBANES-OXLEY Y EL ACUERDO 12-2003

César E. Sanjur III
Estudiante graduando de Derecho de la Universidad de Panamá.
chiriqui_law03@yahoo.com

Prólogo

Mediante los procesos de auditoría se realiza la comprobación y revisión de la contabilidad de una empresa o grupo de empresas, con el fin de analizar sus aspectos financieros, económicos, fiscales, de relación de terceros, garantías, congruencias de criterios aplicados, etc. Por tanto, se hace una distinción entre la auditoría interna, que es la llevada a cabo por los propios contables de la empresa auditada, y la auditoría externa, que trata del examen de la contabilidad de la empresa por expertos profesionales independientes y ajenos a la empresa auditada. En este pequeño trabajo hablaremos de esta última y del requisito de independencia de los auditores externos.

La importancia del rol de los auditores independientes dentro del mundo bursátil ha quedado firmemente establecido desde no solamente los escándalos financieros que sacudieron al mercado de valores internacional al comienzo del siglo XXI sino a la adopción de la Ley Sarbanes-Oxley por el Senado y la Cámara de Representantes de los Estados Unidos de América.

> De la misma manera, el Estado fija para el mercado de valores como requisito indispensable de las auditorías practicadas a los emisores registrados la independencia de los auditores. El Decreto Ley No. 1 de 1999 en diversos artículos estipula que los auditores que vayan a examinar y/o preparar los estados financieros de organizaciones autorreguladas, sociedades de inversión y los custodios de los dineros y valores de éstas ante la Comisión Nacional de Valores deben ser independientes.

La Independencia según la legislación nacional.

Las bases de la independencia de los contadores y auditores panameños la encontramos en la Ley que rige a estos profesionales, la Ley No.57 de 1º. De septiembre de 1978 y en el Código de Ética creado mediante Decreto Ejecutivo No. 26 del 17 de mayo de 1984.

> El artículo primero del Código de Ética establece que "el Contador Público Autorizado deberá conservar su integridad y su objetividad en todos los actos de sus profesión. Cuando se comprometa a la práctica profesional independiente, no deberá tener dependencia laboral ni de ninguna índole de aquellas personas a quienes sirve".

De acuerdo con el Artículo 11 del Acuerdo No.8-2000 de la Comisión Nacional de Valores, para efectos de la presentación de estados financieros ante esta institución no se considera independiente a aquel contador o auditor o firma de auditores que durante los períodos objeto del dictamen hayan sido de la persona que auditan:

a. Contador

b. Auditor interno

c. Contralor

d. Director o Dignatario

e. Ejecutivo, Socio, o Empleado administrativo

f. Promotor, corredor, agente distribuidor o agente fiduciario de sus valores

g. Cónyuge y parientes del primer grado de afinidad y consaguinidad de los directores, dignatarios o accionistas de la persona que certifican cuando se trate de persona jurídica.

h. Consultor

i. Tenga o esté comprometido a adquirir, directa o indirectamente, algún interés financiero importante en dicha empresa.

j. Tenga una participación económica en la empresa, o con algunos de sus ejecutivos, directores o principales accionistas, en la medida que tal participación sea importante en relación con su patrimonio o el capital de su firma.

k. Tenga algún préstamo de la empresa o de cualquier ejecutivo, director, o accionistas principales de la empresa. Se exceptúan los préstamos obtenidos e instituciones financieras bajo procedimientos, términos y requerimientos normales, siempre y cuando, se otorguen bajo alguna de las siguientes condiciones:

1. Préstamos obtenidos por el Contador Público Autorizado o su firma que no son importantes en relación con su capital.
2. Préstamos con garantía hipotecaria.
3. Otros préstamos garantizados por un miembro de la firma del Contador Público Autorizado que de otra manera estarían sin garantía.

l. Si durante el ejercicio económico que cubren los estados financieros bajo examen y sobre los cuales se le pide que exprese una opinión, el contador Publico Autorizado o su firma:

1. sea, haya sido o tenga tratos verbales o escritos encaminados a ser promotor, corredor, agente fiduciario, director o ejecutivo o cualquier condición que equivalga a ser un funcionario administrativo o un empleado de la empresa;

2. sea, haya sido o tenga tratos verbales o escritos encaminados a ser fideicomisario de cualquier fideicomiso; ejecutor o administrador de cualquier herencia o sucesión; si tal fideicomiso, herencia o sucesión tiene un interés financiero importante directo o indirecto en la empresa; o de cualquier fideicomiso de jubilaciones, pensiones o plan de participación de utilidades de la empresa.

m. Si el Contador Público autorizado es cónyuge, pariente dentro del tercer grado de consanguinidad, y dentro del segundo grado de afinidad, del propietario o socio principal de la empresa o de algún director, administrador o empleado del cliente, que tenga intervención importante en la administración o en las cuentas de dicho cliente.

n. Si recibe en cualquier circunstancia o motivo, participación directa sobre los resultados del trabajo que se le encomendó, o de la empresa que contrató sus servicios profesionales y exprese su opinión sobre los estados financieros en circunstancias en las cuales sus honorarios dependan del éxito de cualquier transacción con excepción de los casos que se relacionen con impuestos o derechos en que las decisiones dependen de las autoridades y no

El artículo 11 hace énfasis en su párrafo final que la Comisión Nacional de Valores podrá establecer criterios y solicitar la documentación probatoria que estime necesaria para determinar la independencia de un auditor.

Auditoría según Sarbanes-Oxley

Trascendental pieza de legislatura estadounidense, el Sarbanes-Oxley Act fue aprobado por estas cámaras de legislación el 24 de julio de 2002 y sancionada por el presidente George W. Bush el 30 de julio del mismo año, comentando el mismo presidente que dicha ley representaba "la reforma más trascendental de prácticas mercantiles norteamericanas desde los tiempos de Franklin D. Roosevelt".[397]

En el Título II de esta ley se establecieron las siguientes modificaciones hechas a la Ley de Valores de los Estados Unidos de 1934:

a) Servicios fuera del alcance de la práctica de los auditores
b) Requisitos pre-aprobatorios
c) Rotación del socio de auditoria
d) Informes del auditor al comité de auditoria
e) Modificaciones acordadas
f) Conflictos de interés
g) Estudio de la rotación obligatoria de las firmas de contadores públicos registrados
h) Autoridad de la Comisión
i) Consideraciones por las autoridades reguladoras Estatales apropiadas
Ahora procedemos a señalar algunas diferencias interesantes:

Definición de los conflictos de interés. En el Acuerdo No.8-2000 sólo se menciona que no es independiente aquel contador que es "consultor" de la empresa o persona natural que audita. Pero esta es una situación poco clara: qué es específicamente consultor? Para efecto del mercado de valores y la entidad supervisora, ni el Decreto Ley No.1 de 1999 ni el Acuerdo No.8-2000 lo dice.

En cambio, la Ley SOX estableció qué servicios profesionales son considerados "actividades prohibidas" para los contadores o auditores:

1) teneduría de libros y otros servicios relacionados a los registros contables o estados financieros del cliente de auditoría;
2) diseño e implementación de sistemas de información financiera;
3) tasación o valuación de servicios, opiniones imparciales, o contribución en informes;
4) servicios actuariales,

[397] BUMILLER, Elisabeth: Bush Signs Bill Aimed at Fraud in Corporations. \o "The New York Times" The New York Times, 31 de julio de 2002.

5) servicios tercerizados de auditoría interna;
6) funciones de gerencia o recursos humanos;
7) corredor o negociante, asesor de inversiones o servicios de banca de inversión;
8) servicios legales y servicios de peritos no relacionados a la auditoría; y
9) cualquier otro servicio que la Junta [398]determine por regulación inadmisible.

Esta reforma se dio sobre todo debido a lo que en otros países se llama "prácticas multidiscilplinarias" o MDP por sus siglas en inglés. Una firma de auditores compartía su práctica de auditoría y contabilidad con profesionales de disciplinas afines en alianzas estratégicas que tuvieron su momento de éxito (como por ejemplo, financistas, abogados, analistas de sistemas informáticos, economistas, profesionales de recursos humanos). Pero no todos estaban de acuerdo. En julio del 2000 el Centro de Prácticas Profesionales de la *American Bar Association* (el Colegio Nacional de Abogados de los Estados Unidos) emitió un informe en el cual se oponían, en ciertas circunstancias, a esta práctica de negocios.[399]

Rotación de los auditores externos. En el Acuerdo No.8-2000 se estipula que la rotación de todo el equipo de auditores que esté prestando este servicio se debe dar cada tres años. Es significativo que se hable de la totalidad del equipo de auditores, puesto que la Ley de Valores de 1934 sólo establece que el que ha de ser rotado es el socio a cargo de un determinado cliente que está siendo auditado cada cinco años; no se habla de los auditores o contadores que lo ayuden o trabajen con él. Se ha hablado mucho sobre estos períodos de tiempo, toda vez que los auditores han expresado en repetidas ocasiones que la rotación de tres años hace que los equipos de auditoría no se adecuen ni lleguen a conocer lo suficiente al cliente para poder realizar de forma más eficaz las auditorías o exámenes.

Aprobaciones de las Juntas de Auditoría. Se da un hecho curioso: la Ley SOX modificó artículos de la Ley de Valores de 1934 sobre las autorizaciones de los Comités de Auditoría de las empresas auditadas y registradas ante el *Securities and Exchange Commission* para contratar los servicios de firmas contables o auditoras. Pero este tipo de autorizaciones - tan necesarias como importantes para la empresa - no aparece en el Decreto Ley No.1 de 1999 ni en los Acuerdos No.2-2000 ni No.8-2000 que versan sobre la presentación de los estados financieros ante la CNV. Lo interesante es que la norma que habla y desarrolla este tema es el Acuerdo No.12-2003 sobre los principios de gobierno corporativo... normas de voluntaria aceptación y no obligatorias.

[398] Se refiere a la Junta Directiva de la PCAOB (Public Company Accounting Oversight Board), entidad supervisora de los contadores públicos creada por la Ley Sarbanes-Oxley en 2002.
[399] *ABA Commission On Multidisciplinary Practice - Report To The House Of Delegates – July 2000* - http://www.abanet.org/cpr/mdp/mdpfinalrep2000.html

Conclusión.

Creemos que las circunstancias que propiciaron la creación de la Ley Sarbanes-Oxley no fueron episódicas y que todavía se dan años después. Pero, tal y como lo han dicho muchos críticos de la Ley SOX, todavía queda mucho por decir y hacer en torno a esta ley y su implementación; los elevados costos de insertación e implementación en las empresas registradas ha hecho que muchas empresas se desregistren del SEC y se regresen al lado privado.[400]

En este sentido pensamos que la Comisión Nacional de Valores debe hacer una revisión del Acuerdo No.8-2000 e incluir las normas que se encuentran en el Acuerdo12-2003.

[400] JOHNSON, Carrie: Public Companies Complain to SEC About Audit Costs. Washington Post, 9 de abril de 2005.

ASPECTOS JURÍDICOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO EN PANAMÁ[401]

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Vicepresidente
Comisión Nacional de Valores (CNV)
Ex Comisionado Presidente 2001-20O4

El gobierno corporativo (GC) es un tema novedoso en materia jurídica en Panamá. Las normas que debieran contemplar el GC en el derecho panameño son: El código de comercio (ley 2 de 1916 CC), la ley de sociedades anónimas (ley 32 de 1927 LSA) y el decreto ley 1 de 1999 (DL.l. 1/99) por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV) y se regula el mercado de valores en Panamá. Ninguna de las normas citadas contempla expresamente el GC.

Desde el punto de vista jurídico el concepto GC únicamente se define en dos normas. El Acuerdo 12-2003 dictado por la CNV [402] y el Acuerdo 4-2001 dictado por la Superintendencia de Bancos (SB). La primera norma se dirige a las empresas que tengan valores registrados en la CNV. La segunda norma se dirige a los bancos con licencia expedida por la SB. El Acuerdo 12-2003 tiene la categoría de reglamento conforme lo dispuesto en el artículo 1 del DL 1/99 y con los efectos jurídicos que establece el artículo 10 del DL 1/99. La no revelación de información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de los principios de GC recomendados, o la revelación falsa o engañosa de dicha información[403] genera responsabilidad administrativa (artículo 208 DL 1/99), y eventualmente responsabilidad civil (artículo 204 D 1/99).

Existen dos normas jurídicas que hacen mención, sin definirlo, al concepto de GC. Una de estas normas es el Decreto ley 4 de 18 de enero de 2006, norma reguladora[404] del Banco Nacional de Panamá. El artículo14 numeral 18 del mencionado Decreto ley

---

[401] Trabajo presentado en la VII mesa redonda latinoamericana sobre gobierno corporativo organizada por la OCDE, Banco Mundial, y CNV de Argentina. Buenos Aires, Argentina. 22 y 23 de junio de 2006. Publicado en Revista Jurídica de la Procuraduría de la Administración de Panamá.

[402] Acuerdo No.12-2003 de 11 de noviembre de 2003, por el cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores y se modifican los Acuerdos 6-2000 de 19 de mayo de 2000 y 18-2000 de 11 de octubre de 2000 publicado en la Gaceta Oficial 24,940 de 3 de diciembre de 2003. Ver la Opinión de la CNV No. 11-2004. Para mayor información sobre los antecedentes e historia del Acuerdo 12-2003 ver: Carlos A. Barsallo P. **Gobierno Corporativo en Panamá** en **Compilación de artículos sobre regulación y funcionamiento del mercado de Valores en Panamá.** Febrero 2006.

[403] Las guías y principios de buen gobierno cuya adopción recomienda la CNV son de voluntaria observancia por parte de los emisores registrados. No obstante lo anterior, los emisores registrados quedan sujetos al deber de revelación establecido en el artículo 5 del Acuerdo 12-2003 que hace obligatoria la revelación de la información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de procedimientos corporativos cónsonos con los principios internacionales sobre GC promovidos por el Acuerdo 12-2003. La información se considera de *importancia* conforme dispone el artículo 1 del DL 1/99 y los efectos que dicho concepto conlleva en cuanto relevación de información falsa o engañosa o la omisión de información (artículo 200 DL 1/99).

[404] Decreto Ley 4 de 18 de enero de 2006 que subroga la Ley 20 de 22 de abril de 1975 y se dictan otras disposiciones Gaceta Oficial 25,468

dispone que es deber y facultad de la Junta Directiva del Banco Nacional: "Establecer, cumplir y velar por la implementación y aplicación de políticas de principios de buen gobierno corporativo" Por su parte, el artículo 15 del mismo cuerpo legal hace mención de la necesidad de cumplir con los principios de GC en el tema referente a las dietas de los directores del Banco Nacional.

Otra norma jurídica que hace referencia al GC es la ley 51 de 27 de diciembre de 2005[405]. El numeral 5 del artículo 108 de la ley 51, que regula el tema de las inversiones, señala que los fondos de la Caja de Seguro Social, podrán invertirse, en títulos de deuda o valores de renta fija de empresas que tengan adoptadas formalmente reglas de buen gobierno corporativo.[406]

No existe, a la fecha, jurisprudencia panameña que haga referencia expresa al concepto GC [407]. El GC no forma parte de los programas regulares de estudios en las facultades de derecho del país.[408] En virtud de lo anterior, no es de extrañar que, el 56.9 % de los panameños señale no conocer el concepto de GC [409].

Dentro de la normativa panameña del mercado de valores el concepto GC es definido en el artículo 2 del Acuerdo 12-2003[410]. Se entiende que GC es: "El sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. La estructura del GC 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 GC 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". La definición adoptada en el Acuerdo 12-2003 se basa en la definición de GC de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). [411]

---

[405] Ley No.51 de 27 de diciembre de 2005 "Que reforma la Ley Orgánica de la Caja de Seguro Social y se dictan otras disposiciones" publicada en la Gaceta Oficial No.25453 de 28 diciembre de 2005

[406] Esta referencia a GC fue recomendada formalmente por la CNV a la CSS.

[407] Proceso sancionador que culminó en una multa administrativa impuesta por la Superintendencia de Bancos al Banco Nacional de Panamá por violación al Acuerdo 4-2001. El artículo 22 del Acuerdo 4-2001 establece sanciones por incumplimiento.

[408] Los diccionarios jurídicos usualmente tenidos como referencia en Panamá no hacen cuenta del concepto GC. Por ejemplo, Diccionario Jurídico Cabanellas.

[409] Encuesta del diario La Prensa 2003. No obstante lo anterior, es uno de los temas de los cuales más se ha escrito y estudiado en los últimos años en el derecho corporativo mundial. Ver: **Global Corporate Governance Guide 2004. Best practice in the boardroom**. Publicado por Globe White Page Ltd., obra que demuestra las profundas transformaciones que se han dado en materia de GC en el derecho corporativo comparado.

[410] En materia bancaria el artículo 2 del Acuerdo 4-2001 contempla la definición de GC para los bancos. En materia de definiciones es importante resaltar que normalmente se confunde, aun cuando se trata de conceptos distintos, el GC con otros conceptos como son la responsabilidad social, la responsabilidad social corporativa, la gobernabilidad, la ética empresarial entre otros. Ver Aldo Olcese Santonja. **Teoría y Práctica del Buen Gobierno Corporativo**. Marcial Pons. 2005. Página 31 y siguientes.

[411] La normativa panameña en materia de mercado de valores ha estado influida por la activa participación de la CNV en las mesas redondas sobre gobierno corporativo que se celebran en Latinoamérica y que son organizadas por la OCDE, el Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional. Se ha participado personalmente en la presentación del libro blanco sobre gobierno corporativo en Washington (2003), la quinta mesa redonda en Río de Janeiro (2004), la sexta mesa redonda en Lima (2005) y la séptima mesa redonda en Buenos Aires (2006).

La razón para seguir la definición de la OCDE[412] obedece a que estos principios para el gobierno de sociedades, aprobados en 1999, se han constituido a la fecha en la referencia internacional obligada para los creadores de política, inversionistas, sociedades y otros grupos de interés social a nivel mundial. La OCDE ha impulsado la agenda de gobierno corporativo y ha proporcionado directrices específicas para iniciativas legislativas y normativas tanto en los países miembros, como en los no miembros de la OCDE. El Foro de Estabilidad Financiera los ha designado como una de las 12 normas claves para los sistemas financieros sólidos. Los principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades constituyen la base fundamental del componente de GC de los informes sobre observancia de estándares y de códigos (ROSC) del Banco Mundial (BM). En 2004, la CNV solicitó al BM que condujera una evaluación sobre la situación del GC en Panamá (ROSC). [413]

El reporte concluyó que, si bien en Panamá se ha progresado mucho con la adopción de la normativa de mercado de valores en 1999 (Dl 1/99), las reformas en materia de GC están aún en su etapa inicial. El reporte indica expresamente que se considera necesario fortalecer el GC ya que es un ingrediente *"esencial para promover altos estándares y salvaguardar la reputación del mercado de capitales panameño entre los inversionistas."*

Las cinco grandes áreas de los principios sobre GC de conformidad con los principios de la OCDE y que se cubren en el Acuerdo 12-2003 de la CNV son: I. Los derechos de los accionistas; II. El tratamiento equitativo de los accionistas; III. El rol de todas partes interesadas en el GC.; IV. La revelación y transparencia, y V. Las responsabilidades de la Junta Directiva.

En el caso del derecho panameño de conformidad con la evaluación efectuada por el BM se considera que de los 23 principios de GC de la OCDE, 3 principios se consideran Observados, 9 principios se consideran Ampliamente Observados, 7 principios se consideran Parcialmente Observados y 4 principios se consideran Materialmente No Observados[414]:

---

[412] Una definición completa sobre el concepto GC la encontramos en Aldo Olcese Santonja. Ob. Cit. Página 35. "..El CG comprenderá la publicación y la información a los accionistas de las decisiones relevantes que los directivos toman en el seno de la empresa; los derechos de los accionistas ejercidos a través de su poder de voto (derechos políticos), la regulación del funcionamiento de las Juntas de accionistas y del consejo de administración y los procedimientos para la toma de decisiones, su objeto social; las relaciones del socio con la empresa (derechos y obligaciones), la forma de liquidación o disolución de la misma, y otras. En suma, todos los aspectos relativos a la empresa como sociedad o persona jurídica".

[413] ROSC Junio de 2004. Los resultados se encuentra disponibles en la Sección especial sobre gobierno corporativo que mantiene la CNV en su página Web. La dirección en Internet es: www.conaval.gob.pa

[414] Para mejor comprensión se definen los siguientes conceptos: **Observado** significa que los criterios esenciales se cumplen sin deficiencias significativas. **Ampliamente observado** significa que se observan omisiones menores, pero no se generan dudas sobre la habilidad de la autoridades y su intención para el cumplimento completo en el corto plazo. **Parcialmente observado** significa que aun cuando el marco legal y la regulación cumplen con el principio evaluado, las prácticas y el cumplimento divergen. **Materialmente no observado** significa que a pesar del progreso, las omisiones son tales que generan dudas sobre la habilidad de las autoridades de alcanzar el cumplimiento. **No observado** significa que no se ha efectuado un progreso sustancial dirigido a la observancia.

Ante los resultados anteriores, el informe sobre la evaluación del GC en Panamá recomienda concretamente lo siguiente: 1. Alcanzar un nivel suficiente de revelación en la práctica que permita identificar en los reportes anuales a los propietarios efectivos de las empresas públicas y su porcentaje accionario. 2. Simplificar las diversas acciones y medidas que puedan tomar los accionistas, incluyendo dar un rol más activo al regulador de valores, de manera que se permita a los accionistas impugnar de forma más eficiente y eficaz las decisiones corporativas. 3. La creación para las empresas públicas de mecanismos efectivos de vigilancia. 4. El restablecimiento de la regulación referente a solicitudes de poderes de votos y que se requiera a las empresas públicas que brinden suficiente información a los accionistas para que estos tomen decisiones que requieran su voto debidamente informados[415]. 5. El establecimiento con carácter obligatorio de un comité de auditoria para las empresas públicas.[416] 6. El establecimiento de más claros deberes fiduciarios y responsabilidades para los directores de las empresas públicas[417] y 7. La disponibilidad de entrenamiento relevante y útil para los miembros de las juntas directivas. El informe también recomienda fortalecer la habilidad del regulador para emitir y hacer cumplir acuerdos que afecten a las empresas públicas, sus juntas directivas, sus accionistas y una supervisión más estricta sobre la calidad de la revelación.

El tratamiento futuro del GC en Panamá pasa por el entendimiento de la realidad corporativa panameña. Panamá posee una LSA extremadamente liberal, concebida para brindar atributos propios de la sociedad anónima tales como, la limitación de las responsabilidad de los accionistas (artículo 39 LSA), la personalidad jurídica independiente (artículo 251 CC) y la libre transmisión de las acciones (artículo 32 LSA) sin mayores protecciones, ni pensando en los accionistas minoritarios, que no sean aquellas que se puedan establecer en el pacto social, el cual será usualmente preparado por el o los accionistas fundadores.[418]

Se considera que no existe deseo, ni voluntad, de reformar la LSA[419] con miras a brindar mayor protección a los accionistas minoritarios ya que dicha ley está diseñada para

---

[415] Mediante Fallo de 24 de mayo de 2003 la Corte Suprema de Justicia-Pleno declaró inconstitucional el Acuerdo 16 de 21 de septiembre de 2000 expedido por la CNV y por el cual *se* adoptaba el procedimiento de distribución y uso de las solicitudes de poderes de voto, autorización y consentimiento. Dicho acuerdo desarrollaba el artículo 91 del DL 1/99.
[416] Ver Artículos 10 a 14 del Acuerdo 12-2003 en lo referente al comité de auditoria. En materia bancaria el Acuerdo 4-2001 (artículo 11) requiere obligatoriamente a los bancos un comité de auditoria.
[417] Ver artículo 6 Acuerdo 12-2003.
[418] "Nuestra ley de sociedades anónimas, prácticamente no reconoce ningún derecho a los accionistas." Ricardo Durling. La Sociedad Anónima en Panamá. Panamá 1986. Página 256. El derecho a nombrar mandatario es el único que consagra la LSA (artículo 47).El derecho preferente a suscribir acciones contemplado en el artículo 13 de la LSA es relativo ya que el pacto social puede disponer otra cosa. Los derechos que poseen los accionistas en la sociedad anónima panameña fueron consagrados en el CC mediante el restablecimiento de la vigencia de algunas normas del CC para las sociedades anónimas. (Ley 9 de 1946). En el derecho panameño del año 1927, año de adopción de la LSA, hasta al año 1946, con la adopción de la ley 9 de 1946 se carecía de normas consideradas básicas en materia de gobierno societario, tales como la impugnación de acuerdos sociales (artículo 418 CC), el derecho a pedir nombramiento de revisores (artículo 425 CC) y el derecho a solicitar la disolución de la sociedad (artículo 524 CC)
[419] Informe ROSC Panamá. Junio 2004.

proveer máxima flexibilidad para las sociedades anónimas offshore. Frente a éste, definido y poco prometedor escenario para los accionistas minoritarios (que escapa del ámbito jurídico, al ser un tema de política pública) se plantea como paliativo que en el derecho del mercado de valores se den las reformas para que las empresas públicas sean sujetas a mejores normas de GC. De esta manera se busca generar mayor confianza por parte de los inversionistas.

El derecho comparado demuestra que el concepto GC avanza de forma importante. Se aspira a alcanzar a las empresas no cotizadas[420] y el GC ha alcanzado ya al sector público. El derecho societario panameño y la administración de empresas estatales se encuentran en este sentido muy rezagados. En materia de empresas estatales, las normas sobre GC buscan aplicarse también a las empresas controladas por el Estado, aquellas en las cuales éste tiene una participación y a los propios reguladores públicos.

De conformidad con la experiencia acumulada por organismos internacionales, las prácticas de buen gobierno de agencias reguladoras son: Independencia, Responsabilidad, Transparencia e Integridad.[421]. Este ángulo, tan necesario en atención a la privatizaciones llevadas a cabo en el pasado, tampoco es muy conocido, ni tiene sustento normativo, en Panamá.[422]. Se hace necesaria una reforma legal integral, en aras de adecuar nuestro derecho.

[420] La OCDE ha dictado principios de buen gobierno para las empresas estatales.
[421] Carlos A. Barsallo P. El Buen Gobierno de las Agencias reguladoras y supervisoras en Ob. Cit. En estos conceptos se encuentra incluido expresamente el importante principio de rendición de cuentas por parte de los entes públicos.
[422] Con excepción de las novedades introducidas mediante el Decreto ley 4 de 2006.

INFORME SOBRE LA OBSERVANCIA DE LAS NORMAS Y CÓDIGOS (ROSC) [423]
Evaluación del Gobierno Corporativo del País

PANAMÁ
Junio de 2004

Informe Traducido por Dinorah María Tijerino Acosta.
Licencia No. 95 de 18 de abril de 1995.

I. Resumen Ejecutivo
II. Mercados de Capitales y Marco Institucional
III. Revisión de los Principios del Gobierno Corporativo
IV. Resumen sobre las Recomendaciones de las Políticas a Seguir
V. Anexos

A. Resumen sobre la Observancia de los Principios del Gobierno Corporativo de la *Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico* (OCDE)
B. Resumen sobre las Recomendaciones de las Políticas a Seguir
C. Información sobre el Mercado
D. La Corte Cuestiona las Potestades Normativas de la *Comisión Nacional de Valores* (CNV).
E. Resumen sobre el Acuerdo No. 12-2003

Esta evaluación del Gobierno Corporativo se realizó como parte del programa conjunto entre el Banco Mundial (BM) y el *Fondo Monetario Internacional* (IMF, por sus siglas en inglés - International Monetary Fund) acerca de los *Informes sobre la Observancia de Normas y Códigos* (ROSC, por sus siglas en inglés - Report on the Observance of Standards and Codes) . El informe evalúa de manera comparativa la observancia del gobierno corporativo del país frente a los principios de la OCDE del Gobierno Corporativo, basándose en una plantilla creada por el Banco Mundial. Esta evaluación fue llevada a cabo sobre el principio fundamental de una plantilla preparada por el bufete panameño de abogados Sucre, Arias y Reyes para el Banco Mundial. Nuestros agradecimientos se deben hacer extensivos al Ministerio de Economía y Finanzas, la *Comisión Nacional de Valores* (CNV), la *Superintendencia de Bancos*, la *Bolsa de Valores de Panamá,* destacados expertos en asuntos legales, contables y de auditoría, grupos de emisores del mercado de capital, gerentes de los fondos de jubilación, académicos, inversionistas, y partes interesadas. El informe final fue redactado por Mierta Capaul y Tatiana Nenova del Departamento de Clima para la Inversión (Investment Climate) del Banco Mundial. El 17 de junio del 2004, el Ministerio de Economía y Finanzas autorizó la publicación sobre la evaluación del ROSC.

[423] Infomre Traducido por Dinorah María Tijerino Acosta. Licencia No. 95 de 18 de abril de 1995.

I. RESUMEN EJECUTIVO

Este informe ofrece una evaluación del marco de la política del gobierno corporativo y la aplicación y cumplimiento de las prácticas en Panamá. Desde la preparación de las nuevas Leyes Bancarias y de Valores a finales de los años 90 ha habido un gran avance. Por ejemplo, antes de 1999, la única divulgación de información que se solicitaba a las empresas registradas era la emisión de los prospectos. Hoy día, la calidad de la presentación periódica de informes se está acercando a la buena práctica internacional. Aún cuando la reforma del gobierno corporativo se encuentra todavía en su etapa inicial, es un elemento importante para impulsar altos estándares y proteger la reputación de los mercados de capitales panameños entre los inversionistas.

Los problemas principales se deben al predominio de los bancos.[424] Debido al abundante financiamiento de deuda, hay poca necesidad para financiamiento de capital. Además, los inversionistas institucionales están ausentes, en gran medida, del mercado accionario. La ley principal relacionada con las sociedades registradas se basa en las leyes de EE.UU. y es sofisticada, aunque mal aplicada. La Ley de Sociedades de 1927 se diseñó para ofrecerle a las compañías transnacionales una gran flexibilidad. Debido a la renuencia a hacer que la Ley sobre Sociedad sea más rígida, se podría fortalecer la Ley de Valores para aquellas empresas registradas, los requerimientos de propiedad y divulgación, así como también los derechos de las minorías en general. Aunque la confección de esta ley es competencia del regulador de valores, a la *Comisión Nacional de Valores* (CNV) se le ha cuestionado exitosamente en los tribunales su autoridad para reglamentar a los emisores, estableciendo así un precedente peligroso y entorpeciendo su habilidad para hacer cumplir la ley y promulgar las reglas y acuerdos.[425] Por ejemplo, el Acuerdo 16-2000 sobre la solicitud de poder de votos, debido a una controversia sobre la autoridad o derecho de la CNV para reglamentar el asunto, fue declarado inconstitucional en el año 2002. Cuando en el año 2005 se vean obligados a anunciar su conformidad con las Guías de Gobierno Corporativo, los emisores también han amenazado con cuestionar legalmente el acuerdo 12-2003, que trata sobre las *Guías Panameñas sobre Gobierno Corporativo*.[426]

El informe recomienda: (1) tener en la práctica un nivel suficiente para divulgar información que permita identificar los propietarios efectivos y sus inversiones exactas en el informe anual;[427] (2) una indemnización simplificada del accionista, incluyendo

---

[424] Los activos del sector bancario representan el 278 por ciento del PIB. Fuente: Superintendencia de Bancos, *Sistema Bancario de Panamá*, 2004.

[425] Encontrará información más detallada en el Anexo D, "La Corte Cuestiona las Potestades Normativas de la CNV".

[426] Resumido en el Anexo E. El acuerdo 12-2003 es un conjunto voluntario de guías y recomendaciones emitidas por el regulador de valores. Para propósitos de brevedad, este informe se refiere a este acuerdo como las "Guías".

[427] Las mejores prácticas internacionales exigen la divulgación de todos los dueños con un mínimo del 5 ó 10 por ciento.

un papel más activo para el regulador, de manera que permita a los accionistas cuestionar las decisiones tomadas por la sociedad; (3) la creación de un mecanismo efectivo de fiscalización de auditoría; (4) volver a presentar el acuerdo sobre la solicitud de poder de voto, solicitando que se brinde suficiente información a los accionistas para que voten tomando decisiones basadas en esta información; (5) comités obligatorios de auditoría para todas las sociedades registradas; (6) deberes y responsabilidades fiduciarias más transparentes de los directores; y (7) la disponibilidad para capacitar apropiada y provechosamente a los miembros de la Junta. El informe también propone fortalecer la facultad del regulador de valores para promulgar y hacer cumplir las regulaciones en las empresas registradas, sus juntas directivas y accionistas y una supervisión más estricta de la calidad de divulgación.

II. MERCADOS DE CAPITALES Y MARCO INSTITUCIONAL

Cuando se compara Panamá con otros países latinoamericanos, su Bolsa de Valores es pequeña e ilíquida, con una capitalización bursátil de US$ 3.2 billones, o del treinta y ocho por ciento (38%) del Producto Interno Bruto (PIB) en el año 2003.[428] Los listados en Bolsa están dominados por los bancos y compañías de seguros. La *Bolsa de Valores de Panamá* (BVP) es la bolsa de valores del país. A partir del 7 de abril del 2004, veinticinco (25) de las 41,190 compañías que operan en Panamá listaron sus acciones ordinarias; diez (10) de éstas no hicieron negocios durante el año 2003.[429] El mercado está muy concentrado - los diez (10) valores más grandes representan el ochenta y nueve por ciento (89%) de capitalización bursátil y noventa y dos por ciento (92%) para el volumen de negociación.[430] *El free float* (flotación limpia) fue bastante baja, con un promedio de aproximadamente diez por ciento (10%). Desde el año 2002 no se han listado empresas nuevas. En el 2003, una empresa emitió acciones; en los últimos cinco años se hizo un total de ocho (8) emisiones. Por otro lado, hasta ahora en el 2004, tres (3) empresas fueron eliminadas de la lista oficial de valores de la Bolsa, y desde el 2000, catorce (14) han cancelado su registro con la CNV. El motivo principal para ser eliminadas de la lista oficial de valores de la Bolsa surge de las transacciones de "convertirse en privadas" después de ser absorbidas por compañías internacionales. Como resultado del registro y listado en Bolsa, las empresas tienen acceso a beneficios fiscales importantes.[431]

---

[428] El PIB del 2003 fue de US$ 12.887 billones (Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas). Encontrará información más detallada en el Anexo C sobre estadísticas adicionales del mercado panameño y regional.

[429] Censo Económico Nacional, Contraloría General de la República, 2000.

[430] Fuente: BVP, abril del 2004.

[431] Las firmas registradas no pagan ganancias de capital, dividendos ni impuestos complementarios. Para estar listadas en Bolsa, las empresas necesitan estar registradas.

El sector empresarial se distingue por la participación familiar concentrada. Todavía, muchas empresas están controladas y administradas por sus primeros fundadores. Generalmente, los pequeños accionistas están asociados al grupo que controla la empresa. Probablemente en los próximos años, los sucesores de la segunda y tercera generación afrontarán problemas de control y autoridad. En el sector bancario, las estructuras tipo pirámides son muy comunes, y éstas cubren compañías aseguradoras, fondos de jubilación e inversión y otras empresas financieras. En última instancia, los grupos están controlados por un puñado de individuos y familias. Esto da lugar a que se creen posibles conflictos de interés y financiamientos relacionados. Los bancos no son tenedores importantes de bloques de acciones fuera de las tenencias de su grupo. En 1993, se crearon los fondos privados de jubilación como parte complementaria del sistema del Seguro Social.[432] Los gerentes de las dos compañías más grandes de fondos de jubilación, *Progreso* y *Profuturo*, administran estos fondos, los fondos de cesantía[433], la prima de antigüedad[434], y una parte de los fondos de jubilación de los empleados públicos[435] (US$ 217 millones y US$ 186 millones respectivamente).[436] El patrimonio local listado representa sólo el cuatro por ciento (4%) del portafolio de *Profuturo* y casi nada del de *Progreso*.

El marco legal se basa en el derecho civil, adoptando, con frecuencia, partes de la legislación estadounidense. Las principales leyes relacionadas con el gobierno corporativo son el *Código de Comercio* (Ley No. 2 de 1916, CC[437]), la *Ley sobre Sociedades* (Ley No. 32 de 1927, basada en el Código de Delaware de 1927, LS) y la *Ley de Valores* (Decreto-Ley No. 1 de 1999, basada en la Ley del Mercado de Valores de los EE.UU., LV).[438] El Código de Comercio (CC) establece las formas básicas para la empresa.[439] La Ley sobre Sociedades (LS) reglamenta la formación y liquidación de las sociedades, así como también sus órganos responsables y los documentos que rigen sus normas, y desde 1927 no ha sido reformada en gran medida. Considerando su actualización, el Decreto-Ley 5 de 1997 presenta modificaciones técnicas al CC, a la LS y LV, pero pocos cambios importantes.[440] La Ley de Valores (LV) reglamenta los valores ofrecidos públicamente, intermediarios financieros y otros participantes del mercado, compensación y liquidación de valores, fondos de inversión colectiva, fondos de inversión y fondos de jubilación. También incluye las reglamentaciones en la

---

[432] Ley 10 de 1993
[433] Pay funds
[434] Seniority bonuses
[435] SIACAP - Sistema de Ahorro y Capitalización de Pensiones de los Servidores Públicos.
[436] A la CSS (Fondo del Seguro Social) no le está permitido invertir en el mercado de valores.
[437] Según fue modificado por la Ley No. 9 de 1946, Decreto-Ley No. 5 de 1997.
[438] Según fue elaborado aún mas en las Regulaciones (*Acuerdos*) para la LV.
[439] La sociedad anónima (SA), la sociedad de responsabilidad limitada, y varias formas de asociación.
[440] La ley permite, por ejemplo, el mantenimiento electrónico del registro de acciones de las empresas, así como también la presencia de los accionistas en la AAA mediante el uso de medios electrónicos en lugar de estar en persona en la asamblea. También permite a las empresas, en lugar de individuos, ser miembros de la Junta.

divulgación de la propiedad de los emisores, divulgación financiera, normas contables,[441] *ofertas públicas de adquisición* (OPA) de una empresa, y uso indebido de información privilegiada. Finalmente, cubre algunos derechos específicos de las minorías, por ejemplo, los mecanismos de divulgación de las transacciones de las partes relacionadas, responsabilidad del director e indemnización para las minorías.[442] Los dos organismos reguladores principales que supervisan los mercados financieros son la *Superintendencia de Bancos* y el regulador del mercado de valores, la CNV.[443] La CNV reglamenta las ofertas y otorga licencias a la BVP, la central de valores *Central Latinoamericana de Valores, S.A.* (LatinClear), casas de valores, analistas y asesores de inversiones y empresas de inversiones. También, analiza, supervisa y controla las actividades de aquéllos que se encuentran involucrados en el mercado de valores. La facultad que tiene la CNV para reglamentar la LV ha sido cuestionada exitosamente en los tribunales.[444] La BVP es una sociedad registrada comercial y una *Organización Auto-Regulada* (SRO, por sus siglas en inglés - Self-Regulatory Organization). Además de los requerimientos solicitados por la CNV, no existen reglas para los listados en Bolsa. LatinClear reglamenta el depósito, custodia, compensación y liquidación de los valores listados en Bolsa.

La CNV es un organismo oficial y autónomo que se encuentra bajo la jurisdicción del Ministerio de Economía y Finanzas. El Ejecutivo nombra a los tres Comisionados, y solamente la Suprema Corte de Justicia puede destituirlos de sus cargos. La duración de su período es de cinco (5) años. La CNV presenta informes anuales a la Asamblea Legislativa mientras que la Contraloría General es el organismo que le hace la auditoría. Cuenta con cuarenta y seis (46) empleados.[445] La CNV presenta su presupuesto anual al Ministerio de Economía y Finanzas y a la Asamblea. Sus ganancias cubren el cincuenta por ciento (50%) de su presupuesto.

La CNV tiene completa autoridad para investigar, acceder documentos de cualquier organismo registrado y la potestad para obtener declaraciones juradas de los participantes, siempre que existan razones bien fundadas para creer que se han violado los términos de la LV o sus regulaciones. La CNV puede comenzar una investigación administrativa e imponer multas de hasta US$ 100,000 por una sola violación y hasta

---

[441] El Artículo 8(5) exige que la CNV defina el formato y contenido de la divulgación de información financiera, para decidir cuales son las normas contables aceptables para preparar los estados financieros, y para adoptar las normas que establezcan la independencia de los auditores

[442] Decreto Ley No. 247 de 1970, en vigencia conforme a la actual LV, derechos de la minoría especificados.

[443] La *Superintendencia de Seguros y Reaseguros* supervisa a las compañías de seguros.

[444] La CNV puede emitir *Acuerdos* (que son obligatorios), *Opiniones* (que son interpretaciones legales no-obligatorias) y *Resoluciones* (que son decisiones tomadas por la CNV sobre asuntos específicos, por ejemplo, otorgar la licencia a un corredor de valores o la imposición de multas).

[445] En comparación, la Superintendencia de Bancos tiene 251 empleados. Los salarios en la CNV son muchísimo más bajos que aquéllos para posiciones iguales en el sector privado.

de US$ 1 millón de dólares por violaciones múltiples en una sola transacción o en una serie de transacciones relacionadas.[446] La CNV puede suspender la negociación o cancelar el registro de cualquier emisor. También está obligada a informar a la Procuraduría General de la Nación sobre los fraudes y uso indebido de información privilegiada y será entonces la Procuraduría quien entablará las acusaciones de delito criminal. Todas las operaciones son supervisadas por el brazo de cumplimiento de la BVP (dos miembros en su personal). La BVP puede y de hecho suspende la negociación (principalmente para una revelación tardía) y puede cancelar el listado a una compañía de la lista oficial de valores de la Bolsa, aunque en muy pocas ocasiones utiliza esta última potestad.

Las Guías del Gobierno Corporativo emitidas por la CNV entrarán en vigencia en el año 2005, según los términos que cumpla y explique.[447] Los Acuerdos No. 4-2001 y 1-2002, emitidos por la Superintendencia de Bancos, reglamenta el gobierno corporativo de los bancos. La mayoría de las regulaciones son voluntarias, los dos requisitos obligatorios para los bancos son la creación de un comité de auditoría y una posición de gestión de riesgo. La *Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresas* es una *Organización No-Gubernamental* (ONG) que ha impulsado la ética comercial en el sector privado.

III. REVISIÓN DE LOS PRINCIPIOS DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Esta sección evalúa el cumplimiento de Panamá con cada Principio de la OCDE referentes al Gobierno Corporativo. Siempre que no se cumpla con el Principio se ofrecen recomendaciones de la política a seguir.[448] Aunque los Principios se relacionan con las sociedades registradas, las recomendaciones pueden ser útiles para todas las empresas (SA).

---

[446] Las diez multas más grandes impuestas desde su nacimiento han sido rebatidas activamente ante los tribunales, y no se han pagado ninguna de ellas. En los tribunales se ha rebatido el derecho de la CNV para imponer multas a la administración, directores y accionistas principales. No obstante, no se ha emitido juicio alguno (encontrará información más detallada en el Anexo D, "La Corte Cuestiona las Potestades Normativas de la CNV").

[447] Acuerdo No. 12-2003. Para las nuevas ediciones, las Guías ya están en vigencia.

[448] **Se cumple** significa que se cumplen todos los criterios importantes sin fallas significativas. **Cumplida en su mayor parte** significa que sólo se produjeron pequeñas anomalías, lo que no plantea preguntas sobre la capacidad de las autoridades e intenta que se cumpla totalmente en un corto plazo. **Cumplida parcialmente** significa que mientras el marco legal y regulador cumplen con el Principio, las prácticas y la ejecución se desvían de su curso. **Materialmente no se cumple** significa que, a pesar del avance, existen suficiente anomalías como para hacer dudar sobre la capacidad de las autoridades para lograr que se cumplan los propósitos de la empresa. **No se cumplen** significa que no se ha logrado un gran avance para hacer cumplir los principios y prácticas de la empresa.

Sección I: Derechos de los Accionistas

Principio IA: El marco del gobierno corporativo debe proteger los derechos de los accionistas. Los derechos básicos de los accionistas incluyen el derecho a: (1) métodos seguros para registrar la propiedad de acciones; (2) traspaso o transferencia de acciones; (3) obtener información importante sobre la sociedad en términos oportunos y regulares; (4) participar y votar en las asambleas generales de accionistas; (5) elegir los miembros de la Junta Directiva; y (6) compartir las ganancias de la sociedad.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Métodos seguros para registrar la propiedad de acciones. Las acciones de las sociedades registradas están registradas al 100 por ciento.[449] Esto no significa que éstas mantienen el nombre del último dueño, generalmente, las acciones están registradas con el nombre del depositario (por ejemplo, el corredor de valores). Para aquellas acciones depositadas con LatinClear, el libro de ingreso del corredor de valores que ejecuta la negociación certifica la propiedad legal de las acciones.[450] Las acciones que no han sido depositadas con LatinClear se registran en el registro de acciones de la empresa.[451] En este caso, en el registro de acciones de la compañía aparece LatinClear como el propietario del registro y el corredor de valores como el nominee. Solo el diez por ciento (10%) de las acciones se encuentran depositadas en LatinClear.

Traspaso o transferencia de acciones. Las acciones listadas deben poder ser transferidas libremente. LatinClear debe compensar y liquidar los valores negociados en la BVP. LatinClear compensa y liquida las transacciones en DVP3 (Delivery versus Payment - Entrega contra Pago) en T+3[452], no obstante, no ofrece la renovación de la obligación. A los extranjeros no se les permite poseer ni mantener acciones o actuar como directores en las compañías minoristas.[453]

[449] La LS permite los tenedores y acciones registradas.
[450] *Régimen de Tenencia Indirecta*.
[451] De acuerdo con la Sección 36 de la LS, toda sociedad tiene la obligación de mantener un libro mayor de las acciones, en donde se listen los nombres de todos los accionistas de la empresa, su domicilio, número de acciones correspondiente a cada uno, fecha de compra y monto pagado. Además, en caso que exista una participación mayoritaria, las empresas tienen la obligación de mantener un registro de las tenencias indirectas a nivel de los propietarios efectivos. No es obligatorio incluir dicha información en el registro de las acciones.
[452] Más de la mitad de todas las transferencias ocurren fuera del mercado de valores (1,395 de 2,254 transacciones en el 2003). Fuente: LatinClear.
[453] Esta restricción se debe a una limitación constitucional que reserva el comercio al por menor sólo para los panameños – una restricción que no se extiende hasta cualquier sociedad involucrada en el negocio de ofrecer servicios de cualquier naturaleza.

Obtener información importante sobre la sociedad en términos oportunos y regulares. Las empresas divulgan, en forma periódica y continua, la información a la CNV, la cual a su vez es suministrada al público si así se lo solicitasen, y muy pronto estará disponible en la Web. Por lo general, las empresas no distribuyen su informe anual a los accionistas antes del día de la Asamblea Anual de Accionistas (AAA).[454]

Participar y votar en las asambleas generales de accionistas. Los estatutos no obligan a las empresas a celebrar una AAA, pero en la práctica las sociedades registradas celebran dichas Asambleas.

Elegir los miembros de la Junta Directiva. La LS no reglamenta la elección de los directores. *Ex-Ante*, no se presenta la información de los directores recién nominados. Generalmente, se mantiene un solo voto para toda la lista de candidatos elegibles para directores propuestos por la Junta Directiva durante la AAA. La ley permite el voto acumulativo, siempre y cuando esté establecido en el pacto social.[455] Actualmente no es común que existan disposiciones de votación acumulativa.[456] Los accionistas pueden nominar a los directores durante la AAA sin hacer un anuncio previo - si esto pasase, se realizará una votación usando papeletas. Una mayoría de accionistas puede destituir a los directores.

Compartir las ganancias de la sociedad. Los accionistas no proponen cómo se distribuyen las ganancias ni aprueban los dividendos. No existe una norma escrita que establezca un pago mínimo del dividendo.

<u>*Recomendaciones de la política a seguir:*</u> A las sociedades registradas se les debe exigir que celebren una AAA. Los estados financieros deben estar disponibles con bastante antelación a la AAA, de manera que los accionistas tengan suficiente tiempo para tomar una decisión bien fundada para analizar si los estados financieros reflejan una situación verdadera y aceptable. La ley debe especificar la manera en que se eligen los directores. Los accionistas no deben tener la opción para proponer un director durante la asamblea sin antes hacer un anuncio previo al respecto.

---

[454] Generalmente, no está disponible hasta dos o tres días antes de la reunión.

[455] La votación acumulativa permite a los accionistas minoritarios emitir todos sus votos para un solo candidato. Asuma que una sociedad que cotiza en la Bolsa tiene dos accionistas, uno tiene el ochenta por ciento (80%) de los votos y el otro veinte por ciento (20%). Se necesitan elegir cinco (5) directores. Si no hay una norma de votación acumulativa establecida, cada accionista tendrá que votar en forma separada para elegir a cada director. El accionista mayoritario obtendrá todos los cinco asientos, puesto que cada vez, el/ella ganará sobre el accionista minoritario en una proporción de 80:20. Con la votación acumulativa, el accionista minoritario puede decidir cómo colocar sus votos. La mejor estrategia sería tomar todos sus votos (cinco veces 20 por ciento) y emitir todos los votos para un solo miembro de la Junta. El accionista minoritario entonces ganaría esa curul.

[456] *Aseguradora del Atlántico* (ADELA) tiene una disposición de votación acumulativa.

La información sobre los directores recién nominados debe estar disponible para los accionistas antes de celebrarse la AAA.

Principio IB: Los accionistas tienen el derecho de participar en, y estar suficientemente informados sobre, las decisiones relacionadas con los cambios básicos corporativos tales como: (1) modificaciones a los documentos que rigen las normas de la empresa; (2) la autorización de acciones adicionales; y (3) transacciones extraordinarias que de hecho resulten en la venta de la empresa.

Evaluación: Cumplida parcialmente
Descripción de la práctica: La decisión sobre los cambios básicos corporativos se toma durante las *Asambleas Extraordinarias de Accionistas* (AEAs).[457] Las principales transacciones corporativas, tales como fusiones y liquidaciones y devoluciones, como también los cambios de los objetivos o negocios de la empresa necesitan la aprobación de más del cincuenta por ciento (50%) del capital en circulación.[458] La asamblea de accionistas tiene la autoridad exclusiva para modificar los estatutos,[459] no obstante, pueden delegar la autoridad a la Junta Directiva para que modifiquen los estatutos de la sociedad.[460] Aunque la asamblea de accionistas por sí sola puede autorizar los aumentos en el capital social, generalmente la Junta controla la emisión de acciones, estableciendo las condiciones del precio y pago de éstas. La ley no exige derechos de suscripción preferente. El cincuenta por ciento (50%) de los dueños de las acciones de capital social pueden aprobar grandes ventas de activos.[461]

Recomendaciones de la política a seguir: Se necesita fortalecer los derechos de aprobación del accionista para cambiar los estatutos. Los responsables de tomar las decisiones deben considerar el establecimiento de derechos de suscripción preferente.[462]

---

[457] Sección 51, LS.
[458] Secciones 74 y 81, LS.
[459] Las modificaciones a los Pactos Sociales necesitan una aprobación del cincuenta por ciento (50%) (Sección 22, Subsección b, LS).
[460] Los estatutos elaboran detalladamente los estatutos de la sociedad, pero no pueden contradecirlos. El ochenta por ciento (80%) de las empresas no tienen estatutos internos.
[461] Sección 68, LS. La ley es deficiente al no especificar la definición exacta de "grandes ventas" y no ha existido jurisprudencia en el asunto.
[462] Los derechos preferentes le dan la oportunidad a los accionistas actuales de comprar las acciones de una nueva emisión antes que sean ofrecidas a otras personas. El propósito de estos derechos es el de proteger a los accionistas antes que ocurra una reducción del valor y se debilite el control cuando se emitan nuevas acciones.

Principio IC: Los accionistas deben tener la oportunidad de participar, en forma efectiva, y votar en las asambleas generales de accionistas y deben ser informados sobre las reglas, incluyendo los procedimientos que rigen la votación. (1) A los accionistas se les debe suministrar suficiente información y en forma oportuna en todo lo relacionado con la fecha, ubicación y agenda de las asambleas generales, como también la información completa y oportuna respecto a los temas que serán discutidos en la asamblea. (2) A los accionistas se les debe dar la oportunidad de hacer preguntas a la Junta y de añadir puntos a la agenda en las asambleas generales, por supuesto que sujetas a restricciones razonables. (3) Los accionistas deben poder votar en persona o en ausencia, y los resultados deben ser igual que aquellos dados a los votos ya sea que sean emitidos en persona o en ausencia.

Evaluación: Cumplida parcialmente

Descripción de la práctica: Aunque no lo exija la ley, generalmente la AAA se celebra dentro de los tres meses del fin del año fiscal. Aquellos accionistas que tienen el cinco por ciento (5%)[463] de los votos pueden solicitar a un juzgado que convoque a una asamblea de accionistas. No existe una norma escrita para tener un quórum en la AAA o AEA. Actualmente, el promedio del quórum en las AAAs es del 60-70 por ciento.[464] (1) La notificación se debe enviar por lo menos con diez (10) días de anticipación[465] y generalmente es enviada por correo o publicada en un periódico local. La notificación incluye la hora, lugar y agenda de la asamblea.[466] Las agendas son estándares y no especifican la naturaleza real de los temas que serán discutidos en la asamblea.[467] (2) Los accionistas no pueden añadir puntos en la agenda antes de la asamblea. Aquellos temas que no están en la agenda se pueden plantear y decidir durante la AAA. Durante las AEAs, sólo se pueden discutir los temas que se encuentran en la agenda. (3) La LS permite que los estatutos establezcan reglas de votación. Muchas veces un accionista se pone de pie y presenta una propuesta para que sea aprobada por unanimidad. A no ser que un accionista o grupo se oponga a esta iniciativa, se toma la decisión mediante el conteo de las manos levantadas. En caso que surja una objeción, entonces se realiza una votación formal usando papeletas. No es necesario

[463] El Artículo 39 de la LV menciona "1/20 del capital". En la opinión de ciertos eruditos en leyes, esto se puede interpretar como un 20 por ciento.

[464] Estimado realizado por Sucre, Arias, y Reyes. Observe que el 57 por ciento (el promedio de las acciones combinadas de los tres accionistas principales de las diez sociedades más grandes que cotizan en la Bolsa) lo mantienen los accionistas mayoritarios.

[465] Sección 42, LS. Generalmente, los estatutos de la sociedad determinan los medios a través del cual se les notifica a los accionistas.

[466] Sección 40, LS.

[467] Generalmente, la agenda incluye cuatro puntos: (a) lectura del acta de la AAA anterior; (b) presentación de los estados financieros; (c) nombramiento de los miembros de la Junta de Directores; y (d) otros asuntos.

notarizar los votos del poder de voto, y los apoderados tampoco necesitan ser personas físicas y los accionistas pueden votar por teléfono, fax o cualquier otro medio electrónico.[468] La declaración del poder de voto se envía sin los estados financieros auditados, la información sobre los auditores, directores y todos los cambios básicos propuestos.

Recomendaciones de la política a seguir: Los responsables de tomar las decisiones deben considerar prolongar el período mínimo de la notificación de las asambleas a treinta (30) días (de acuerdo con las solicitudes de inversionistas internacionales).[469] Antes de la AAA se debe poder añadir puntos en la agenda, y haber distribuido la información apropiada utilizando los recursos de la empresa. Durante la AAA no se deben aprobar mociones, a no ser que éstas estuviesen en la agenda o que un cien por ciento (100%) de los accionistas así lo decidiesen. Se deben prohibir puntos genéricos en la agenda, tales como "otros asuntos". Se debe volver a poner en práctica el Acuerdo 16-2000 concerniente al poder de voto. En concreto, la solicitud del poder de voto debe exigir que se envíen por correo los estados financieros auditados, la información sobre los auditores, directores y todos los cambios básicos propuestos.

Principio ID: Se deben divulgar las estructuras y arreglos del capital que permitan que ciertos accionistas obtengan un grado de control desproporcionado en su participación en el capital social.

Evaluación: Materialmente no se cumple
Descripción de la práctica: De acuerdo con la LS, se puede emitir todo tipo de acciones con derecho a voto. Actualmente, sólo existen acciones ordinarias y preferentes (sin derecho a voto). Las acciones preferentes listadas en Bolsa disfrutan del derecho a un dividendo fijo o especial, preferencia en la distribución de dividendos y en la liquidación.[470] Las cláusulas de una SA no necesitan especificar el número de acciones, ni los derechos y privilegios de cada tipo de acción.[471] Para las empresas registradas, el informe anual sólo contiene información básica sobre el número total de acciones

[468] Decreto-Ley 5 de 1998.
[469] Encontrará información más detallada en el Instituto de Finanzas Internacional, *"Políticas para el Gobierno Corporativo y Transparencia en los Mercados Emergentes", 2002.*
[470] Tres (3) bancos han optado por emitir acciones preferentes de manera que puedan cumplir con los requerimientos de capital Basle II sin debilitar el control. A partir del 2003, las acciones representan el cinco por ciento (5%) del total de capitalización del mercado y el dieciséis por ciento (16%) del volumen comercial.
[471] La Sección 2, Sub-sección 5 del LS estipula que los pactos sociales deben incluir la cantidad de acciones en cada clase, de preferencia, preferentes, facultad para votar y las restricciones o requerimientos de las acciones en cada clase. Si no se especifican esos detalles, se deben establecer en una fecha futura mediante una resolución mayoritaria de los accionistas o una resolución de una mayoría de directores.

emitidas en cada clase. La LV exige que las compañías divulguen información sobre la propiedad directa, indirecta y en combinación del veinticinco por ciento (25%) del capital, no obstante, en la práctica, no se divulga, en todo caso, más allá del primer nivel de propiedad, de manera que es imposible determinar quién fue el último dueño.[472] No se exige divulgar información sobre los acuerdo entre accionistas. Se permite recomprar las acciones propias; no se tienen que cancelar las acciones en tesorería, pero no se puede votar con ellos. [473]

Recomendaciones de la política a seguir: El informe anual debe detallar los derechos de las diferentes clases de acciones y los nombres de los propietarios efectivos sobre un cierto porcentaje del capital social, el cual en la práctica internacional está por debajo del veinticinco por ciento (25%). La responsabilidad para divulgar la información debe recaer sobre el accionista, así como también sobre la empresa. Los acuerdos entre accionistas se deben divulgar de manera que se puedan hacer cumplir en un tribunal de justicia. Después de cierto tiempo, por ejemplo, un año, se deben cancelar las acciones recompradas por la sociedad. Con respecto a las empresas registradas, en el Pacto Social se debe especificar los privilegios de cada clase de acción.

Principio IE: A los mercados para el control corporativo se les debe permitir operar en una forma eficaz y transparente.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Los grandes bloques de control se pueden adquirir del mercado en negociaciones privadas, y en el mercado mediante compras en el mercado libre, o mediante una *oferta pública de adquisición* (OPA).[474] Una OPA se debe utilizar para comprar el veinticinco por ciento (25%) o más, o para cualquier compra en donde el comprador obtenga el cincuenta por ciento (50%) o más del capital. En el momento cuando se realiza una OPA se enviará una notificación a la CNV, y una copia se entrega a la sociedad objeto y otra a la BVP. Dichos convenios necesitan una divulgación en tiempo real tales como hechos relevantes, públicamente y para la CNV. En caso de un cambio de control, negociado en privado, no se reglamenta el contenido de la divulgación del hecho relevante, pero normalmente se incluye la identidad del comprador y el precio. El uso de dispositivos anti-OPA es poco frecuente. No existen

[472] La responsabilidad de la divulgación recae en la empresa, no en los accionistas. El Acuerdo 18-2000, que se refiere al Artículo 19 de el Acuerdo 6-2000, exige la descripción del nombre, número de acciones que tiene y el porcentaje de titularidad de acciones de los propietarios efectivos que ejercen el control. El Artículo 1 de la LV define "control" como el 25 por ciento, y "propietario efectivo" como la "propiedad directa o indirecta de una persona o personas actuando conjuntamente".
[473] Reglamentada por las Secciones 15-18, LS, que establece la fuente de los fondos que serán utilizadas para recomprar las acciones.
[474] La O*ferta Pública de Acciones* (OPA) está reglamentada por los Artículos 94-103 de la LV y el Acuerdo 7-2001.

disposiciones para ser eliminados de la lista oficial de valores de la Bolsa, incluyendo disposiciones que no excluyan a los accionistas minoritarios. Desde el año 2000, ha habido menos de una docena de ofertas públicas de adquisición, todas han sido negociaciones amigables. Por ejemplo, en el año 2000 en una negociación amigable, la C.A. Beverages (CAB) le compró el control a la Coca Cola de Panamá. En el año 2002, la CAB llevó a cabo un OPA para todos los accionistas, al mismo precio por el cual compró el bloque controlador. En esta forma, la empresa adquirió 96 porciento de las acciones y fue eliminada de la lista oficial de valores de la Bolsa.

Recomendaciones de la política a seguir: Se necesita establecer un mecanismo eficiente y equitativo para ser eliminado de la lista oficial de valores de la Bolsa. Se debe considerar tomar las medidas necesarias para proteger a la minoría, especialmente establecer precios mínimos para las exclusiones de los accionistas minoritarios. Se debe elaborar detalladamente la sección OPA de la ley. A menos que los reguladores conozcan al último propietario, no se pueden hacer cumplir las regulaciones de adquisición.

Principio IF: Los accionistas, incluyendo a los inversionistas institucionales, deben considerar los costes y beneficios de ejercer su derecho a votar.

Evaluación: Materialmente no se cumple
Descripción de la práctica: La mayoría de los inversionistas minoristas están relacionados con los accionistas mayoritarios y tienden a votar con ellos. Por lo regular, los inversionistas minoristas asisten a las AAA e inician discusiones, pero no están en desacuerdo o litigan. Normalmente, los inversionistas institucionales no invierten en patrimonios panameños. El acuerdo para los fondos de jubilación[475] apenas se encuentra en su etapa inicial, y no existe una obligación general para divulgar la política de votación o para votar. En marzo del 2004 la CNV creó la unidad de pensiones.

La ley le facilita los procedimientos a los inversionistas institucionales para votar: la fecha de registro es hasta de cuarenta (40) días antes de la AAA,[476] y no se bloquean las acciones de las negociaciones.

Recomendaciones de la política a seguir: La CNV debe emitir regulaciones detalladas concernientes al funcionamiento de los fondos de jubilación, incluyendo las guías sobre cómo afrontar los conflictos de interés. Los responsables de tomar las decisiones también deben considerar un requerimiento para los fondos de manera que den a conocer sus políticas de votación.

[475] Reglamentada por la Ley 10 de 1993, tal como fue modificada por la LV.
[476] Sección 45, LS.

Sección II: Trato Equitativo de los Accionistas

Principio IIA: El marco del gobierno corporativo debe garantizar el trato equitativo de todos los accionistas, incluyendo los accionistas minoritarios y extranjeros. En caso que se violen sus derechos, se les debe dar una indemnización eficaz a todos los accionistas. Todos los accionistas de la misma clase deben ser tratados por igual. (1) Dentro de cualquier clase, todos los accionistas deben tener los mismos derechos para votar. Todos los inversionistas deben poder obtener información sobre los derechos a votar conferidos a todas las clases de acciones antes que ellos compren éstas. Todos los cambios realizados en los derechos a votar deben estar sujetos al voto del accionista. (2) Los guardianes o depositarios deben repartir los votos en la forma acordada con el propietario efectivo de la acción.

Evaluación: Materialmente no se cumple
Descripción de la práctica: Existen dos clases de acciones: las ordinarias (que votan) y las preferentes (que no votan). Dentro de cada clase, todas las acciones tienen los mismos derechos de voto, y la información sobre los derechos a votar se puede obtener fácilmente. Los accionistas tienen a su disposición varios mecanismos de indemnización. Una opción para los accionistas de las pocas empresas cuyos estatutos contienen una cláusula de arbitraje son los tribunales de arbitraje. Los tribunales civiles de circuito tienen jurisdicción sobre la LV para imponer responsabilidad civil. El derecho de la CNV para iniciar una demanda de acción de clase en nombre de los accionistas está limitada a las siguientes circunstancias: (1) no se puede identificar fácilmente a las personas involucradas o éstas son muchas, o (2) los daños y perjuicios individuales son muy pequeños para iniciar una acción personal.[477] LA CNV puede solicitarle al tribunal que ordene una inspección de los libros del emisor.[478] También pueden solicitarlo el cinco por ciento (5%) de los accionistas.[479] Cualquier accionista puede oponerse a las decisiones tomadas durante la AAA, no obstante, los motivos están limitados a asuntos técnicos,[480] haciendo ineficaz en la práctica este mecanismo de indemnización. El estar en desacuerdo da derecho al accionista para retirarse de la sociedad. Los accionistas pueden interponer una demanda contra la empresa por

[477] El Artículo 210 de la LV, copiado del Artículo 172 de la Ley 29 de Protección al Consumidor de 1996.
[478] La CNV está autorizada a solicitar "informes especiales" a los emisores, relacionados con la opinión del auditor independiente. La CNV define los contenidos de estos informes y con qué frecuencia debe entregarlos el emisor (Artículo 9 de el acuerdo 8-2000).
[479] Artículo 1379-94 del Código de Procedimiento Civil.
[480] Esta es una acción directa contra las resoluciones de la AAA que contradice la ley, estatutos o artículos. Dentro de 30 días, un accionista puede utilizar un procedimiento simplificado, y después, el procedimiento ordinario está disponible (Artículo 38).

declaración falsa.[481] Nunca se ha utilizado la acción directa. Otra posibilidad es que, y solamente en caso de una violación de la LV, los accionistas pueden interponer un reclamo ante la CNV, la cual a su vez se encargará de realizar una investigación.[482] Los titulares del cinco por ciento (5%) de las acciones en circulación pueden obtener la representación legal de la empresa e interponer un proceso criminal contra los directores, la gerencia, abogados y auditores en caso de fraude, crímenes contra la propiedad de la empresa, crímenes patrimoniales, y apropiación ilegal.[483] Este proceso criminal fue fortalecido en forma significativa con la Ley 45 de Delitos Financieros del 2003.[484] Por último, la empresa puede hacer responsable a los directores de una mala administración.[485] No obstante, la falta de una acción independiente para reclamos civiles hace que esta jurisdicción sea poco práctica para conseguir una indemnización.[486] En la actualidad, no se han tomado acciones contra las Juntas Directivas de las empresas registradas. Por lo general, interponer una acción corporativa es obstaculizada por las dificultades para probar los casos, especialmente al considerar la dificultad que tienen los accionistas minoritarios de obtener información importante, la falta de especialización en la rama judicial y los altos costos de procesos judiciales muy largos.[487]

Los nominee tienen tres (3) días para informar al propietario efectivo sobre la AAA. No existen reglas que exijan que los depositarios informen a los propietarios efectivos de sus opciones para dar instrucciones precisas al nominee de cómo votar con sus acciones. En caso que los accionistas desearan dar instrucciones al custodio de cómo votar, necesitan redactar un documento especial para ese propósito, lo que añade complejidad al proceso y desanima el activismo del accionista.

Recomendaciones de la política a seguir: Debido a la falta de especialización en la rama judicial y los altos costos de procesos judiciales muy largos, utilizar los tribunales en búsqueda de remedios para el abuso no es una opción práctica de indemnización. Los responsables de tomar las decisiones deben considerar autorizar a la CNV para que

[481] Secciones 195 y 204 de la LV.

[482] Incluyendo la declaración falsa sobre los estados financieros, uso indebido de información privilegiada, manipulación del mercado, o vender valores que no estén registrados. La Resolución N° 244-01 emitida por la CNV impone multas a la Financiera El Roble, S.A., Aquilino de la Guardia Romero, Epimenides Díaz, Carlos de la Guardia, Arthur Andersen y otros por dar falsa información.

[483] Artículo 36 de la LV.

[484] Se amplió el campo de delitos. Por ejemplo, "falsificar cuentas" ahora incluye "omitir información relevante". La responsabilidad criminal se extiende a todas las personas con información privilegiada que certifican las cuentas (directores, oficiales, auditor externo). Por último, las penas máximas se aumentaron de cinco (5) a siete (7) años de prisión.

[485] Artículo 41 de la LV (Artículo 444 de la CC). La decisión se toma mediante una resolución de la AAA.

[486] Una acción independiente realizada por terceros, que no son accionistas específicamente, está establecida en teoría por el Artículo 996 del Código Civil, el cual nunca se ha utilizado en la práctica.

[487] En promedio, los procedimientos simplificados toman tres (3) años, a diferencia del litigio general comercial que tiene un promedio de siete (7) años. Los procedimientos son extremadamente lentos al nivel de apelaciones.

intervenga en nombre de los accionistas, siempre y cuando la investigación de la CNV justifique dicha intervención. Se deben crear derechos para estar en desacuerdo/ presentar un retiro (no a través del tribunal) para aquellos accionistas que no estén de acuerdo con las decisiones tomadas durante la AAA. Se debe considerar prolongar el término de tiempo para que los nominee informen a los accionistas sobre la AAA. La solicitud del poder de voto debe incluir un formulario estándar que ofrezca la oportunidad para que el accionista le dé instrucciones al custodio sobre cómo votar en cada tema.

Principio IIB: Se debe prohibir el uso indebido de información privilegiada y el abuso en las transacciones como propietario efectivo actuando para su propio beneficio.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Dentro de las empresas de valores comerciales existe una prohibición general sobre la utilización indebida de información privilegiada.[488] No es necesario revelar a los directores de la posesión de acciones, a menos que las tenencias representen el control. No es obligación presentar un informe sobre las transacciones efectuadas por personas con información privilegiada. Esto obstaculiza la vigilancia eficaz del uso indebido de información privilegiada. Las multas son de naturaleza civil; los daños y perjuicios son el triple de la ganancia o pérdida evitada.[489] La CNV solamente ha recibido una queja por un supuesto uso indebido de información privilegiada, que involucraba las acciones de Capitales Nacionales, la cual fue descartada después que la CNV estableció que no había ocurrido ninguna violación de la información. Hace poco, la CNV puso en práctica un sistema electrónico de vigilancia de acceso para transacciones de operación a operación (tick-by-tick).

Recomendaciones de la política a seguir: Las tenencias y transacciones de las personas con información privilegiada se deben divulgar como hechos relevantes.

Principio IIC: A los miembros de la Junta y los gerentes se les debe exigir que den a conocer todos los intereses de importancia en las transacciones o asuntos que afecten a la sociedad.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: La divulgación de información de las Transacciones de las Partes Relacionadas (RPT, por sus siglas en inglés - Related Party Transactions) cumple

[488] Sección 196, LV 1999.
[489] Sección 204, LV 1999.

teóricamente con las normas de la IAS-24.[490] La divulgación de información incluye una descripción de todo negocio o contrato en el cual participa la compañía registrada o su controlador, en la cual cualquiera de sus participantes asociados pueda tener un interés directo o indirecto, incluyendo el nombre de la persona y su relación con la empresa, la naturaleza de su interés y el monto. Anualmente se da a conocer la información a la CNV, BVP y al público en general. Actualmente, las RPTs no son divulgadas en forma constante y tampoco la CNV ni los auditores pueden detectar en forma eficiente cuando existe una omisión de información de importancia. El proceso de aprobación está menos reglamentado. Las Guías del Gobierno Corporativo[491] realmente incluyen ciertas disposiciones en este sentido, aunque no tienen la fuerza de la ley. Las RPTs son aprobadas por una mayoría de la Junta de Directores, y la ley no prohíbe que la parte relacionada pueda votar.[492] En el caso de los bancos, la Superintendencia de Bancos dicta los límites en préstamos e inversiones relacionadas.[493]

Recomendaciones de la política a seguir: La CNV debe hacer énfasis en que se cumpla la divulgación de las RPTs. No se debe permitir que las partes relacionadas voten en donde ellas/ellos tengan un interés de importancia. Las personas responsables de tomar decisiones deben considerar presentar un requerimiento a las sociedades registradas para crear comités de auditoría, cuyas tareas incluyan la pre-examinación de las transacciones de la parte relacionada.

Sección III: Papel de las Partes Interesadas en el Gobierno Corporativo

Principio IIIA: El marco del gobierno corporativo debe reconocer los derechos de las partes interesadas tal como lo dispone la ley y estimular la cooperación activa entre las sociedades y partes interesadas para crear riqueza, trabajos, y la sostenibilidad de empresas financieramente en buen estado. El marco del gobierno corporativo debe garantizar que se respeten los derechos de las partes interesadas que están protegidos por la ley.

[490] IAS - Internacional Accounting Standards – Normas Internacionales de Contabilidad.
Acuerdo 6-2000 de la CNV. Los préstamos otorgados a las partes relacionadas se deben tratar como cualquier otra transacción de la parte relacionada.

[491] Acuerdo 12-2003, encontrará información más detallada en el Anexo E.

[492] El Artículo 34 de la LV exige la divulgación de las RPTs durante la AAA, pero en la actualidad no se cumple con está práctica.

[493] Los Bancos pueden prestar o invertir hasta el cinco por ciento (5%) de su capital sin garantía a una parte relacionada (mediante un préstamo / inversión), y hasta el diez por ciento (10%) con garantía, pero el total no puede exceder el cincuenta por ciento (50%).

Evaluación: Se cumple
Descripción de la práctica: Las sociedades no tienen requerimientos específicos que considerar en lo relacionado con los intereses de la parte interesada. Los derechos de las partes interesadas generalmente están reglamentados en sus leyes vigentes (por ejemplo, el Código de Trabajo cubre los derechos de los empleados; el Código Civil y las leyes del consumidor le da derechos a los acreedores y consumidores). Los empleados tienen amplios derechos legales y contractuales (de trabajo). Al hacer una reestructuración, la empresa afronta limitaciones cuando despide empleados, y la responsabilidad por los derechos de compensaciones laborales (junto con todos los nuevos propietarios de la agencia reestructurada).[494]

Los bancos tienen un mecanismo muy eficaz para cobrar las deudas. Por otro lado, trimestralmente los bancos revisan cada crédito en busca de signos de dificultades financieras. La Ley de Libre Competencia y Derechos del Consumidor define los derechos de los consumidores.[495]

Principio IIIB: En los casos en que los intereses de la parte interesada estén protegidos por la ley, las partes interesadas deben tener la oportunidad de obtener una indemnización eficaz cuando se violan sus derechos.

Evaluación: Se cumple
Descripción de la práctica: Normalmente, cuando ocurre un incumplimiento los acreedores intentan realizar una negociación fuera de los tribunales. Si esto fallase, los créditos garantizados tienen prioridad en el pago de los activos garantizados, tanto dentro como fuera de la quiebra. La liquidación es prolongada, de manera que los acreedores prefieren utilizar un proceso de tres meses para conseguir el derecho de administrar al deudor siempre que éste incumpla sus obligaciones.[496] Los acreedores pueden presentar un resumen de "Reclamos Administrativos" de manera que judicialmente puedan cobrar el pago de las deudas.[497] En caso que el crédito no esté garantizado, el acreedor puede solicitarle a un juez que secuestre los activos de la sociedad antes de presentar el reclamo ejecutivo existente. En caso que el crédito esté garantizado (ya sea con activos pignorados o hipotecados), entonces el acreedor generalmente presentará una solicitud de embargo sobre los activos asegurados, junto con el reclamo administrativo. Las compañías que tienen 20 o más empleados deben tener un Comité de la Compañía como un instrumento de conciliación antes de llevar

[494] Sección 14 del Código de Trabajo.
[495] Ley 29 de 1996.
[496] El Título XVII ("Consentimiento y Preferencia de Créditos") del Libro IV del Código Civil establece que los acreedores son responsables de todos los activos actuales y futuros, y define una orden de prioridad de reclamos.
[497] Sección 1612-3 del Código de Procedimiento.

los asuntos al Ministerio de Trabajo o los tribunales.[498] Los empleados pueden buscar una indemnización en el Departamento de Trabajo General del Ministerio de Trabajo,[499] o pueden emprender acciones judiciales en los Tribunales Seccionales de Trabajo.[500] Los consumidores pueden utilizar ambos procedimientos, administrativos y judiciales, para solicitar la anulación de los acuerdos de adhesión, ejercer derechos de garantía y obtener pago por daños y perjuicios, ya sea en forma individual o a través de categoría de recursos.[501] Las infracciones ambientales conllevan responsabilidades administrativas, criminales y civiles.

Principio IIIC. El marco del gobierno corporativo debe permitir mecanismos de rendimiento-mejoramiento para la participación de la parte interesada.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Las compañías no tienen que compartir las ganancias con sus empleados, y las opciones no están reglamentadas. La LV sólo indica que las ofertas y ventas de valores a los empleados, directores u oficiales están exentas de ser inscritas con la CNV.[502] Los principales bancos han comenzado a ofrecer a sus ejecutivos planes de opción de acciones, que corresponde a una pequeña parte de sus compensaciones. Algunos bancos registrados han adoptado un *Plan de Titularidad de Acciones del Empleado* (PTAE) relacionado con el no rendimiento.

Recomendaciones de la política a seguir: Antes de adoptar dichas prácticas, se debe prestar mucha atención al debate internacional sobre las opciones de uso, abuso y erogación de gastos de las acciones.

Principio IIID: En los casos en donde las partes interesadas participen en el proceso del gobierno corporativo, ellos deben tener acceso a toda la información importante.

Evaluación: Se cumple
Descripción de la práctica: Los balances generales sociales son poco comunes, una excepción es el Informe Social anual emitido por la *Empresa General de Inversiones*,

[498] Sección 186 del Código de Trabajo. El Comité está formado por dos (2) representantes del sindicato (o si no existe un sindicato, por representantes elegidos por los empleados) y dos (2) representantes del empleador.
[499] Un arreglo individual o colectivo antes de iniciar un proceso judicial contra el empleador.
[500] Salvo para los casos relacionados con el despido del empleado, los cuales están dirigidos a las Juntas de Reconciliación, los problemas laborales son arbitrados en forma privada por órganos colegiales. Las decisiones se apelan ante la Corte Superior de Trabajo, y después más adelante ante la Corte Suprema de Justicia.
[501] Los procedimientos administrativos son tratados por la *Comisión de Libre Competencia y Asuntos del Consumidor* (CLICAC) para reclamos de hasta US$ 500. La categoría de recursos y reclamos más allá de US$ 500 se deben presentar ante los Tribunales Mercantiles.
[502] Sección 82.

la compañía controladora del *Banco General*. Otras instituciones financieras publican boletines internos en donde informan sobre las actividades en las cuales participan sus empleados. Los acreedores tienen buen acceso a la información del deudor.

Sección IV: Divulgación y Transparencia

Principio IVA: El marco del gobierno corporativo debe garantizar que la divulgación de información, en forma oportuna y precisa, se efectúe para todos los asuntos de importancia relacionados con la sociedad, incluyendo la situación financiera, rendimiento, propiedad y gobierno de la empresa. La divulgación de información debe incluir, pero no estar limitada a, información de importancia sobre: (1) Los resultados financieros y operacionales de la empresa. (2) Los objetivos de la empresa. (3) Una importante titularidad de acciones y derechos para votar. (4) Miembros de la Junta y ejecutivos claves y sus remuneraciones. (5) Factores previsibles de riesgo de importancia. (6) Asuntos de importancia relacionados con las otras partes interesadas. (7) Estructuras y políticas de gobierno.

Evaluación: *Cumplida parcialmente*
Descripción de la práctica: Las empresas registradas necesitan presentar informes, en forma trimestral y anual, a la CNV y hacerlos públicos.[503] (1) El informe anual incluye los estados financieros consolidados, comentarios y el informe del auditor. (2) La CNV exige que se presente una discusión y análisis de la gestión, aunque para algunas compañías surjan algunos problemas de calidad de la información. No se exige una discusión sobre los objetivos de la empresa.[504] (3) La divulgación de los detalles de capital y la estructura para votar se hace en forma voluntaria. Sólo se divulga la información del primer nivel de propiedad de bloques del veinticinco por ciento (25%). (4) Se brinda un informe con los nombres de los directores y gerentes con más años en la empresa. No obstante, esto se puede evitar al nominar personas jurídicas en lugar de individuos en la Junta Directiva.[505] No existe información alguna sobre la remuneración de la Junta Directiva. (5) Los factores previsibles de riesgo de importancia se discuten en las notas de los estados financieros. (6) Los asuntos de importancia relacionados con los empleados y partes interesadas son presentados como hechos de importancia. (7) El Acuerdo 12-2003 establece una política del gobierno corporativo de "cumplir o divulgar" que entrará en vigencia en el año 2005.

[503] El *Informe de Actuación Anual* es parecido al 10-K. Regulaciones 8-2000 y 18-2000, Artículos 71, 79 de la LV.
[504] Aunque algunas empresas pueden incluir un análisis de perspectivas, por ejemplo la *Compañía Istmeña de Seguros*, S.A.
[505] Decreto-Ley 5 de 1997.

La CNV penaliza a los emisores cuyos informes lleguen tarde, aplicando una multa de hasta US$ 3,000, suspensión o eliminación de la lista oficial de valores de la Bolsa.[506] Una vez que la CNV recibe los informes, los revisa durante 20 días laborables, e informa al emisor si debe entregar información adicional. El cumplimiento con las fechas de plazo para presentar la información es aceptable, y la CNV está planificando concentrar esfuerzos en el futuro para mejorar la calidad. El equipo de supervisión de la CNV está formado por un personal de cinco miembros para supervisar el mercado y tres para los emisores.

Recomendaciones de la política a seguir: Se deben fortalecer los requerimientos para la divulgación que incluya las presentaciones obligatorias adicionales de informes sobre el rendimiento, propiedad y la Junta de Directores. Se necesita ampliar el margen de vigilancia y control que incluya la supervisión de la calidad de la información presentada, además de la puntualidad para presentar los informes. Esto hará necesario que se asigne un personal adicional al equipo de supervisión.

Principio IVB: La información se debe preparar, auditar y presentar de acuerdo con las normas de alta calidad de divulgación contable, financiera y no financiera, y de auditoría.

Evaluación: Cumplida parcialmente
Descripción de la práctica: Las sociedades registradas tienen la opción de cumplir con los requisitos de la IFRS/ISA (por sus siglas en inglés - Internacional Financial Reporting Standards -Normas Internacionales de Informes Financieros/Internacional Standards in Auditing - Normas Internacionales de Auditoría) o US GAAP/GAAS (por sus siglas en inglés - General Accepted Accounting Principles - Principios Generales Aceptados de Contabilidad de los EE.UU./General Accepted Auditing Standards - Normas Generales Aceptadas de Auditoría de los EE.UU.), y la mayoría de las compañías locales cumplen con lo anterior. Un auditor independiente acreditado, generalmente una empresa de los "Cuatro Grandes", debe auditar las cuentas anuales. Existe un segundo nivel de empresas de auditoría renombradas y de buena categoría. La Junta Técnica de Contabilidad[507] está formada por practicantes y representantes de la Universidad y está presidida por el Viceministro de Comercio e Industria. La Junta es la que emite las licencias a los contadores públicos.[508] En teoría, también es

[506] En el año 2000 se impusieron 76 multas. En el 2001, la cifra de multas disminuyó a 42, mientras que en el 2002, se aplicaron 23 multas.
[507] Ley 57 del Contador Público de 1978.
[508] La licencia de un contador exige que se tenga un diplomado en contabilidad, no obstante, no se requiere experiencia alguna. Cualquier contador autorizado puede auditar las empresas registradas; hasta el momento no hay un procedimiento de registro con la CNV. Hay más de 100 compañías de contabilidad y 5,000 contadores.

responsable de hacer cumplir el Código de Ética[509] y asegurar la calidad y responsabilidad profesional. La *Junta* es la única agencia que puede suspender o cancelar la licencia de un contador público, pero desde que fue creada en 1978 no ha impuesto ninguna acción disciplinaria.

Recomendaciones de la política a seguir: El auditor estatutario necesita un mecanismo eficaz de supervisión y debe tener las siguientes funciones: (1) calificación de los auditores; (2) establecer normas profesionales; (3) hacer cumplir esas normas a través de inspecciones en el sitio y procedimientos disciplinarios e; (4) informar al público. Evaluar la medida en la cual se cumplen las normas de contabilidad y auditoría, necesitaría una revisión ROSC sobre las prácticas de contabilidad y auditoría.

Principio IVC: Un auditor independiente debe llevar a cabo una auditoría anual, de manera que ofrezca una garantía externa y objetiva sobre la forma en la cual se han preparado y presentado los estados financieros.

Evaluación: Cumplida parcialmente
Descripción de la práctica: La norma sobre la independencia del auditor es bastante estricta. Un auditor independiente[510] no puede haber estado empleado en capacidad gerencial, estar relacionado por medio de familia a dichas personas, o tener intereses financieros con la empresa. Actualmente, la Junta de Directores nombra y destituye a los auditores. Recientemente, la CNV opinó (sin autoridad de la ley) que ciertos servicios de no-auditoría están en conflicto con las funciones del auditor independiente.[511] El informe anual no divulga los honorarios de auditoría y consultoría. Cada tres (3) años se deben reemplazar los equipos de auditoría (no las empresas de auditoría).[512] Los auditores están obligados a informar las actividades criminales al Fiscal General. Muy pocas veces los auditores emiten opiniones calificadas. Generalmente, ellos no se encuentran presente durante la AAA para notificarles a los accionistas de cualquier preocupación existente. La responsabilidad de auditoría existe y recientemente fue invocada ante los tribunales en un caso.[513]

Recomendaciones de la política a seguir: Se deben fortalecer las obligaciones de los auditores para que notifiquen a la AAA sobre problemas con los estados financieros.

---

[509] La *Junta* intentó imponer un cumplimiento constante con la IFRS, pero fue cuestionado, en forma exitosa, ante la Corte Suprema. No obstante, en el caso de las empresas registradas, la IFRS es obligatoria. En el caso de empresas, éstas están reglamentadas por la CNV, y en el caso de los bancos por la Superintendencia de Bancos.
[510] Acuerdo No. 8-2000.
[511] Opinión No. 8-2003, emitida el 10 de diciembre del 2003.
[512] Acuerdo No. 8-2000
[513] BNP vs. KPMG. Después de este caso, la Ley 45 del 2003 le impuso responsabilidades criminales adicionales a los auditores. Los seguros no son muy populares entre los auditores locales

Las reglas para cambiar de auditores cada tres (3) años pueden ser excesivamente cortas, puesto que existen beneficios para los auditores que ya conocen bien la empresa. Una regla para que se cambie de auditores cada cinco (5) años podría ser más adecuada, conforme a las prácticas internacionales (por ejemplo, siete (7) en los EE.UU., y cinco (5) años en Francia).

Principio IVD: Los canales para distribuir la información deben ofrecer un acceso justo, puntual y rentable para la información importante utilizada por los usuarios.

Evaluación: *Cumplida en su mayor parte*
Descripción de la práctica: Los emisores tienen sesenta (60) días después del cierre de cada trimestre y noventa (90) días después del cierre del año fiscal para presentar los informes a la CNV. Las empresas tienen la opción de publicar el informe anual en un periódico nacional o revista especializada, enviarlo a todos los accionistas o tenerlo disponible en su sitio de Internet.[514] En la práctica, muchas veces las empresas sólo publican un resumen.

Los *hechos de importancia*, que se definen como una información que pueda afectar en forma significativa el precio de un valor,[515] se deben anunciar en tiempo real. La BVP no pre-examina los anuncios y no se suspende la negociación. La ley ofrece una exención en caso que la gerencia considere que divulgar la información podría dañar los intereses de la empresa. Existe la posibilidad que se abuse de esta exención.

Recomendaciones de la política a seguir: Los inversionistas deben tener acceso a los informes completos anuales en una forma oportuna, por ejemplo, la CNV deberá publicarlo en su sitio de Internet. Los emisores no deben poder invocar la exención de "información confidencial" sin un permiso expreso de la CNV, y deben existir condiciones estrictas y un tiempo límite para cualquier exención.

Sección V: Responsabilidad de la Junta Directiva

Principio VA: El marco del gobierno corporativo debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, la supervisión eficaz de la administración por la Junta Directiva, y la responsabilidad de la Junta para con la empresa y los accionistas. Los miembros de la Junta deben actuar sobre una base totalmente informada, en buena fe, con diligencia conveniente y debida, y en el mejor interés para la empresa y los accionistas.

[514] Acuerdo 18-2000.
[515] Artículo 77 de la LV.

Evaluación: *Cumplida en su mayor parte*
Descripción de la práctica: Las Juntas Directivas de Panamá tienen una estructura de junta directiva de nivel sencillo, con un mínimo de tres (3) directores. Actualmente, las diez mejores empresas registradas tienen una Junta de un tamaño promedio de 7.5, que varía entre tres (3) a catorce (14) miembros. Los directores pueden esconderse detrás de medios legales cuando trabajan en la Junta, lo que crea la búsqueda de la problemática sobre las obligaciones del director.[516] Por ley, no existen requisitos para las calificaciones o independencia del director. La Junta tradicional consiste de directores que representan al accionista principal, el gerente general (quien, en algunos caso, también es el presidente, tal como en cuatro de las diez principales empresas registradas), un/a abogado/a como secretario/a y posiblemente un empresario importante relacionado con la empresa, por ejemplo, como un proveedor o consumidor importante. Generalmente, dentro de un grupo comercial los dueños más antiguos son miembros de la junta controladora, mientras los miembros más jóvenes de la familia pertenecen a las juntas afiliadas. Existe una superposición significativa entre las Juntas de las compañías controladoras y las afiliadas. La Junta es responsable ante la empresa y terceros, pero no directamente ante los accionistas.[517]

Recomendaciones de la política a seguir: La Junta debe ser responsable ante la empresa y los accionistas. A las empresas no se les debe permitir que designen personas jurídicas o directores nominees ante la Junta, y se debe divulgar la remuneración que recibe la Junta.

Principio VB: En los casos en donde las decisiones de la Junta puedan afectar a diferentes grupos de accionistas en forma diferente, la Junta debe tratar equitativamente a todos los accionistas.

Evaluación: *Cumplida parcialmente*
Descripción de la práctica: Los directores son responsables de tener un deber de cuidado y diligencia,[518] no obstante, este deber nunca ha sido invocado ante un tribunal de justicia. La ley no tiene una estipulación para una "regla de juicio comercial". Otros deberes no están especificados expresamente. Mediante la recomendación de las Guías del Gobierno Corporativo, los directores tienen el deber de informar a la Junta en caso que exista algún conflicto de intereses, y se les recomienda que no utilicen las oportunidades comerciales corporativas para su beneficio personal.

[516] Decreto-Ley 5 de 1997.
[517] Artículo 41 de la LV (Artículo 444 de la CC).
[518] El Artículo 979 del Código Civil establece un deber general del *Pater Familias (Padre de Familia)*. La responsabilidad está estipulada en el Artículo 41 de la LV (Artículo 444 de la CC).

Recomendaciones de la política a seguir: La ley debe establecer, en una forma más clara, los deberes fiduciarios de la Junta, de manera que se pueda aclarar la responsabilidad de la Junta para con la empresa y todos los accionistas. Se debe fortalecer la facultad del accionista para invocar la responsabilidad del director.

Principio VC: La Junta debe garantizar el cumplimiento con la ley vigente y considerar los intereses de las partes interesadas.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Los directores tienen la obligación general de obedecer la ley, el pacto social y los estatutos. La Junta no tiene obligación legal de considerar los intereses de la parte interesada. Durante una quiebra, los deberes del director no son traspasados a los acreedores, pero existen responsabilidades relacionadas, por ejemplo, si ellos declaran dividendos o distribuyen activos que disminuyen el valor de los activos de la empresa a una cantidad menor a la de sus obligaciones. Además, los acreedores tienen el derecho (otorgado por la corte) de administrar al deudor al ocurrir un incumplimiento, según el cual los directores ceden el control.

Principio VD: La Junta debe cumplir con ciertas funciones claves, incluyendo (1) revisar y orientar la estrategia corporativa, planes principales de acción, políticas de riesgo, presupuestos anuales y planes comerciales; establecer objetivos de rendimiento; supervisar la ejecución y rendimiento corporativo e inspeccionar los principales gastos de capital, compras y desinversiones. (2) Elegir, remunerar, supervisar y cuando sea necesario, reemplazar a los ejecutivos claves e inspeccionar la planificación de sucesión. (3) Revisar las remuneraciones de los ejecutivos claves y de la Junta, y garantizar un proceso, que sea formal y transparente, para nominar a la Junta. (4) Supervisar y manejar posibles conflictos de interés a nivel gerencial, de los miembros de la Junta y accionistas, incluyendo el mal uso de los activos de la sociedad y el abuso en las transacciones relacionadas con las partes. (5) Garantizar la integridad de los sistemas contables y presentar informes financieros de la sociedad, incluyendo una auditoría independiente, y que los sistemas adecuados de control se encuentren en su lugar, especialmente, los sistemas para supervisar el control de riesgo y financiero y cumplimiento con la ley. (6) Supervisar la eficacia de las prácticas gubernamentales bajo la cual funciona y, a medida que se necesiten, realizar cambios. (7) Inspeccionar el proceso de divulgación y comunicaciones.

Evaluación: Cumplida parcialmente
Descripción de la práctica: Actualmente, la Junta cumple con todas las funciones claves, no obstante, dicho acuerdo ha sido especificado sólo para los bancos.[519] Las Guías del Gobierno Corporativo establecen la potestad y deberes de los directores, pero sin la autoridad que tiene la ley. (1) La Junta tiene un control absoluto del negocio de la sociedad. (2) La Junta juega un papel importante en la elección, remuneración, supervisión y reemplazo de los ejecutivos claves. En las sociedades registradas más importantes hay una administración profesional que no está relacionada con la Junta Directiva. (3) Ésta revisa la remuneración de los ejecutivos claves y la Junta. Aunque generalmente los honorarios de la Junta son nominales,[520] en algunos casos, la remuneración del director es un porcentaje de las ganancias y ésta puede ser considerable. El proceso de nominación de la Junta no es transparente, puesto que *de principio* no se presenta la información de los directores recién nominados. Además, cualquier accionista puede nominar directores en la AAA sin arreglos previos. (4) Las Juntas dominadas por personas con información privilegiada pueden no tener éxito para prevenir el mal uso de los activos de la sociedad y el abuso en las transacciones relacionadas con las partes. (5) Los directores no tienen la obligación de preparar y presentar estados financieros. (6) Las Guías establecen una política de "cumplimiento o divulgación" sobre las prácticas del gobierno corporativo que entrará en vigencia en el año 2005. (7) La Junta es responsable de inspeccionar el proceso de divulgación y comunicación.

Recomendaciones de la política a seguir: Es conveniente que las empresas registradas especifiquen formalmente las funciones principales de la Junta. La capacitación y concientización del director ayudaría a los directores a comprender plenamente sus derechos, responsabilidades y obligaciones. El primer paso para prevenir el abuso mediante el pago excesivo a una persona con información privilegiada es divulgar la remuneración de un director individual.

Principio VE: La Junta debe tener la capacidad de ejercer un juicio objetivo sobre los asuntos de la sociedad en una forma independiente, especialmente, de la administración. (1) las Juntas deben considerar nombrar un número suficiente de miembros no ejecutivos de la Junta capaces de ejercer un juicio independiente para las tareas donde existe la posibilidad de un conflicto de intereses. Algunos ejemplos de dichas responsabilidades claves son la presentación de informes financieros, nominación y remuneración de los ejecutivos y de la Junta. (2) los miembros de la Junta deben dedicar suficiente tiempo a sus responsabilidades.

[519] Acuerdo No. 4-2001.
[520] Aproximadamente unos US$ 100 por reunión de la Junta.

Evaluación: Materialmente no se cumple
Descripción de la práctica: No existe requisito reglamentario alguno para que las empresas registradas tengan directores independientes. Generalmente, el presidente es o representa al accionista principal. Las Guías del Gobierno Corporativo recomiendan que el veinte por ciento (20%) de los directores sean independientes y que se debe crear un comité de auditoría con por lo menos treinta por ciento (30%) de miembros independientes. Por otro lado, los bancos deben tener un comité de auditoría donde los miembros sean cien por ciento (100%) independientes. Los directores no son considerados independientes si tienen más del cinco por ciento (5%) de las acciones, tienen funciones administrativas, o están relacionados con aquellos que ejercen dichas funciones. No hay un período máximo para ejercer el cargo de director ni límite en el número de directores. No existen requisitos reglamentarios para establecer la frecuencia en que se deben efectuar las asambleas de la Junta. Actualmente, las reuniones pueden efectuarse cada dos o tres meses. Las actas y registros de asistencia de la Junta no son documentos públicos.

Recomendaciones de la política a seguir: Las buenas prácticas están orientándose para representar un papel más importante para los comités de la Junta con propósitos especiales, principalmente en las áreas de auditoría y remuneración. Mientras que en el contexto panameño pudiese ser poco práctico solicitar un cierto número o porcentaje de directores independientes en las Juntas de las empresas registradas, los miembros de la Junta deben publicar su relación con los accionistas mayoritarios, la administración y la empresa. También es importante que los directores dediquen suficiente tiempo para llevar a cabo sus deberes. Los responsables de tomar decisiones deben considerar si sería recomendable que fuese obligatorio presentar las actas de la Junta a la CNV.

Principio VF: Con el propósito de cumplir con sus responsabilidades, los miembros de la Junta deben tener acceso a información precisa, importante y correcta.

Evaluación: Cumplida en su mayor parte
Descripción de la práctica: Los directores individuales no tienen derechos legales para acceder la información, pero los tribunales pueden otorgarle, a la Junta en pleno, acceso a los documentos internos de la empresa.

Recomendaciones de la política a seguir: Se deben adoptar regulaciones que permitan a los directores individuales (y especialmente a los independientes) tener acceso a los documentos internos de la empresa.

IV. RESUMEN SOBRE LAS RECOMENDACIONES DE LAS POLÍTICAS A SEGUIR

Esta sección resume, amplía y prioriza las recomendaciones antes mencionadas para mejorar las opciones para que Panamá cumpla con los principios de la OCDE. Los temas principales se pueden resumir de la siguiente manera:

Reforma legislativa. Debido a la renuencia para hacer ciertos cambios a la LS, lo cual la haría menos flexible, los responsables de tomar decisiones deben introducir reformas sobre el gobierno corporativo para empresas listadas a través de enmiendas a la LV. La LV también debe otorgar explícitamente autoridad a la CNV para que reglamente las empresas registradas en esta materia; en general, se necesita aclarar y defender la jurisdicción y las potestades normativas de la CNV. Se debe fortalecer, de modo significativo, la divulgación de la propiedad de los últimos propietarios efectivos de manera que permita identificar a los accionistas importantes. Se debe volver a presentar el acuerdo sobre la solicitud del poder de voto, por ejemplo, junto con las líneas del Acuerdo 16-2000. *Prioridad: alta.*

Ejecución de las regulaciones. Es imperativo enfatizar que se pongan en vigencia las regulaciones de la CNV. La evaluación recomienda mejorar la ejecución de las disposiciones de divulgación, enfatizando cada vez más que se lleve a cabo una revisión del contenido. Se debe capacitar al personal de la CNV para que se concientice sobre los problemas y abusos del gobierno corporativo. Se debe hacer énfasis en la divulgación de la propiedad y las transacciones relacionadas con las partes. La ley 45 del 2003 toma el primer paso en hacer que los directores sean más responsables de sus acciones. Se deben continuar los esfuerzos en esta dirección. Otro posible método que se debe explorar es que se exija a los emisores que presenten las actas de la Junta ante la CNV. *Prioridad: alta.*

Fortalecimiento institucional. Se puede reconsiderar la estructura de gobierno de la CNV con el propósito de fortalecer las facultades de ejecución de la CNV. Un comité interno de apelaciones que sea independiente de los Comisionados, por ejemplo, facilitaría el proceso de ejecución, puesto que el recurso actual se encuentra inmediatamente a nivel del tribunal. Actualmente se está discutiendo otra opción, que es la de introducir un solo regulador para los bancos, compañías de seguros y jubilaciones, y los emisores, y esta opción deber ser considerada cuidadosamente. Esto permitiría tener un solo supervisor en los grupos comerciales para afrontar problemas que varias agencias con jurisdicciones que se traslapan no pueden resolver. La indemnización del accionista debe ser una opción mucho más práctica. En este aspecto, sería muy útil que el regulador de valores tuviese un papel más activo. Por último, se debe crear un mecanismo eficaz de supervisión para los auditores, de manera que se mejore la certificación y calidad de los auditores. *Prioridad: media.*

Iniciativas voluntarias y privadas. Se deben establecer comités de auditoría en las sociedades registradas no bancarias, tales como lo preveen las Guías del Gobierno Corporativo. La creación de una organización para capacitar al director ayudaría a aumentar el profesionalismo de éste, a medida que se ofrezca la capacitación (en base a un honorario); y además representa una motivación para el apoyo del gobierno corporativo proporcionando así una participación en las reformas a futuro. *Prioridad: media.*

Anexo A: Resumen sobre la Observancia de los Principios de la OCDE del Gobierno Corporativo

Anexo B: Resumen sobre las Recomendaciones de las Políticas a Seguir

Anexo C: Mercado y Participantes del Mercado

El mercado de capital de Panamá es pequeño e ilíquido, aunque su capitalización del mercado con relación al PIB se compara con aquéllos de Brasil o Argentina. Basándose en los indicadores estándares del mercado, tanto el valor negociado como el volumen de negocios relacionados con la capitalización del mercado son más bajos que aquéllos de países similares.

Panamá y Países Seleccionados de América Latina: Estadística del Mercado de Valores en el Año 2002

	Capitalización del Mercado ml. US$	% del PIB	Valor negociado % del PIB	Índice del Volumen de Ventas	# de Sociedades Registradas
Panamá	3,225	37.9	0.004	0.02	25
Argentina	38,927	30.00	0.91	1.66	107
Brasil	234,560	47.11	1.21	3.37	367

Chile	86,291	125.74	0.91	0.93	240
Colombia	14,258	18.30	0.08	0.55	114
Ecuador	2,153	7.85	0.02	0.23	30
Jamaica	8,500	114.83	0.27	0.28	39
México	122,532	19.57	0.27	1.52	159
Perú	16,055	26.26	0.13	0.52	197
Trinidad y Tobago	10,605	102.73	0.46	0.55	35

Fuente: Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial. Las cifras del PIB provienen del EIU[1] (por sus siglas en inglés). Todas las cifras son del fin de año del 2003, las cifras de Panamá son de abril del 2004.

Nota: Los mercados Centroamericanos son pequeños e ilíquidos. Por ejemplo, los valores hondureños no se comercializaron en el año 2003.[2] Por lo tanto, no existe ninguna información confiable sobre la capitalización del mercado y el volumen comercial en esos países que date de los últimos cinco años. Para dar una idea aproximada del tamaño de los mercados de valores centroamericanos, a continuación mostramos algunas estadísticas fechadas (observe que Belice no tiene un mercado de valores):

	Capitalización del Mercado ml. US$	% del PIB	Valor negociado % del PIB	Índice del Volumen de Ventas	# de Sociedades Registradas
Costa Rica	2,300	14.56	1.37	12.00	22
El Salvador	1,520	11.01	0.17	1.30	32
Guatemala	232	1.11	0.03	0.01	10
Honduras	ND	ND	0.05	ND	32
Nicaragua	ND	ND	0.07	ND	11

Fuente: Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial. Las cifras de Honduras y Nicaragua provienen de sus respectivos sitios Web de la bolsa de valores. La información de Costa Rica es de 1999, la de El Salvador y Guatemala del 2001, la de Honduras y Nicaragua del 2003.

[1] EIU – Economist Intelligence Unit – Unidad de Inteligencia Economista
[2] Fuente: Sitio web de la bolsa de valores de Honduras

Anexo D: La Corte Cuestiona las Potestades Normativas de la CNV

El desarrollo de la Ley de Valores son el campo de acción del regulador de valores y de la *Comisión Nacional de Valores* (CNV). No obstante, la facultad de la CNV para reglamentar a los emisores ha sido a veces, y en forma exitosa, cuestionada ante los tribunales, estableciendo un precedente peligroso que debilita la capacidad de la CNV para hacer cumplir la ley y promulgar reglas y regulaciones. Mediante la Ley de Valores (LV), la CNV puede emitir: *Acuerdos*, que son obligatorios, *Opiniones*, que son interpretaciones legales no-obligatorias; y *Resoluciones*, que se refieren a decisiones específicas de la CNV, por ejemplo, otorgar una licencia al corredor de bolsa.

Por ejemplo, el Artículo 284 de la nueva Ley de Valores #1 de 1999, exige que todas las empresas registradas existentes renueven sus licencias, que les fueron otorgada bajo el antiguo Decreto de Gabinete 247 de 1970. El 2 de octubre del 2000, la CNV emitió la Opinión 14o, 12-2000 que aclaraba la fecha límite para obtener las nuevas licencias. La *Asociación de Agentes Vendedores de Valores de Panamá* rebatió esta Opinión de la CNV ante la Corte Suprema, intentando que se anulara el costo para otorgar la licencia.[523] Después de una acción legal de dos años y medio, el 23 de abril del 2003, la corte respaldó la Opinión 12-2000 como legal.

Como segundo ejemplo tenemos toda la publicidad dada al caso de los requerimientos de la solicitud del poder de voto del controversial *Acuerdo 16-2000*. Durante su AAA celebrada el 22 de marzo del 2001, *La Prensa*, una gran empresa periodística registrada, violó los requerimientos de solicitud del poder de voto[524]. En respuesta a la investigación realizada por la CNV sobre la violación, un miembro de la Junta de *La Prensa* protestó ante la Corte Suprema el derecho de la CNV para reglamentar, mediante *Acuerdos*, los requerimientos de votación del poder de voto. Aún cuando el derecho de la CNV para reglamentar el asunto está especificado expresamente en los Artículos 91 y 93 de la Ley de Valores,[525] el demandante mantuvo la inconstitucionalidad de

---

[523] La base legal para el reclamo fue el derecho civil, sosteniendo que la ley no tiene vigencia en el pasado en detrimento de los derechos concedidos (Artículo 3, Código Civil)

[524] Ley 1 de 1999 (LV), *Acuerdo* 5-2000 y *Acuerdo* 16-2000.

[525] Artículo 91, Decreto Ley 1 de 1999: "Toda persona o grupo de personas que actúe en forma concertada que solicite a más de veinticinco (25) propietarios efectivos de valores registrados poder de voto, autorización o consentimiento en relación con cualquier asunto o reunión deberá cumplir con las disposiciones del presente Título y con los *Acuerdos* que dicte la Comisión sobre el procedimiento de distribución y uso que deban dársele a dicha solicitud, la información que deba divulgarse en ella en beneficio de los accionistas y sobre la forma que deba tener dicha solicitud." El Artículo 93 del Decreto Ley de 1999: "Al determinar la información que deba ser incluida en las solicitudes de que trata este Título, la Comisión se limitará a requerir la inclusión de información de importancia para que los accionistas puedan tomar decisiones informadas sobre el asunto o la reunión a la que se refiere la solicitud de poder de voto, autorización o consentimiento, y se abstendrá de solicitar información que no cumpla con dicho propósito o imponga una carga injustificada a la persona que deba divulgar dicha información. La Comisión podrá establecer diferentes requisitos de divulgación de información en atención al tipo de asunto o reunión que sea objeto de la solicitud del poder de voto o de la autorización o del consentimiento, en atención al emisor o al valor de que se trate o al tipo de accionista a quien esté dirigida la solicitud entre otros factores".

esos artículos. Este reclamo se basó en el Artículo 179 de la Constitución, que establece que sólo el Ejecutivo está autorizado para reglamentar los asuntos legales. La Corte Suprema mantuvo que, mientras la CNV estaba autorizada, bajo el Decreto-Ley 1 de 1999, a emitir *Acuerdo*s, no estaba autorizada a emitir *Acuerdos* relacionados con los requerimientos de votación del poder de voto, puesto que los Artículos 91 y 93 se referían a las "regulaciones ejecutivas", más que a los *Acuerdos* de la CNV.

En resumidas cuentas, se ha cuestionado la potestad normativa de la CNV por dos razones principales: (1) conflictos entre el marco del derecho civil en el país y la naturaleza del derecho consuetudinario de la ley de valores; y (2) la falta de cuidado al redactar ciertas partes de la nueva Ley de Valores. La facultad de la CNV para reglamentar la LV es importante, y se debe aclarar y mantener, para que el regulador ejecute en forma eficiente los problemas del Gobierno Corporativo.

Anexo E: Resumen del Acuerdo No. 12-2003 (11 de noviembre del 2003)

El acuerdo 12-2003 establece una política del gobierno corporativo de "cumplir o divulgar", vigente a partir del 2005. Sus recomendaciones aumentan la transparencia y definen los deberes y facultades de los directores y oficiales.

Deberes de la Junta de Directores, Artículo 6

La Junta: (1) establece canales de comunicación e información con las partes interesadas; (2) reglamenta los conflictos de intereses de los miembros de la Junta y los ejecutivos claves; (3) nombra, destituye y evalúa a los ejecutivos principales; (4) tiene la responsabilidad de los mecanismos de control interno, incluyendo la supervisión de los registros internos contables y la vigilancia de la posición financiera de la empresa, así como también las políticas de riesgo corporativo.

Transacciones de las Partes Relacionadas, Artículo 7

Los miembros de la Junta y los oficiales dan a conocer conflictos de interés ante la Junta Directiva. Se prohíben pagos a directores y oficiales e intereses personales en las oportunidades comerciales corporativas.

Directores Independientes, Artículo 8

La mayoría de los directores no deben ser ejecutivos, y el Gerente General, Gerente de Operaciones y Gerente de Finanzas no deben presidir la Junta Directiva. Se recomienda que el veinte por ciento (20%) de los directores sean independientes. Un director no es independiente si es el propietario efectivo de por lo menos cinco por ciento (5%) de las acciones con derecho a voto, tiene funciones en la administración o gerencia de la

empresa, o es el/la esposo/a de o tiene vínculos familiares con cualquiera de dichos individuos (Artículo 2.5).

Derechos de los accionistas a obtener información, Artículo 9

Se incrementa el acceso del accionista a obtener información, particularmente sobre el salario de la persona con información privilegiada y para la elección del auditor.

Comité de Auditoría, Artículos 2.2, 11-13

El comité de auditoría analiza, evalúa y examina el sistema contable y financiero de la sociedad; verifica la independencia del auditor externo y le da seguimiento a los sistemas internos de controles administrativos. Un treinta por ciento (30%) del comité de auditoría está formado por directores independientes, siendo el Tesorero de la Junta el encargado de la presidencia. Sus facultades básicas son las de recibir informes directos del auditor interno y establecer su remuneración, nombramiento y destitución del cargo. También puede investigar cualquier asunto dentro de su competencia. El comité de auditoría: propone la contratación del auditor externo; revisa las cuentas corporativas; supervisa los sistemas internos de control; inspecciona los activos de la sociedad; establece una comunicación entre los auditores internos y externos; supervisa la presentación de información a los accionistas; revisa la naturaleza de otros servicios prestados por los auditores externos; y revisa los estados financieros provisionales y anuales de la sociedad.

Comité para la administración del cumplimiento y riesgo; Artículos 2.3, 14, 15

El comité para la administración del cumplimiento y riesgo supervisa que se cumpla con el gobierno corporativo y otras normas. Está formado de por lo menos tres (3) miembros no ejecutivos, y treinta por ciento (30%) de directores independientes. El comité supervisa el cumplimiento con las normas del gobierno corporativo y redacta informes para las reuniones de los accionistas; identifica los riesgos corporativos y crea las políticas y procedimientos para su administración; y verifica que todas las operaciones realizadas entre las sociedades, accionistas y/o ejecutivos claves se encuentren bajo condiciones de no interferencia y sean comunicadas a los accionistas.

Comité de Nombramiento, Artículos 2.4, 16, 17

El comité de nombramiento tiene por lo menos cinco (5) miembros, incluyendo por lo menos tres (3) miembros de la Junta, uno de los cuales debe ser independiente; el Gerente General y el Gerente de Finanzas o su equivalente, y por lo menos treinta por ciento (30%) de directores independientes. La elección o reemplazo de un director sólo será discutida por los directores en el comité; todos los miembros del comité

pueden discutir la elección o reemplazo del ejecutivo clave. Las funciones del comité son la de nombrar a los directores independientes, supervisar su nombramiento y reemplazo y evaluar su independencia, como también revisar la remuneración del ejecutivo clave y recomendar, si así se autoriza, la destitución de ejecutivos claves.

Transparencia y Divulgación, Artículos 5, 19-24

El acuerdo autoriza un método de "cumplir o explicar" para los requerimientos antes mencionados, tanto para los informes informativos como los periódicos.

REPORT ON THE OBSERVANCE OF STANDARDS AND CODES (ROSC)
Corporate Governance Country Assessment
PANAMA
June 2004

I. Executive Summary
II. Capital Markets and Institutional Framework
III. Review of Corporate Governance Principles
IV. Summary of Policy Recommendations
V. Annexes

A. Summary of Observance of OECD Corporate Governance Principles
B. Summary of Policy Recommendations
C. Market Data
D. Court Challenges to the Regulatory Powers of the CNV
E. Summary of Agreement No. 12-2003

This Corporate Governance Assessment was completed as part of the joint World Bank-IMF program of Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC). It benchmarks the country's observance of corporate governance against the OECD Principles of Corporate Governance and is based on a template developed by the World Bank. This assessment was undertaken on the basis of the template prepared by the Panamanian law firm Sucre, Arias, and Reyes for the World Bank. Acknowledgments are due to the Ministry of Economy and Finance, the *Comisión Nacional de Valores* (CNV), the *Superintendencia de Bancos*, the *Bolsa de Valores de Panamá*, leading experts on legal, accounting and auditing issues, capital market issuers, pension fund managers, academics, investors, and stakeholder groups. Mierta Capaul and Tatiana Nenova of the Investment Climate Department of the World Bank drafted the final report. The ROSC assessment was cleared for publication by the Ministry of Economy and Finance on June 17, 2004.

I. EXECUTIVE SUMMARY

This report provides an assessment of the corporate governance policy framework and enforcement and compliance practices in Panama. Much progress has been made since the drafting of the new Securities and Banking Laws in the late 1990s. For example, before 1999, the only required disclosure for listed firms was the issuance of the prospectus. Now, the quality of periodic reporting is approaching international good practice. While corporate governance reform is still at an early stage, it is an essential ingredient to promoting high standards and safeguarding the reputation of the Panamanian capital markets among investors.

The major issues are driven by the preponderance of banks.[1] Given abundant debt financing, there is little need for equity financing. In addition, institutional investors are largely absent from the equity market. The main legislation concerning listed companies is based on US laws and is sophisticated, though poorly enforced. The 1927 Corporations Law is drafted to provide maximum flexibility to off-shore companies. For listed firms, ownership and other disclosure requirements, as well as minority rights in general, could be strengthened in the Securities Law, given the reluctance to make the Corporations Law more prescriptive. While elaborations of this law are the purview of the securities regulator, the *Commission Nacional de Valores* (CNV), its power to regulate issuers has been successfully challenged in court, setting a dangerous precedent and undermining its ability to enforce the law and issue rules and regulations.[2] For example, Regulation 16-2000 on the solicitation of proxies, was declared unconstitutional in 2002 due to a dispute over the CNV's right to regulate the matter. Issuers have also threatened to legally challenge Regulation 12-2003, the Panamanian Guidelines on Corporate Governance, once they are compelled to disclose compliance with the Guidelines in 2005.[3]

The report recommends: (1) a sufficient level of disclosure in practice, to enable the identification of beneficial owners and their exact stakes, in the annual report;[4] (2) simplified shareholder redress, including a more active role for the securities regulator, so as to enable shareholders to challenge corporate decisions; (3) the creation of an effective audit oversight mechanism; (4) the re-introduction of the regulation on proxy solicitation, requiring the provision of sufficient information for shareholders to make informed voting decisions; (5) mandatory audit committees for all listed companies; (6) clearer fiduciary duties and liabilities of directors, and (7) the availability of relevant and useful training for board members. The report also proposes strengthening the securities regulator's ability to issue and enforce regulations on listed firms, their boards and shareholders and stricter monitoring of the quality of disclosure.

II. CAPITAL MARKETS AND INSTITUTIONAL FRAMEWORK

Compared to other Latin American countries, Panama's equity market is small and illiquid, with a market capitalization of USD 3.2 billion, or 38 percent of 2003 GDP.[5] Banks and insurance companies dominate listings. The Panama Stock Exchange (PSE)

[1] Banking sector assets represent 278 percent of GDP. Source: Banking Superintendency, Sistema Bancario de Panama, 2004.
[2] See Annex D, "Court Challenges to the Regulatory Powers of the CNV."
[3] Summarized in Annex E. Regulation 12-2003 is a voluntary set of guidelines and recommendations issued by the securities regulator. For the purposes of brevity, this report refers to this regulation as the "Guidelines."
[4] International best practice requires the disclosure of all owners with a minimum of 5 percent or 10 percent.
[5] 2003 GDP was USD 12.887 billion (Source: Ministry of Economy and Finance). See Annex C for additional Panamanian and regional market statistics.

is the country's stock exchange. As of April 7, 2004, 25 of Panama's 41,190 operating companies had their equity securities listed; ten of these did not trade during 2003.[6] The market is highly concentrated - theten largest securities account for 89 percent of market capitalization and 92 percent of trading volume.[7] Free float was quite low, at about 10 percent on average. No new companies have listed since 2002. One company issued shares in 2003; a total of eight issues were made in the past five years. In contrast, three companies have delisted so far in 2004, and since 2000, 14 have cancelled their registration with the CNV. The major impulse for delisting has come from "going private" transactions following international takeovers. Companies obtain access to important tax benefits as a result of registration and listing.[8]

The corporate sector is characterized by concentrated family ownership. Many companies are still controlled and managed by their original founders. Small shareholders are usually connected to the controlling group. Second and third generation successors will likely face control / governance issues in the next few years. Pyramid structures are widespread in the banking sector, covering insurance firms, pension and investment funds, and other financial firms. The groups are ultimately controlled by a handful of individuals and families. This creates the potential for conflicts of interest and related lending. Banks are not important blockholders beyond their group holdings. In 1993, private pension funds were created to complement the social security system.[9] The two largest pension fund managers, *Progreso and Profuturo*, manage these funds, the severance pay funds,[10] seniority bonuses,[11] and a part of the public employee pension funds[12] (USD 217 million and USD 186 million, respectively).[13] Listed domestic equity represents just 4 percent of *Profuturo's* and almost none of *Progreso's* portfolio.

The legal framework is based on civil law, with frequent borrowings from US legislation. The key laws affecting corporate governance are the Code of Commerce (Law No. 2 of 1916, CC[14]), the Corporations Law (Law No. 32 of 1927, based on the Delaware Code 1927, CL) and the Securities Law (Decree-Law No. 1 of 1999, based on the US Securities and Exchange Act, SL).[15] The CC establishes basic company forms.[16]

---

[6] National Economic Census (Censo Económico Nacional), General Comptroller's Office, 2000.
[7] Source: PSE, April 2004.
[8] Registered firms do not pay capital gains, dividend, and complementary taxes. Firms need to be registered in order to list.
[9] Law 10 of 1993
[10] Fondo de cesantía.
[11] Prima de antigüedad.
[12] SIACAP.
[13] The CSS (Social Security Fund) is prohibited from investing in the stock market.
[14] As amended by Law No. 9 of 1946, Decree-Law No. 5 of 1997.
[15] As developed further in the Regulations (Acuerdos) to the SL.
[16] Corporation (SA), limited liability company, and various forms of partnership.

The CL regulates the constitution and liquidation of corporations, as well as their governing organs and documents, and has not been substantially reformed since 1927. Decree-Law 5 of 1997 introduces technical amendments to the CC, CL and SL, in view of their modernization, but few material changes.[17] The SL regulates publicly offered securities, financial intermediaries and other market participants, clearing and settlement, mutual funds, investment funds, and pension funds. It also includes regulations on ownership disclosure of issuers, financial disclosure, accounting standards,[18] public tender offers, and insider trading. Finally, it covers a few specific minority rights, e.g. the disclosure of related-party transactions, director liability, and minority redress mechanisms.[19] The two main regulatory bodies that supervise the financial markets are the Superintendencia de Bancos (Superintendency of Banks) and the securities market regulator, CNV.[20] CNV regulates public offerings and licenses the PSE, the clearing corporation *Central Latinoamericana de Valores, S.A.* (LatinClear), broker-dealer houses, investment advisors, analysts and investment firms. It also examines, supervises and controls the activities of those involved in the securities market. The power of the CNV to regulate the SL has been successfully challenged in court.[21] The PSE is a for-profit listed company, and an SRO. The are no listing rules beyond the requirements of the CNV. LatinClear, regulates the deposit, custody, clearance and settlement of listed securities.

The CNV is an official, autonomous body under the Ministry of Economy and Finance. The three Commissioners are appointed by the Executive, and can only be removed by the Supreme Court. Their term is five years. The CNV files annual reports to Parliament, and is audited by the General Controller's Office. It has 46 employees.[22] The CNV submits its budget to the Ministry of Economy and Finance and Congress. Its revenues cover 50 percent of its budget.

The CNV has full investigative powers, access to documents of any registered entity, and power to extract sworn statements from registrants, provided there are well-founded reasons to believe that the SL or its regulations have been violated. The CNV may initiate an administrative investigation and impose fines of up to USD 100,000

[17] The law allows e.g. for electronic maintenance of companies' stock register, as well as the presence of shareholders at the AGM by electronic means instead of in person. It also allows companies, rather than individuals, to be board members.

[18] Article 8(5) requires the CNV to determine the format and content of financial disclosure, to decide which are the acceptable accounting norms in preparation of financial statements, and to adopt norms that establish the independence of auditors.

[19] Decree Law No. 247 of 1970, in force as per the current SL, specified minority rights. 2

[20] Insurance companies are supervised by Superintendencia de Seguros y Reaseguros.

[21] The CNV can issue Acuerdos (which are binding), Opiniones (which are non-binding legal interpretations) and Resoluciones
(which are CNV decisions on specific matters, e.g. the granting of a license to a stock broker or the imposition of a fine).

[22] For comparison, the Superintendency of Banks has 251 employees. Salaries at the CNV are significantly lower than those for comparable positions in the private sector.

for a single violation, and of up to USD 1 million for multiple violations in a single transaction or in a series of related transactions.[23] The CNV can suspend trading or cancel the registration of any issuer. It is also obliged to report fraud and insider trading to the Attorney General, who then initiates a criminal charge. PSE's enforcement arm (staff of two) supervises all operations. The PSE can and does suspend trading (mainly for late disclosure), and can delist, although it rarely uses the latter power.

The Corporate Governance Guidelines issued by the CNV will enter into force by 2005, on a comply and explain basis.[24] Corporate governance of banks is regulated by Regulations No. 4-2001 and 1-2002, issued by the Superintendency of Banks. Most of the regulations are voluntary; the two mandatory requirements on banks are the creation of an audit committee and of a risk management function. The *Asociación Panameña de Ejecutivos de Empresas* is an NGO that has fostered business ethics in the private sector.

III. REVIEW OF CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES

This section assesses Panama's compliance with each OECD Principle of Corporate Governance. Policy recommendations are offered if a Principle is less than observed.[25] While the Principles relate to listed companies, the recommendations may be helpful for all companies (SA).

Section I: The Rights of Shareholders

Principle IA: The corporate governance framework should protect shareholders' rights. Basic shareholder rights include the right to: (1) secure methods of ownership registration; (2) convey or transfer shares; (3) obtain relevant information on the corporation on a timely and regular basis; (4) participate and vote in general shareholder meetings; (5) elect members of the board; and (6) share in the profits of the corporation.

[23] The ten largest fines imposed since its inception have been actively disputed in court, and none of them have been collected. The CNV's right to impose fines on management, directors, and major shareholders has been disputed in court. No judgment has been issued (see also Annex D, "Court Challenges to the Regulatory Powers of the CNV").
[24] Regulation No. 12-2003. For new issues, the Guidelines are already in effect. 3
[25] Observed means that all essential criteria are met without significant deficiencies. **Largely observed** means only minor shortcomings are **observed,** which do not raise questions about the authorities' ability and intent to achieve full observance in the short term. **Partially observed** means that while the legal and regulatory framework complies with the Principle, practices, and enforcement diverge. **Materially not observed** means that, despite progress, shortcomings are sufficient to raise doubts about the authorities' ability to achieve observance. **Not observed** means no substantive progress toward observance has been achieved.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: **Secure methods of ownership registration.** Shares of listed companies are 100 percent registered.[26] This does not mean that they are held in the name of the ultimate owner; commonly, the shares are registered in the name of the nominee (e.g. the broker). For shares deposited with LatinClear, legal ownership is certified by the book entry of the broker executing the trade.[27] Shares not deposited with LatinClear are registered in the company's share register.[28] In this case, LatinClear appears as the owner of record in the company' share register, and the broker is the nominee. Only 10 percent of shares are deposited with LatinClear.

Convey or transfer shares. Listed shares must be freely transferable. Securities traded on the PSE must be cleared and settled by LatinClear. LatinClear clears and settles transactions in DVP3 on T+3,[29] but does not provide novation. Foreigners are prohibited to own, hold shares in, or serve as directors in, retail firms.[30]

Obtain relevant information on the corporation on a timely and regular basis. Companies make periodic and continuous disclosures to the CNV, which are provided to the public upon request and will soon be available on the web. Companies do not usually distribute their annual report to shareholders before the day of the annual shareholder meeting (AGM).[31]

Participate and vote in general shareholder meetings. Companies are not required to hold AGMs by statute, but listed companies do so in practice.

Elect members of the board. CL does not regulate the election of directors. Ex-ante, no information is filed on newly-nominated directors. Usually, a single vote is held for the entire slate of directors proposed by the board at the AGM. Cumulative voting is allowed by law, if specified in the articles of incorporation.[32] In practice, cumulative

[26] CL allows for bearer and registered shares.
[27] Régimen de Tenencia Indirecta.
[28] According to Section 36 of CL, every corporation has the obligation to keep a stock ledger, listing the names of all stockholders of the company, their domicile, number of shares corresponding to each one, date of acquisition and amount paid. In addition, in the case of controlling stakes, companies are obliged to keep track of indirect holdings to the level of the beneficial owners. There is no obligation to include said information in the share register.
[29] More than half of all transfers take place outside the stock market (1,395 out of 2,254 transaction in 2003). Source: LatinClear.
[30] This restriction is due to a constitutional limitation that reserves retail commerce for Panamanian nationals - a limitation that does not extend to any corporation engaged in the business of providing services of any nature.
[31] It is usually not available until two to three days before the meeting.
[32] Cumulative voting allows minority shareholders to cast all their votes for a single candidate. Suppose that a publicly traded company has two shareholders, one holding 80 percent of the votes and another with 20 percent. Five directors need to be elected. If there is no cumulative voting rule in place, each shareholder will have to vote separately for each director. The majority shareholder will get all five seats, since he will outvote the minority shareholder each time by 80:20. With cumulative voting, the minority shareholder can decide how to place his votes. The optimal strategy would be to take all his votes (five times 20 percent) and cast them for one board member. The minority shareholder will then win that seat.

voting provisions are not common.[33] Shareholders can nominate directors at the AGM without prior announcement - should that happen, a ballot vote is held. A majority of shareholders can remove directors.

Share in the profits of the corporation. Shareholders do not propose the distribution of profits nor do they approve dividends. There is no statutory provision for a minimum dividend payment.

Policy recommendations: Listed companies should be required to hold an AGM. Financial statements should be made available well in advance of the AGM for shareholders to have sufficient time to make an informed decision on whether the financial statements reflect a true and fair picture. The manner of election of directors should be specified in the law. It should not be possible for shareholders to propose a director at the meeting, without prior announcement.

Information on newly-nominated directors should be available to shareholders before the AGM.

Principle IB: Shareholders have the right to participate in, and to be sufficiently informed on, decisions concerning fundamental corporate changes, such as: (1) amendments to the governing documents of the company; (2) the authorization of additional shares; and (3) extraordinary transactions that in effect result in the sale of the company.

Assessment: ***Partially observed***
Description of practice: Fundamental corporate changes are decided at extraordinary shareholder meetings (EGMs).[34] Major corporate transactions, such as mergers and windings up, as well as changes to company business or objectives require the approval of more than 50 percent of outstanding capital.[35] The shareholder meeting has exclusive power to amend the articles of association,[36] but can delegate the power to amend the bylaws to the board.[37] Though the shareholder meeting alone can authorize increases in share capital, the board usually controls the share issues, determining price and payment conditions. Pre-emptive rights are not mandated by law. Large sales of assets are approved by 50 percent of capital stock.[38]

[33] Aseguradora del Atlántico (ADELA) has a cumulative voting provision.
[34] Section 51, CL.
[35] Sections 74 and 81, CL.
[36] Amendments to the Articles of Incorporation require a 50 percent approval (Section 22, Subsection b, CL).
[37] Bylaws develop the articles of association in detail, but cannot contradict them. 80 percent of companies do not have bylaws.
[38] Section 68, CL. The law fails to specify the exact definition of "large sales," and there as been no jurisprudence on the matter.

Policy recommendations: The shareholder approval rights of changes in bylaws need to be strengthened. Policymakers should consider introducing pre-emptive rights.[39]

Principle IC: Shareholders should have the opportunity to participate effectively and vote in general shareholder meetings and should be informed of the rules, including voting procedures, that govern them. (1) Shareholders should be furnished with sufficient and timely information concerning the date, location and agenda of general meetings, as well as full and timely information regarding the issues to be decided at the meeting. (2) Opportunity should be provided for shareholders to ask questions of the board and to place items on the agenda at general meetings, subject to reasonable limitations. (3) Shareholders should be able to vote in person or in absentia, and equal effect should be given to votes whether cast in person or in absentia.

Assessment: ***Partially observed***

Description of practice: While not mandated by law, the AGM is typically held within three months' of the fiscal year's end. Shareholders with 5 percent[40] of the vote can request the court to convene a shareholder meeting. There is no statutory provision for a quorum at the AGM or EGM. In practice, the average quorum at AGMs is 60-70 percent.[41] (1) Notice must be at least ten days in advance[42] and is usually served by mail or published in a local newspaper. The notice includes the time and place of the meeting and the agenda.[43] Agendas are standard and do not specify the real nature of issues to be discussed.[44] (2) Shareholders cannot put items on the agenda before the meeting. Issues not on the agenda can be raised and decided at the AGM. At EGMs, only items on the agenda can be discussed. (3) CL allows the bylaws to set voting rules. Often, a shareholder stands and presents a motion for unanimous approval. Unless a shareholder or group objects to this initiative, the decision is taken by show of hands. If an objection is raised, then a formal vote by ballot is conducted. Proxy votes do not require notarization, proxies do not need to be physical persons, and shareholders can vote by telephone, fax or any other electronic means.[45] The proxy

[39] Pre-emptive rights give existing stockholders the opportunity to purchase shares of a new issue before it is offered to others. The purpose of these rights are to protect shareholders from dilution of value and control when new shares are issued.

[40] Article 39 of the SL mentions "1/20th of capital." In the opinion of certain legal scholars, this can be interpreted as 20 percent.

[41] Estimation by Sucre, Arias, and Reyes. Note that 57 percent (the average of the combined share of the top three shareholders of the ten largest traded companies) is held by the controlling shareholders.

[42] Section 42, CL. The bylaws of the corporation generally establish the means through which notice is given to shareholders.

[43] Section 40, CL. 5

[44] The agenda generally comprises four items: (a) reading of the minutes of the previous AGM; (b) presentation of financial statements; (c) appointment of the members of the board of directors, and (d) other matters.

[45] Decree-Law 5 of 1998.

statement is sent out without audited financial statements, information on auditors, directors, and any fundamental changes proposed.

Policy recommendations: Policymakers should consider extending the minimum meeting notice period to 30 days (in line with international investor requests).[46] It should be possible to place items on the agenda before the AGM and have the relevant information distributed at company expense. No resolutions should be adopted at the AGM, unless they were on the agenda or unless 100 percent of shareholders decide to do so. Generic agenda items, like "other business" should be prohibited. Regulation 16-2000 regarding proxy voting should be reintroduced. In particular, proxy solicitation should require the mailing of audited financial statements, information on auditors, directors, and any fundamental changes proposed.

Principle ID: Capital structures and arrangements that enable certain shareholders to obtain a degree of control disproportionate to their equity ownership should be disclosed.

Assessment: ***Materially not observed***
Description of practice: Any type of shares with any voting rights can be issued according to the CL. In practice, only common and preferred (non-voting) shares exist. The listed preferred shares enjoy a right to a fixed or special dividend, preference in dividend distribution and liquidation proceeds.[47] The articles of an SA need not specify the number of shares, nor the rights and privileges of each share class.[48] For listed firms, the annual report contains only basic information on the total number of shares issued in each class. The SL mandates that companies disclose direct, indirect and in concert ownership of 25 percent of capital; however, in practice, no more than the first level of ownership is disclosed, if anything, so it is impossible to ascertain the ultimate owner.[49] Disclosure of shareholder agreements is not mandated. Buy-backs are allowed; treasury shares do not have to be cancelled, but cannot be voted.[50]

---

[46] See Institute of International Finance, *"Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets,"* 2002.
[47] Three banks have opted to issue preferred shares in order to meet the Basle II capital requirements without diluting control. The shares represent 5 percent of total market capitalization and 16 percent of the trading volume, as of 2003.
[48] Section 2, Subsection 5 of CL states that the articles of incorporation must contain the number of shares in each class, preferences, privileges, voting powers and restrictions or requirements of shares in each class. If those details are not specified, they should be determined at a future date by a majority resolution of shareholders or by a resolution of a majority of directors.
[49] The onus of disclosure lies with the company, not the shareholders. Regulation 18-2000, referring to Art. 19 of Regulation 6-2000, requires the disclosure of the name, number of shares held and share ownership percentage of beneficial owners with control. Article 1 of the SL defines "control" as 25 percent, and "beneficial owner" as "direct or indirect ownership of a person or persons acting in concert."
[50] Regulated by Sections 15-18, CL, which regulate the source of funds to be used to buy back shares.

Policy recommendations: The annual report should detail the rights of the different classes of shares and the names of beneficial owners above a certain percentage of share capital, which by international practice is below 25 percent. The onus for disclosure should be on the shareholder, as well as the company. Shareholder agreements should be disclosed in order to be enforceable in a court of law. Shares bought-back by the corporation should be cancelled after a certain time, e.g. one year. For listed firms, it should not be possible to leave the privileges of each share class unspecified in the articles of association.

Principle IE: Markets for corporate control should be allowed to function in an efficient and transparent manner.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: Large control blocks can be acquired off the market in private negotiations, on the market by open-market purchase, or via a tender offer (OPA).[51] An OPA must be used for acquisitions of 25 percent or more, or for any acquisitions that will cause the acquirer to obtain 50 percent or more of the capital. Notice is given to the CNV at the time of OPA, and a copy is filed with the target and the PSE. Such deals require real-time disclosure as material facts, publicly and to the CNV. In the case of a privately negotiated change of control, the content of the material fact disclosure is not regulated, but typically includes the identity of the buyer and the price. The use of anti-takeover devices is not frequent. There are no delisting provisions, including no squeeze-out provisions. There have been less than a dozen public tenders since 2000, all friendly deals. For example, C.A. Beverages (CAB) purchased control of Coca Cola de Panama in a friendly deal in 2000. In 2002, CAB made an OPA to all shareholders, at the same price at which it acquired the controlling block. In this way, the firm acquired 96 percent of the shares and delisted.

Policy recommendations: An efficient and equitable mechanism for delisting needs to be put in place. Consideration should be given to minority protection measures, in particular minimum prices for squeeze-outs. The OPA section of the law should be developed in more detail. Unless ultimate ownership is known by the regulators, takeover regulations cannot be enforced.

Principle IF: Shareholders, including institutional investors, should consider the costs and benefits of exercising their voting rights.

[51] The OPA *(oferta pública de acciones)* is regulated by Sections 94-103 of the SL and Regulation 7-2001.

Assessment: ***Materially not observed***
Description of practice: Most retail investors are connected with the controlling shareholders and tend to vote with them. Retail investors regularly attend AGMs and initiate discussions, but do not disagree or litigate. Institutional investors do not typically invest in Panamanian equities. Pension funds regulation[52] is incipient, and there is no general obligation to disclose voting policy or to vote. The CNV's pension fund unit was created in March 2004.

The law makes it easy for institutional investors to vote: the date of record is up to 40 days prior to the AGM,[53] and shares are not blocked from trading.

Policy recommendations: CNV should issue detailed regulation regarding the working of pension funds - including guidelines on how to deal with conflicts of interest. Policymakers should also consider a requirement for funds to disclose their voting policies.

Section II: The Equitable Treatment of Shareholders

Principle IIA: The corporate governance framework should ensure the equitable treatment of all shareholders, including minority and foreign shareholders. All shareholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights. All shareholders of the same class should be treated equally. (1) Within any class, all shareholders should have the same voting rights. All investors should be able to obtain information about the voting rights attached to all classes of shares before they purchase. Any changes in voting rights should be subject to shareholder vote. (2) Votes should be cast by custodians or nominees in a manner agreed upon with the share's beneficial owner.

Assessment: ***Materially not observed***
Description of practice: There are common (voting) and preferred (non-voting) shares. Shares have the same voting rights within each class, and voting rights information is readily available. There are several redress mechanisms available to shareholders. Arbitration courts are an option to shareholders of the rare firms whose bylaws contain an arbitration clause. Civil circuit courts have jurisdiction over the SL to impose civil liability. The CNV's right to initiate a class action suit on behalf of shareholders is limited to the following circumstances: (1) the persons involved cannot be easily identified or are numerous, or (2) individual damage is too small to initiate a personal

[52] Regulated by Law 10 of 1993, as amended by the SL.
[53] Section 45, CL. 7

action.[54] The CNV can request the court to order an examination of the issuer's books.[55]

Five percent of shareholders can also do so.[56] Any shareholder can protest AGM resolutions; however, grounds are limited to technical matters,[57] making this redress mechanism ineffective in practice. Dissent does not give rise to withdrawal rights. Shareholders may file a lawsuit against the company for misrepresentation.[58] The direct action has never been used. Alternatively, and only in case of a violation of the SL, shareholders can file a complaint with the CNV, which in turn undertakes an investigation.[59] Holders of 5 percent of outstanding shares can obtain the legal representation of the company and bring a criminal proceeding against directors, management, lawyers, and auditors in case of fraud, crimes against company property, patrimonial crimes, illegal appropriation.[60] This criminal proceeding was significantly strengthened with the Financial Crimes Law *(Ley de Delitos Financieros)* 45 of 2003.[61] Finally, the company can hold directors liable for poor management.[62] However, the lack of a derivative action for civil claims makes this venue impractical for redress.[63] In practice, there have been no actions against boards of listed firms. Filing corporate action is hampered by the difficulties in proving cases, especially considering the difficulty for minority shareholders to obtain relevant information; the lack of specialization in the judicial branch and the high costs of long trials.[64]

Nominees have three days to notify the beneficial owner about an AGM. There is no rule requiring nominees to notify beneficial owners of their options in instructing the nominee how to vote shares. If shareholders would like to instruct the custodian how to vote, they need to draft a special document for the purpose, which adds complexity and discourages shareholder activism.

---

[54] Article 210 of SL, copied from Article 172 of the Consumer Protection Law 29 of 1996.
[55] The CNV is authorized to request "special reports" from issuers, with respect to the independent auditor's opinion. The CNV determines the contents of these reports and how often they should be provided for by the issuer (Article 9 of Regulation 8-2000).
[56] Article 1379-94 of the Code of Civil Procedure.
[57] This is a direct action against AGM resolutions that contradict the law, bylaws, or articles. Within 30 days, a shareholder can use a summary proceeding, and thereafter, the ordinary proceeding is available (Art. 38).
[58] Sections 195 and 204 of the SL.
[59] Including misrepresentation of financial statements, insider trading, manipulation of market, or selling securities without being registered. Resolution N° 244-01 issued by the CNV imposed fines on Financiera El Roble, S.A., Aquilino de la Guardia Romero, Epimenides Díaz, Carlos de la Guardia, Arthur Andersen and others for false information.
[60] Article 36 of SL.
[61] The scope of crimes was widened. For example, "falsifying accounts" now includes "omitting material information." This criminal liability is extended to all insiders who certify the accounts (directors, officers, the external auditor). Finally, the maximum punishments are increased to five to seven years in prison.
[62] Article 41 of SL (Article 444 of the CC). Decision is by an AGM resolution.
[63] A general derivative action for any third party, not specifically shareholders, is provided in theory by Article 996 of the Civil Code, which has never been used in practice.
[64] Summary proceedings take three years on average, as opposed to general commercial litigation which averages seven years. The proceeds are significantly delayed at the appeals level.

Policy recommendations: The pursuit of oppression remedies through the courts is not a practical redress option, given the lack of specialization in the judicial branch and the high costs of long trials. Policymakers should consider authorizing the CNV to intervene on behalf of shareholders should the CNV investigation warrant such intervention. Dissenting/withdrawal rights (not through the court) should be created for shareholders who disagree with AGM resolutions. Consideration should be given to lengthening the term for nominees to notify shareholders of an AGM. Proxy solicitation should include a standard form that provides the opportunity for the shareholder to instruct the custodian how to vote on each issue.

Principle IIB: Insider trading and abusive self-dealing should be prohibited.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: There is a general prohibition on using privileged information in trading securities.[65] Director shareholdings need not be divulged, unless the holdings constitute control. There is no mandatory reporting on trading by insiders. This curbs effective insider trading surveillance. Penalties are civil in nature; damages are triple the gain or the loss avoided.[66] The CNV has only received one complaint for alleged insider trading, involving shares of Capitales Nacionales, that was dismissed after the CNV determined that no violation had occurred. The CNV recently implemented an electronic surveillance system of access to tick-by-tick trades.

Policy recommendations: Holdings and trading of insiders should be disclosed as material facts.

Principle IIC: Members of the board and managers should be required to disclose any material interests in transactions or matters affecting the corporation.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: The disclosure of related party transactions (RPT) is theoretically compliant with IAS-24.[67] Disclosure includes a description of any business or contract in which the registered company or its controller is a party, and in which any of its related parties may have direct or indirect interest, with indication of the name of the person and its relationship with the company, the nature of their interest and the amount. Information is disclosed to the CNV, PSE and to the public on an annual basis. In practice, RPTs are not disclosed consistently, and neither the CNV nor auditors can effectively catch an omission of material information. The approval process

[65] Section 196, SL 1999.
[66] Section 204, SL, 1999.
[67] Regulation 6-2000. Loans to related parties are treated like any other related party transaction.

is less regulated. The Corporate Governance Guidelines[68] do contain some provisions in this regard, although they do not carry the force of law. RPTs are approved by a majority of the board of directors, and the law does not prohibit the related party to vote.[69] In the case of banks, the Superintendency of Banks imposes limits on related loans and investments.[70]

Policy recommendations: CNV should put emphasis on enforcing disclosure of RPTs. Related parties should not be allowed to vote where they have a material interest. Policymakers should consider introducing a requirement for listed companies to create audit committees, whose tasks would include the pre-vetting of related party transactions.

Section III: Role of Stakeholders in Corporate Governance

Principle IIIA: The corporate governance framework should recognize the rights of stakeholders as established by law and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs, and the sustainability of financially sound enterprises. The corporate governance framework should assure that the rights of stakeholders that are protected by law are respected.

Assessment: ***Observed***
Description of practice: There are no specific requirements that corporations take into account stakeholder interests. Stakeholder rights are commonly regulated in their applicable legislation (e.g. the Labor Code covers employees' rights; the Civil Code and consumer laws provide rights to creditors and consumers). Employees have extensive legal and contractual (labor) rights. In restructuring, the company faces restrictions in firing employees, and liability for the labor compensation rights (together with any new owners of the restructured entity).[71]

The debt collection mechanism followed by banks is efficient. Further, banks review each credit quarterly for signs of financial distress. The Antitrust and Consumer Rights Law defines the rights of consumers.[72]

Principle IIIB: Where stakeholder interests are protected by law, stakeholders should have the opportunity to obtain effective redress for violation of their rights.

[68] Regulation 12-2003, see Annex E.
[69] Article 34 of SL mandates disclosure of RPTs to the AGM, but it is not enforced in practice.
[70] Banks can lend or invest up to 5 percent of their capital without collateral to a related party (per loan / investment), and up to 10 percent with collateral, but the total cannot exceed 50 percent. 9
[71] Section 14 of the Labor Code.
[72] Law 29 of 1996.

Assessment: ***Observed***
Description of practice: Typically, creditors attempt an out-of-court negotiation upon default. Failing that, secured credits carry a first right for collection from secured assets, both in and out of bankruptcy. Liquidation is drawn-out, so creditors prefer to use a three-month proceeding to acquire the right to administer the debtor upon default.[73] Creditors may file summary "Executive Claims" in order to judicially collect payment of debts.[74] If the credit is unsecured, the creditor may petition to a judge to sequester the corporation's assets prior to filing the actual executive claim. If the credit is secured (with either pledged or mortgaged assets), then the creditor will usually file an embargo petition on the secured assets, along with the executive claim. Companies with 20 or more employees must have a Company Committee as a conciliation device before taking matters to the Ministry of Labor or to courts.[75] Employees can seek redress from the General Work Department of the Ministry of Labor,[76] or can undertake judicial actions at the Sectional Labor Courts.[77] Consumers can use both administrative and judicial procedures to request the annulment of adhesion agreements, exercise warranty rights and obtain payment for damages, either individually or through class actions.[78] Environmental infractions carry administrative, criminal and civil liabilities.

Principle IIIC. The corporate governance framework should permit performance-enhancement mechanisms for stakeholder participation.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: Companies do not have to share profits with their employees, and options are unregulated. The SL only states that offers and sales of securities to employees, directors or officers are exempt from registration with the CNV.[79] The major banks have started to offer stock option plans to their executives comprising a small part of their compensation. Some listed banks have adopted non performance-related employee share ownership plans.

[73] Title XVII ("Concurrence and Preference of Credits"), Book IV, of the Civil Code makes debtors liable with all current and future assets, and defines an order of priority of claims.
[74] Section 1612-3 of the Code of Procedure.
[75] Section 186 of the Labor Code. The Committee is composed of two union representatives (or representatives elected by the employees if no union exists) and two representatives of the employer.
[76] An individual or a collective conciliation before starting a judicial legal proceeding against the employer.
[77] Except for cases related to employee termination, which are addressed to the Conciliation Boards, labor issues are adjudicated privately by collegiate bodies. Decisions are appealed at the Superior Labor Court, and further at the Supreme Court of Justice.
[78] Administrative procedures are handled by the Antitrust and Consumer Affairs Commission (CLICAC) for claims up to USD 500. Class action and claims above USD 500 must be filed before Commercial Courts.
[79] Section 82.

Policy recommendations: Careful attention should be paid to the international debate on the use/abuse and expensing of stock options before adopting such practices.

Principle IIID: Where stakeholders participate in the corporate governance process, they should have access to relevant information.

Assessment: ***Observed***
Description of practice: Social balance sheets are uncommon - an exception is the annual Social Report issued by *Empresa General de Inversiones*, the holding company of *Banco General*. Other financial institutions publish internal bulletins where they inform on the activities in which their employees participate. Creditors have adequate access to debtor information.

Section IV: Disclosure and Transparency

Principle IVA: The corporate governance framework should ensure that timely and accurate disclosure is made on all material matters regarding the corporation, including the financial situation, performance, ownership, and the governance of the company. Disclosure should include, but not be limited to, material information on: (1) The financial and operating results of the company. (2) Company objectives. (3) Major share ownership and voting rights. (4) Members of the board and key executives, and their remuneration. (5) Material foreseeable risk factors. (6) Material issues regarding employees and other stakeholders. (7) Governance structures and policies.

Assessment: P***artially observed***
Description of practice: Listed firms need to file quarterly and annual reports to the CNV, and make them public.[80] (1) The annual report contains the consolidated financial statements, notes and the auditor report. (2) The CNV requires the filing of a management discussion and analysis, though some issues of quality of the information arise for some companies. No discussion of company objectives is required.[81] (3) Disclosure of capital and voting structure details is voluntary. Only the first level of ownership of blocks of 25 percent is disclosed. (4) The names of directors and senior management are reported. However, this can be avoided by nominating legal persons rather than individuals to the board.[82] There is no information on board remuneration. (5) Material foreseeable risk factors are discussed in the notes to the finan-

[80] The *Informe de Actuación Anual* is similar to the 10-K. Regulations 8-2000 and 18-2000, Art. 71, 79 of SL.
[81] Though some companies may include an analysis of perspectives, for example Compañia Istmeña de Seguros, S.A.
[82] Decree-Law 5 of 1997.

cial statements. (6) Material issues regarding employees and stakeholders are reported as material facts. (7) Regulation 12-2003 prescribes a "comply or disclose" corporate governance policy that will go into effect in 2005.

The CNV sanctions issuers whose reports are late with a fine of up to USD 3,000, suspension, or delisting.[83] The CNV reviews reports during 20 working days after submission, and informs the issuer if additional information must be submitted. Compliance with disclosure deadlines is satisfactory, and the CNV plans to focus future efforts on improving quality. The CNV monitoring team is composed of a staff of five for market monitoring and three for registration.

Policy recommendations: The disclosure requirements should be strengthened to include more mandatory reporting on performance, ownership and the board of directors. Enforcement needs to be extended to include the monitoring of the quality of information filed, in addition to the timeliness of reporting. This will require additional staff to be assigned to the monitoring team.

Principle IVB: Information should be prepared, audited, and disclosed in accordance with high quality standards of accounting, financial and non-financial disclosure, and audit.

Assessment: ***Partially observed***
Description of practice: Listed companies have the option of complying with IFRS/ISA or US GAAP/GAAS, and most domestic companies comply with the former. Annual accounts must be audited by an accredited independent auditor, typically a "Big Four" firm. There is a second tier of reputable, and quality audit firms. The Accountants Administrative Council *(Junta Técnica de Contabilidad)*[84] is composed of practitioners and university representatives, and is presided over by the Vice Minister of Commerce and Industry. The Junta issues licenses to public accountants.[85] Theoretically, it is also in charge of enforcing compliance with the Code of Ethics[86] and ensuring professional quality and liability. The *Junta* is the only body that can suspend or cancel a public accountant's license, but it has not imposed any public disciplinary sanction since it was created in 1978.

[83] In 2000, 76 fines where imposed. In 2001 the number of fines was reduced to 42, while in 2002, 23 fines where applied.
[84] Public Accountant's Law 57 of 1978. 11
[85] An accountant's license requires a professional accounting degree, but no experience. Any licensed accountant can audit listed firms; there is no registration with the CNV. There are over 100 accounting firms and 5,000 accountants.
[86] The Junta attempted to enforce uniform compliance with IFRS, but was successfully challenged before the Supreme Court. However, in the case of listed firms, IFRS is mandatory. This is regulated by the CNV in the case of firms and by the Superintendency of Banks in the case of banks.

Policy recommendations: Statutory auditors need an effective oversight mechanism. It should provide the following functions: (1) qualification of auditors; (2) setting professional standards; (3) enforcing those standards through on-site inspections and disciplinary proceedings and; (4) reporting to the public. Assessing the extent to which accounting and auditing standards are observed would require a ROSC review of accounting and auditing practices.

Principle IVC: An annual audit should be conducted by an independent auditor in order to provide an external and objective assurance on the way in which financial statements have been prepared and presented.

Assessment: ***Partially observed***
Description of practice: The standard of auditor independence is quite stringent. An independent auditor[87] cannot have been employed in a management capacity, be related by family to such persons, or have financial interests with the company. Auditors are, in practice, appointed and removed by the board of directors. The CNV recently opined (no power of law) that certain non-audit services conflict with auditor independence.[88] Audit and consulting fees are not disclosed in the annual report. Rotation of audit teams (not audit firms) is to occur every three years.[89] Auditors are obliged to report criminal activities to the Attorney General. Auditors rarely issue qualified opinions. They are typically not present at the AGM to notify shareholders of any concerns. Auditing liability exists and has been invoked in court in a recent case.[90]

Policy recommendations: Duties of auditors to warn the AGM of problems with the financial statements should be strengthened. Three-year rotation rules may be excessively short, as there are benefits to auditors knowing the company well. A five year rule may be more appropriate, in accordance with international practice (e.g. seven years in the US, five years in France).

Principle IVD: Channels for disseminating information should provide for fair, timely, and cost-effective access to relevant information by users.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: Issuers have 60 days after the close of each quarter and 90 days

[87] Regulation No. 8-2000.
[88] Opinion No. 8-2003, issued in December 10, 2003.
[89] Regulation No. 8-2000.
[90] BNP vs. KPMG. Subsequent to this case, Law 45 of 2003 further imposed criminal liability on auditors. Insurance is not popular among domestic auditors.)

after the close of the fiscal year to file reports with the CNV. Companies have the option of publishing the annual report in a national newspaper or specialized magazine, mailing it to all shareholders, or making it available on their website.[91] In practice, companies often only publish a summary.

Material facts, defined as information that may significantly affect the price of a security,[92] must be disclosed in real time. The announcements are not pre-vetted by the PSE, and trading is not suspended. The law provides for an exemption if management considers that the disclosure of the information would damage company interests. This exemption carries the potential for abuse.

Policy recommendations: Investors should have access to complete annual reports in a timely fashion, e.g. the CNV should publish filings on its website. Issuers should not be able to invoke the "sensitive information" exemption without express CNV permission, and there should be strict conditions and a time limit to any exemption.

Section V: The Responsibility of the Board

Principle VA: The corporate governance framework should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management by the board, and the board's accountability to the company and the shareholders. Board members should act on a fully informed basis, in good faith, with due diligence and care, and in the best interest of the company and the shareholders.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: Panama has a single-tier board structure with a minimum of three directors. In practice, the top ten listed firms have an average board size of 7.5, ranging from three to 14 members. Directors can hide behind legal vehicles when serving on the board, which renders the pursuit of director liability problematic.[93] There are no requirements for director qualifications or independence by law. The typical board consists of directors representing the main shareholder, the general manager (who, in some cases, is also the chairman, as in four of the top ten listed firms), an attorney as a secretary, and possibly an important businessman related to the company, e.g. as a major supplier or customer. Within a business group, the senior owners commonly sit on the holding board, while more junior family members sit on subsidiary boards. There is a significant overlap among boards of holding and sub-

[91] Regulation 18-2000. 12
[92] Article 77 of SL.
[93] Decree-Law 5 of 1997.

sidiary companies. The board is accountable to the company and to third parties, but not directly to shareholders.[94]

Policy recommendations: The board should be accountable to the company and to shareholders. Companies should not be allowed to nominate legal persons or nominee directors to the board, and board remuneration should be disclosed.

Principle VB: Where board decisions may affect different shareholder groups differently, the board should treat all shareholders fairly.

Assessment: ***Partially observed***
Description of practice: Directors are liable for a duty of care and diligence;[95] however, this duty has never been invoked in a court of law. The law does not provide for a "business judgment rule." Other duties are not expressly spelled out. By recommendation of the Corporate Governance Guidelines, directors have a duty to inform the board in case of conflict of interest, and are recommended not to use corporate business opportunities for their personal benefit.

Policy recommendations: The fiduciary duties of the board should be more clearly set forth in the law, in order to clarify the board's responsibility to the company and all shareholders. Shareholder ability to invoke director liability should be strengthened.

Principle VC: The board should ensure compliance with applicable law and take into account the interests of stakeholders.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: Directors have a general duty to obey the law, articles of incorporation, and bylaws. The board has no legal obligation to take into account stakeholder interests. Director duties do not switch to creditors in bankruptcy, but there are associated liabilities, e.g. if they declare dividends or distribute assets that reduce the value of the assets of the company to less than the amount of its obligations. Furthermore, creditors have the (court-granted) right to administer the debtor upon default, whereby directors cede control.

[94] Article 41 of SL (Article 444 of the CC).
[95] Article 979 of the Civil Code provides a general duty of **Pater Familias.** The liability is provided in Article 41 of SL (Article 444 of the CC).

Principle VD: The board should fulfill certain key functions, including (1) Reviewing and guiding corporate strategy, major plans of action, risk policy, annual budgets and business plans; setting performance objectives; monitoring implementation and corporate performance and overseeing major capital expenditures, acquisitions and divestitures. (2) Selecting, compensating, monitoring and, when necessary, replacing key executives and overseeing succession planning. (3) Reviewing key executive and board remunerations, and ensuring a formal and transparent board nomination process. (4) Monitoring and managing potential conflicts of interest of management, board members and shareholders, including misuse of corporate assets and abuse in related-party transactions. (5) Ensuring the integrity of the corporation's accounting and financial reporting systems, including the independent audit, and that appropriate systems of control are in place, in particular, systems for monitoring risk, financial control, and compliance with the law. (6) Monitoring the effectiveness of the governance practices under which it operates and making changes as needed. (7) Overseeing the process of disclosure and communications.

Assessment: ***Partially observed***
Description of practice: In practice, the board fulfills all key functions; however, such regulation is spelled out only for banks.[96] The Corporate Governance Guidelines prescribe powers and duties of directors, but do not have the force of law. (1) The board has absolute control of the business of the corporation. (2) The board plays a key role in the selection, compensation, monitoring, and replacement of key executives. In the largest listed companies, there is professional management unrelated to the board. (3) It reviews key executive and board remuneration. While sitting fees are usually nominal,[97] in some cases, director remuneration is a percentage of profits and can be substantial. The board nomination process is not transparent, since ex-ante no information is filed on newly-nominated directors. Further, any shareholder can nominate directors at the AGM without prior arrangements. (4) Insider-dominated boards may not succeed in preventing misuse of corporate assets and abuse in related-party transactions. (5) Directors do carry liability for preparation and presentation of financial statements. (6) The Guidelines prescribe a "comply or disclose" policy on corporate governance practices that will take effect in 2005. (7) The board is responsible for overseeing disclosure and communication.

Policy recommendations: It is advisable that the key functions of the board be formally spelled out for listed firms. Director training and awareness-raising would aid direc-

[96] Regulation No. 4-2001.
[97] About USD 100 per board meeting.

tors to fully understand their rights, responsibilities and liabilities. Disclosure of individual director compensation may provide a first step to preventing abuse through insider over-payment.

Principle VE: The board should be able to exercise objective judgment on corporate affairs independent, in particular, from management: (1) boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgment to tasks where there is a potential for conflict of interest. Examples of such key responsibilities are financial reporting, nomination, and executive and board remuneration. (2) board members should devote sufficient time to their responsibilities.

Assessment: ***Materially not observed***
Description of practice: There is no statutory requirement for listed firms to have independent directors. The chairman[98] usually is, or represents, the main shareholder. The Corporate Governance Guidelines recommend that 20 percent of directors be independent and that an audit committee with at least 30 percent independent members be created. In contrast, banks must have a 100 percent independent audit committee. Directors are not considered independent if they hold over 5 percent of shares, have management functions, or are related to those who do. There is no maximum term for directors or limit on the number of directorships held. There are no statutory requirements for the frequency of board meetings. In practice, meetings may be every two to three months. Board minutes and attendance records are not public.

Policy recommendations: Good practices are moving in the direction of a greater role for special purpose board committees, particularly in the areas of audit and compensation. While it may not be practical in the Panamanian context to require a certain number or percentage of independent directors on the boards of listed companies, board members should make public their relationship to controlling shareholders, management and the company. It is also important that directors devote enough time to their duties. Policymakers should consider whether it would be advisable to make mandatory the filing of board minutes with the CNV.

Principle VF: In order to fulfill their responsibilities, board members should have access to accurate, relevant and timely information.

Assessment: ***Largely observed***
Description of practice: There is no statutory right for individual directors to access

[98] Referred to as President.

information, but courts can grant access to internal company documents to the board as a whole.

Policy recommendations: Regulations should be adopted to grant access to internal company documents to individual (and particularly independent) directors.

IV. SUMMARY OF POLICY RECOMMENDATIONS

This section summarizes, extends and prioritizes the above recommendations to improve Panama's compliance with the OECD Principles. Key themes can be summarized as follows:

Legislative reform. Given the reluctance to make any changes to the CL that would make it less flexible, policymakers should consider introducing corporate governance reforms for listed firms through amendments to the SL. The SL should also explicitly grant CNV the power to regulate listed companies; in general, CNV's jurisdiction and regulatory powers need to be clarified and upheld. Ownership disclosure of ultimate owners should be significantly strengthened to permit the identification of significant shareholders. Regulation on proxy solicitation should be re-introduced, e.g. along the lines of Regulation 16-2000. ***Priority: high***

Enforcement. Emphasis on the enforcement of CNV regulations is a priority. The assessment recommends improved enforcement of disclosure provisions, with increasing emphasis on a review of content. CNV staff should be trained to gain awareness of corporate governance issues and abuses. Emphasis should be placed on the disclosure of ownership and related-party transactions. Law 45 of 2003 makes a first step in holding directors more accountable for their actions. Efforts in this direction need to be continued. One possible avenue to be explored is the requirement for issuers to file board minutes with the CNV. ***Priority: high.***

Institutional strengthening. The governance structure of CNV may be reconsidered in order to strengthen CNV's enforcement powers. An in-house appeals committee, independent of the Commissioners, for example, would ease the enforcement process, since current recourse is immediately at the court level. An alternative - that of implementing a single regulator over banks, insurance and pension companies, and issuers - is currently under discussion and should be carefully considered. This would enable a single monitor over business groups to tackle issues that several bodies with overlapping jurisdiction are less able to do. Shareholder redress should be a more practical option. A more active role for the securities regulator in this respect would be helpful. Finally, an effective oversight mechanism for statutory auditors should be created in order to improve the certification and quality of auditors. *Priority: medium.*

Voluntary/private initiatives. Audit committees should be introduced in listed non-bank companies, as the Corporate Governance Guidelines foresee. The creation of a director training organization will help increase director professionalism, as training is provided (on a fee basis); and in addition represents a driving force for corporate governance advocacy, providing input into future reforms. ***Priority: medium.***

Annex A: Summary of Observance of OECD Principles of Corporate Governance

Annex B: Summary of Policy Recommendations

Annex C: Markets and Market Participants

Panama's capital market is small and illiquid, though its market capitalization to GDP is comparable to those of Brazil or Argentina.. Value traded, and turnover relative to market capitalization are lower than those of comparison countries, based on standard market indicators.

Panama and Selected Latin American Countries: 2002 Equity Market Statistics

	Market Capitalization		Value Traded	Turnover	# of Listed
	mln. USD	% of GDP	% of GDP	Ratio	Companies
Panama	**3,225**	**37.9**	**0.004**	**0.02**	**25**
Argentina	38,927	30.00	0.91	1.66	107
Brazil	234,560	47.11	1.21	3.37	367
Chile	86,291	125.74	0.91	0.93	240
Colombia	14,258	18.30	0.08	0.55	114
Ecuador	2,153	7.85	0.02	0.23	30
Jamaica	8,500	114.83	0.27	0.28	39
Mexico	122,532	19.57	0.27	1.52	159
Peru	16,055	26.26	0.13	0.52	197
Trinidad and Tobago	10,605	102.73	0.46	0.55	35

Source: World Bank World Development Indicators. GDP figures from EIU. All figures for year-end 2003, Panama figures April 2004.

Note: Central American markets are small and illiquid. For example, Honduran equities did not trade in 2003.[1] There is therefore no reliable data in the past five years on market capitalization and trading volume in those countries. To give an approximate idea of the size of Central American stock markets, below are some dated statistics (note that Belize does not have a stock market):

[1] Source: Honduras stock exchange web-site.

	Market Capitalization mln. USD	% of GDP	Value Traded % of GDP	Turnover Ratio	# of Listed Companies
Costa Rica	2,300	14.56	1.37	12.00	22
El Salvador	1,520	11.01	0.17	1.30	32
Guatemala	232	1.11	0.03	0.01	10
Honduras	n.a.	n.a.	0.05	n.a.	32
Nicaragua	n.a.	n.a.	0.07	n.a.	11

Source: World Bank World Development Indicators. Honduras and Nicaragua figures from the respective stock exchange websites. Costa Rica data for 1999, El Salvador and Guatemala data for 2001, Honduras and Nicaragua data for 2003.

Annex D: Court Challenges to the Regulatory Powers of the CNV

Elaborations of the Securities Law are the purview of the securities regulator, the *Commission Nacional de Valores* (CNV). Nonetheless, the power of the CNV to regulate issuers has been at times, and successfully, challenged in court, setting a dangerous precedent and undermining the CNV's ability to enforce the law and issue rules and regulations. By the Securities law (SL), the CNV can issue: *Acuerdos*, which are binding; *Opiniones*, which are non-binding legal interpretations; and *Resoluciones*, which refer to specific CNV decisions, e.g. the granting of a stock-broker license.

For example, Article 284 of the new Securities Law #1 of 1999 required all existing financial companies to renew their licenses, granted under the old Securities Law Cabinet Decree 247 of 1970. On October 2, 2000, the CNV issued Opinion 14o, 12-2000, which clarified the deadline for the new licenses to be obtained. The Panamanian Association of Securities Brokers *(Asociación de Agentes Vendedores de Valores de Panamá)* disputed this CNV Opinion before the Supreme Court, attempting to avoid the licensing expense.[1] After two and a half years of legal action, on April 23, 2003, the court upheld Opinion 12-2000 as legal.

As a second example, there is the much publicized case of the disputed proxy solicitation requirements, *Acuerdo 16-2000*. *La Prensa*, a large listed publishing firm, violated proxy solicitation requirements[2] at its AGM, held on March 22, 2001. In

[1] The legal grounds for the protest was the civil law, holding that the law does not have effect on the past in detriment to vested rights (Article 3, Civil Code).
[2] Law 1 of 1999 (SL), Acuerdo 5-2000 and Acuerdo 16-2000.

response to the CNV's investigation of the violation, a member of the board of *La Prensa* protested to the Supreme Court the CNV right to regulate proxy voting requirements by means of *Acuerdos*. Even though the CNV right to regulate the matter is expressly spelled out in Articles 91 and 93 of the Securities Law,[3] the plaintiff maintained the unconstitutionality of those articles. This claim was based on Article 179 of the Constitution, which states that only the Executive branch is authorized to regulate legal matters. The Supreme Court held that, while the CNV was authorized to issue *Acuerdos* under Decree Law 1 of 1999, it was not authorized to issue *Acuerdos* relating to proxy voting requirements, because Articles 91 and 93 referred to "executive regulations," rather than CNV *Acuerdos*.

In sum, the regulatory powers of the CNV have been called into question for two principal reasons: (1) conflicts between the civil law framework in the country and the common law nature of securities law; and (2) lack of care in drafting certain parts of the new Securities Law. The power of the CNV to elaborate the SL is essential for effective enforcement of Corporate Governance issues by the regulator, and should be clarified and upheld.

Annex E: Summary of Agreement 12-2003 (of November 11th, 2003)

Regulation 12-2003 prescribes a "comply or disclose" corporate governance policy, effective as of 2005. Its recommendations increase transparency, and define the duties and powers of directors and officers.

Duties of the Board of Directors, Article 6

The board: (1) establishes communication and information channels with stakeholders; (2) regulates conflicts of interest of board members and key executives; (3) appoints, removes and evaluates top executives; (4) is responsible for internal control mecha-

[3] Article 91, Decree Law 1 of 1999: "Every person or group of persons that, acting together, requests of more than 25 beneficial owners of registered securities, voting proxies, authorization or consent in relation to any matter or meeting, must comply with the provisions of the present Title and with the regulations (so called "Acuerdo") adopted by the Commission on the procedures for distribution and use that must be given to said request, the information which must be divulged in it for the benefit of the stockholders and on the right form of said request." Article 93 of Decree Law of 1999: "Upon determining the information which must be included in the requests referred to in this Title, the Commission shall be limited to require the inclusion of information of importance so that the security holders can take informed decisions on the matter or the meeting referred to in the request for voting proxies, authorization or consent, and shall refrain from requesting information which does not comply with said purpose or impose a burden not justified on the person that must divulge said information. The Commission may establish different information disclosure requirements based on the type of matter or meeting which, is the subject of the request for voting power, or of the authorization or consent, in consideration of the issuer or of the security in question or of the type of security holder to whom the request is addressed, among other factors."

nisms, including oversight of internal accounting records and monitoring of the financial position of the company, as well as corporate risk policies.

Related Party Transactions, Article 7

Board members and officer disclose conflicts of interest to the board. Payments to directors and officers, and personal interests in corporate business opportunities, are forbidden.

Independent Directors, Article 8

The majority of directors should be non-executive, and the General Manager, Operations Manager, and Financial Manager should not chair the board. It is recommended that 20 percent of directors be independent. A Director is not independent if he is the beneficial owner of at least 5 percent of shares with voting rights, has duties in the administration or management of the company, or is the spouse of or has family ties to any such individuals (Article 2.5).

Shareholder Rights to Information, Article 9

Shareholder access to information is augmented, namely on insider pay and auditor selection.

Audit Committee, Articles 2.2, 11-13

The audit committee examines, evaluates and surveys the accounting and financial system of the corporation, verifies the independence of the external auditor, and follows up on internal systems of management controls. The audit committee is composed of 30 percent independent directors, chaired by the Treasurer of the Board. Its basic powers are to receive direct reports from the internal auditor, and determine their remuneration, appointment and removal. It can also investigate any matter within its competence. The audit committee: proposes the hiring of the external auditor; reviews the corporate accounts; oversees the internal control systems; inspects the corporate assets; links internal and external auditors; oversees disclosure to shareholders; reviews the nature of other services rendered by the external auditors; and reviews the interim and annual financial statements of the corporation.

Compliance and Risk Administration Committee, Articles 2.3, 14, 15

The compliance and risk administration committee surveys compliance with corporate governance and other rules. It is composed of at least three non-executive members, and of 30 percent independent directors. The committee supervises compliance

with the rules of corporate governance and makes written reports to the shareholder meetings; identifies corporate risks and creates the policies and proceedings for their administration; and verifies that all operationcarried out between the corporation, shareholders and/or key executives are under arms-length conditions and are disclosed to the shareholders.

Nomination Committee, Articles 2.4, 16, 17

The nomination committee has at least five members, including at least three members of the Board, one of which must be independent; the General Manager, and the Financial Manager or equivalent, and at least 30 percent independent directors. The selection or replacement of a director will be discussed only by directors in the committee; key executive selection/replacement can be discussed by all members of the committee. The functions of the committee are to nominate independent directors, oversee their appointment and replacement, and evaluate their independence, as well as review key executive compensation and recommend key executives' removal if warranted.

Transparency and Disclosure, Articles 5, 19-24

The regulation mandates a "comply or explain" approach to the above requirements, in both the prospectus and periodic reports.

UN INSTITUTO DE DIRECTORES PARA PANAMÁ

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

La creación de un instituto de directores con alcance regional sería de gran beneficio para Panamá. La propuesta concreta consiste en reunir en una organización privada a directores de empresas registradas en la CNV y de empresas no registradas, nacionales y de la región, cuyos directores deseen formar parte de la iniciativa. Existen 95 empresas registradas en las CNV. El promedio de miembros de la junta directiva en dichas empresas es de 5 directores, por lo cual tenemos un universo potencial de más de 300 directores.

No se propone en las circunstancias actuales- por ser poco realista, carecer de sentido y propósito- que participen los directores que la práctica denomina (la ley no los reconoce)- en un eufemismo- s*imples directores nominales*.

Los institutos de directores existen en varias jurisdicciones, por ejemplo Nueva Zelanda, Reino Unido, Brasil y México. Constituyen organizaciones privadas que aglutinan a personas que actúan como directores en sociedades anónimas. Su función principal es servir como un foro permanente en el cual los directores pueden intercambiar experiencias, conocimientos y sobre todo, donde pueden recibir información relevante de cómo ejercer de la mejor manera su importante labor de director. La función de director implica deberes fiduciarios muy delicados para con la sociedad anónima, con los accionistas y con los terceros en general, por ejemplo, bancos, acreedores, tenedores de valores, proveedores y trabajadores.

En el año 2004, y a petición de la CNV, el Banco Mundial llevó a cabo un reporte sobre la observancia de estándares y códigos en materia de gobierno corporativo en Panamá (ROSC, por sus siglas en inglés). Una de las recomendaciones del reporte consistió en la creación de una organización de directores que les permitiera recibir entrenamiento e información útil sobre sus deberes fiduciarios. Se concluyó que ello ayudaría a mejorar el profesionalismo de los directores y además ayudaría a avanzar en el tema del gobierno corporativo, en el cual Panamá tiene muchísimo por hacer.

Consecuentes con lo anterior la CNV ha dado seguimiento permanente al tema del gobierno corporativo en Panamá y recientemente invitó a Panamá a Nancy Metzger del Global Corporate Governance Forum. Esta visita ha servido para celebrar importantes reuniones con actores claves y de estas primeras evaluaciones ha surgido la pregunta de rigor: ¿Qué motivación práctica tendría el sector privado panameño para interesarse en una iniciativa como ésta? Si bien el hacer lo correcto y cumplir la

ley debiera ser, y para muchos es, el motivador principal, en el *mundo real y de los negocios*, lamentablemente, ello no es suficiente. Entonces nos preguntamos: ¿Qué puede motivar?

Estimamos que el simple instinto de *auto preservación* es el motivador suficiente para que los directores se interesen *personalmente* en esta iniciativa. Y decimos *personalmente* ya que este es un tema que no corresponde únicamente- ni a posteriori- a los asesores legales de los directores, ni de la empresa.

La responsabilidad de los directores de sociedades anónimas está regulada en Panamá desde el año 1927 y fue complementada en el año 1946. A partir del año 2000 han surgido normas que atribuyen responsabilidad personal a los directores y severas consecuencias por su incumplimiento. A título de ejemplo: Brindar información falsa sobre la existencia de controles internos en una empresa pública puede conllevar multa administrativa de hasta 300 mil balboas. Brindar información falsa al fisco puede conllevar responsabilidad personal para ciertos directores y pena privativa de libertad. Otorgar facilidades de crédito excediendo los límites permitidos, si con ello se produce la liquidación forzosa del banco puede conllevar para el director de un banco pena de prisión. Entes públicos como el Banco Nacional hacen en su nueva legislación las primeras referencias y aproximaciones al tema del gobierno corporativo y los directores.

Se anticipan mayores responsabilidades personales y más severas sanciones para los directores como se observa de las propuestas de reformas al código penal en lo referente a los llamados delitos financieros y los delitos societarios que se encuentran actualmente en discusión en la Asamblea Nacional.

No se trata de tomar cursos o seminarios aislados que dictan nuestros centros de estudios. No se trata de adherirse a códigos de ética que positivamente impulsan gremios privados. No se trata de practicar filantropía ni de una iniciativa cosmética. Se trata de una organización privada con carácter permanente, sostenible en el tiempo y con objetivos claros y cuantificables.

No esperemos al próximo escándalo financiero- como los que nos sacudieron en épocas muy recientes- para valorar la importancia de tomar medidas preventivas, que son más efectivas que las represivas, y sobre todo crear conciencia.

El ejercicio nos servirá para reflexionar como país único en el mundo en el cual, por extrañas razones, el tema de la responsabilidad de directores no encuentra todavía precedentes judiciales concretos, quedando en la comunidad la percepción de una especie de impunidad corporativa. Esta situación es insostenible en un país que quiere desarrollarse económicamente de forma real y no dudamos que va a cambiar. Lo mejor es estar preparados. Para mayor información puede visitar www.conaval.gob.pa Sección de Gobierno Corporativo

CAPÍTULO CUARTO

ASPECTOS PENALES Y CONCURSALES EN EL MERCADO DE VALORES.

LA PROTECCIÓN PENAL DEL SISTEMA FINANCIERO PANAMEÑO, UNA ESPECIAL CONSIDERACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Delia A. De Castro D.
Asistente de Fiscal de la Fiscalía
Decimocuarta de Circuito de Panamá.

I. INTRODUCCIÓN:

Panamá posee un Centro Financiero Internacional en el que se realizan miles de transacciones diariamente que producen beneficios para la economía nacional, las instituciones financieras y aquellas personas naturales y jurídicas o morales que lo utilizan para realizar operaciones comerciales productivas.

Participan de él una gran cantidad de intermediarios financieros, ya que a pesar de ser un país con una extensión territorial pequeña y oficialmente con menos de tres millones de habitantes, contamos con 77 bancos (2 oficiales, 40 con licencia general y 35 con licencia internacional)[526], 380 cooperativas[527], 137 empresas financieras[528], 19 aseguradoras[529], 2 organizaciones autorreguladas[530] (una bolsa de valores y una central de custodia de valores) y 33 casas de valores[531], todos reconocidos por el Estado, que pueden resultar afectados por actividades financieras delictivas y en igual medida, ocasionar perjuicio al público que en ellos confía.

Uno de los atractivos del sistema financiero panameño lo constituye la moneda que desde 1904, en virtud de la firma y entrada en vigor del Convenio Taft, circula en el territorio nacional a la par del balboa. El dólar hace que nuestro mercado sea aún más llamativo tanto para quienes quieren realizar negocios lícitos, como para aquellos que desean cometer delitos, incluso relacionados con la criminalidad organizada que no respeta fronteras.

Muestra de la existencia de la delincuencia económica nos ofrecen los múltiples casos sonados de esa clase de delitos que se han presentado en los últimos años y que han

---

[526] Bancos autorizados. http://www.superbancos.gob.pa/generales/bancos.html 1/9/2006.
[527] Instituto Panameño Autónomo Cooperativo. Departamento de Planificación. Cifras del primer trimestre del año 2006.
[528] Dirección General de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias. Información al 5 de septiembre de 2006.
[529] Superintendencia de Seguros y Reaseguros. Compañías de Seguros Autorizadas para operar en la República de Panamá. Información al 1º de septiembre de 2006.
[530] Organizaciones autorreguladas – Actualizada al 17 de marzo de 2006. www.conaval.gob.pa http://200.46.126.10/informacion%20al%20inversionista/Im_oar_17_03_2006.pdf .
[531] Casas de Valores - Licencias Vigentes. Actualizado al 20 de septiembre de 2006. www.conaval.gob.pa http://200.46.126.10/informacion%20al%20inversionista/casasvalores 20092K6.pdf

causado estragos mundialmente. Panamá, no ha escapado a esa realidad, pues producto de diversas conductas ilícitas que inciden en el campo económico, se ha ocasionado afectación monetaria del público ahorrista, inversionista e incluso de entidades bancarias y de valores, lo que ha traído como consecuencia enormes perjuicios para quienes participaron de transacciones mercantiles cuyos efectos trascendieron a la esfera penal.

Fue entonces con el propósito de prevenir y reprimir los delitos financieros, es decir, aquellas acciones típicas, antijurídicas, culpables y punibles, que afectan principalmente a las entidades bancarias, al mercado de valores y al público que confía en la solidez, credibilidad y buen manejo de estos, que surgió la Ley 45 de 4 de junio de 2003.

A partir de esa normativa, Panamá empezó a contar con un instrumento de protección penal eficaz del sistema financiero, debido a que la referida regulación tiene como uno de sus fines contribuir al desarrollo correcto de la economía nacional, sancionando ejemplarmente a aquellas personas que con su actuar alteren el desempeño adecuado de cada uno de los referidos negocios.

Ahora bien, nos avocamos a un cambio en el sistema procesal que rige en nuestro país. De un sistema que ha sido clasificado por algunos como mixto y por otros como inquisitivo, el proceso penal pasará a desenvolverse en un sistema procesal eminentemente acusatorio, en el que el Ministerio Público no tendrá facultades jurisdiccionales como lo son ordenar, por iniciativa propia, medidas que restrinjan la libertad personal, realizar diligencias de allanamiento y registro u ordenar la intervención de las comunicaciones telefónicas, pues tales diligencias deberán ser aprobadas previamente por un Juez o Magistrado de Garantías. Se reducirá el término de investigación y la prueba deberá ser reproducida en juicio en presencia de todas las partes para que haya mayor oportunidad de contradictorio.

Además de estos cambios, la reforma del sistema procesal viene acompañada de una modificación de diversos tipos delictivos económicos y de la incorporación de otras conductas relacionadas con ese ámbito a la legislación penal.

Por eso es de nuestro interés realizar el análisis que implica la transición de las normas actuales a las futuras y los efectos procesales que conllevan tales reformas.

II. REGULACIÓN PENAL:

A. BIEN JURÍDICO PROTEGIDO:

El bien jurídico, según señala el profesor Hipólito Gill Suazo, "está constituido por el

valor individual, social, estatal o comunitario que se protege por medio del tipo penal,..."[532]

Dicho en otras palabras, constituye aquel objeto que el legislador ha considerado que merece protección penal porque su vulneración, ya sea mediante daño o la sola puesta en peligro, puede afectar los intereses del conglomerado social.

El Código Penal actual brinda protección al sistema financiero en el Libro II, Título XII de los Delitos contra la Economía Nacional, Capítulos V, VI y VII que tratan de la quiebra e insolvencia, del blanqueo de capitales y los delitos financieros, respectivamente.

Usualmente la ubicación que se le da a las normas en los códigos penales está relacionada con el bien jurídico protegido y cuando se introdujeron los delitos financieros en Panamá, el Título que más se adecuaba al objeto de protección era el de la Economía Nacional, término que para la Catedrática de Derecho Penal, Aura Emérita Guerra de Villaláz, abarca lo siguiente:

> "a) Los sectores de la economía, entre los que se distinguen los primarios que comprenden los recursos naturales de minería, agricultura, los secundarios como las fábricas e industrias y los terciarios que comprenden la actividad comercial y de servicios.
> b) Los factores de la producción: tierra, trabajo, capital y empresa.
> c) Los agentes o sujetos económicos, que son el Estado, los sindicatos y las personas naturales."[533]

No obstante lo anterior, siguiendo corrientes modernas de codificación, en el borrador del Anteproyecto de Código Penal se eliminó el Título contra la Economía Nacional y se han regulado estas figuras en el Libro II, Título VII, denominado Delitos contra el Orden Económico, Capítulos III, IV y X que tratan de los delitos financieros, blanqueo de capitales y de la quiebra e insolvencia, respectivamente.

Por la nueva ubicación que se le da a estos delitos, varía el bien jurídico genérico que se pretende proteger, que ahora será el orden económico; aunque como las conductas tipificadas siguen siendo muy parecidas, no se pierde la esencia que es proteger el sistema financiero panameño.

---

[532] GILL S., Hipólito. **Derecho Penal**. Editorial Juristas Panameños. Panamá, 2004. pág. 186.
[533] GUERRA de VILLALAZ, Aura Emérita. **Derecho Penal, Parte Especial**. Editorial Mizrachi & Pujol, S. A. Panamá, 2002. pág. 383.

El jurista español Francisco Muñoz Conde explica que el orden económico, en sentido estricto, no es otra cosa que "la intervención directa del Estado en la relación económica, como un sujeto de primer orden, imponiendo coactivamente una serie de normas o planificando el comportamiento de los sujetos económicos."[534]

Agrega el connotado autor que "actualmente, nadie discute que el Estado debe intervenir en la economía, no tanto en sustitución de la iniciativa privada, como controlándola y corrigiendo sus excesos, evitando que la economía de mercado se convierta en una jungla dominada por la ley del más fuerte y, en todo caso, redistribuyendo la riqueza a través de una política fiscal que le permita conseguir ingresos para destinarlos a la realización de actividades caracterizadas más por su necesidad social que por su rentabilidad (sanidad, educación, transportes, etc.). Lo que desde el punto de vista de una economía inspirada en el liberalismo capitalista del lassez faire, lassez passer, se consideraba como una anomalía o una cuestión excepcional, es hoy algo absolutamente normal e incluso consustancial a la propia economía de mercado, que debe estar también al servicio de objetivos sociales."[535]

Constituye prueba de la intervención o injerencia que ejerce el Estado en las actividades económicas que implican riesgos para los inversionistas y para la misma economía, las normas que con mayor preponderancia se vinieron dictando durante los últimos años del siglo XX, tanto para darle un nuevo impulso al desarrollo de las actividades bancarias, de valores, cooperativistas y de seguros, como para lograr una supervisión más efectiva de quienes se dedican a ellas.

También es por eso que en la actualidad, aunque doctrinalmente se discute su autonomía e incluso su existencia, se habla de un Derecho Penal Económico que para Miguel Bajo Fernández, en sentido estricto, está compuesto por "el conjunto de normas jurídico- penales que protegen el orden económico entendido como regulación jurídica del intervencionismo estatal en la Economía"[536].

B. CONDUCTAS:

Corresponde ahora hacer una aproximación a las modificaciones que pretende introducir el Anteproyecto de Código Penal a nuestra legislación, que inciden en el mercado de valores y para ello abordaremos los delitos financieros, el blanqueo de capitales y los delitos de quiebra culposa y dolosa.

---

[534] MUÑOZ CONDE, Francisco. **Derecho Penal, Parte Especial**. Editorial Tirant lo blanch, Valencia, 1999. Pág. 463.
[535] Ibid.
[536] Bajo Fernández, Miguel. Citado por Carlos Martínez – Buján Pérez. **Derecho Penal Económico, Parte General**. Editorial Tirant lo blanch, Valencia, 1998. Págs. 34-35.

1. Delitos financieros:

Los delitos financieros están estrictamente vinculado al Derecho Penal Financiero, que es definido por el jurista colombiano Hernando Hernández Quintero como "el conjunto de normas jurídicas que sancionan los comportamientos que lesionan o ponen en peligro la formación, el funcionamiento, la actividad y la liquidación ordenada de las instituciones que tienen por objeto la captación, el manejo, el aprovechamiento y la inversión de fondos provenientes del ahorro del público, así como el ofrecimiento de servicios conexos de crédito." [537]

Esos delitos surgieron en nuestra legislación porque constituía una preocupación de las autoridades panameñas relacionadas con el ámbito penal y financiero el hecho que no contáramos con instrumentos suficientemente eficaces que constituyeran en primer lugar, un elemento disuasivo y preventivo, y en segundo lugar, que fueran herramientas efectivas para investigar y sancionar ejemplarmente a quienes cometieran conductas ilícitas contra el sistema financiero.

Eduardo Rubén Ulloa Miranda, Fiscal especializado en delitos financieros, como parte de la sustentación de la necesidad a que hacemos referencia, explicó:

"Los procesos de globalización, privatización e introducción de tecnología en las actividades económicas, han conllevado que cada día más los asociados entren en contacto con las operaciones financieras las cuales han pasado de ser un instrumento de uso exclusivo de las clases económicamente fuertes para convertirse en un mecanismo utilizado por una gran parte de nuestra población.

Por otro lado hay que tener presente que la economía, pilar fundamental en el desarrollo de toda nación, se desenvuelve casi en su totalidad a través de las instituciones financieras quienes actúan como instituciones de crédito, intermediarios, custodios de valores, inversionistas, asesores financieros, etc.

Esta participación de las instituciones financieras en el desarrollo económico de una nación, que se acentúa en nuestro país por la estructura del sistema económico y la presencia en nuestro medio de un centro financiero, obligan a prestar una singular importancia a dicho sector y sus actividades, y a establecer controles y sanciones para quienes atenten contra la fiabilidad, credibilidad y estabilidad del sistema financiero."[538]

Por supuesto que la protección penal del mercado de valores fue uno de los objetivos de la nueva regulación que incorporó a nuestro ordenamiento jurídico penal una serie de normas que a continuación explicaremos.

---

[537] HERNÁNDEZ QUINTERO, Hernando. **Los delitos Financieros**. www.uniboyaca.edu.co/tendencias12.pdf
[538] ULLOA MIRANDA, Eduardo Ruben. **Los Delitos Financieros.** Panamá, 2003.

a. Artículo 393-B:

La primera figura que debemos analizar es el artículo 393 - B del Código Penal, que ha sido dividido en tres artículos en el Anteproyecto de Código Penal, y que tratan sobre la falsificación de información contable y financiera.

Se desprende de estas normas que además de acarrear protección para el mercado de valores, procuran también resguardar las actividades bancarias y para mayor comprensión del contenido de la reforma, debemos explicar brevemente todas las conductas incluidas. Veamos:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
Artículo 393-B: Quien destruya, oculte o falsifique los libros de contabilidad, otros registros contables, estados financieros u otra información financiera de una persona natural o jurídica, con el propósito de obtener, mantener o extender una facilidad crediticia o de capital de una entidad bancaria, empresa financiera u otra que capte o intermedie con recursos financieros del público o que le hayan sido confiados a ésta, de modo que resulte perjuicio, será sancionado con prisión de 4 a 7 años. La sanción será de 5 a 10 años de prisión para quien destruya, oculte o falsifique los libros o registros de contabilidad, la información financiera o las anotaciones en registros o en cuentas de custodia de un emisor registrado en la Comisión Nacional de Valores, o de aquellos que operen como casa de valores, asesor de inversiones, sociedad de inversión, administrador de inversión, o de un intermediario o miembro de una organización autorregulada, de modo que resulte perjuicio. La sanción contenida en el	Artículo 255. Quien destruya, oculte o falsifique los libros de contabilidad, otros registros contables, estados financieros u otra información financiera de una persona natural o jurídica, con el propósito de obtener, mantener o extender una facilidad crediticia o de capital de una entidad bancaria, empresa financiera u otra que capte o intermedie con recursos financieros del público o que le hayan sido confiados a ésta, de modo que resulte perjuicio, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años. Artículo 256. Quien destruya, oculte o falsifique los libros o registros de contabilidad, la información financiera o las anotaciones de registros o en cuentas de custodia de un emisor registrado en la Comisión Nacional de Valores, o de aquellos que operen como casa de valores, asesor de inversiones, sociedad de inversión, administrador de inversión, o de un intermediario o de una organización autorregulada o de un miembro de una organización autorregulada, de modo que resulte

párrafo anterior se aplicará si quien destruye, oculta o falsifica los libros de contabilidad, registros contables, de cuentas de custodia o estados financieros, es un contador público autorizado. Igual sanción se aplicará si quien promueve o facilita la realización de las conductas descritas en este artículo es un directivo, gerente, dignatario, administrador, representante legal, apoderado o empleado de la persona natural o jurídica que recibe la facilidad crediticia o de capital."	perjuicio, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años. Artículo 257. Las sanciones impuestas a las conductas descritas en los dos (2) artículos 255 y 256 A, (sic) se agravará de un tercio a la mitad: 1. Cuando la realice un contador público autorizado. 2. Cuando quien promueva o facilite las conductas sea un directivo, gerente, dignatario, administrador, representante legal, apoderado o empleado de la persona natural o jurídica que recibe la facilidad crediticia o de capital.

La variación sustancial que observamos en los textos transcritos, es que la pena que se impondrá al autor de la conducta en la modalidad básica se ha aumentado, lo que constituye una tendencia marcada por los codificadores del referido anteproyecto.

Además, se nota de una manera clara que la falsificación de documentos relativos a la información financiera de los sujetos regulados por el Decreto Ley 1 de 1999, constituye delito aparte, no vinculado al requerimiento de una facilidad crediticia con información falsa.

- Primer párrafo:

El artículo 393 - B del Código Penal vigente, en su primer párrafo contiene un delito de falsedad, pero no de cualquier documento, sino de aquellos que tienen suma relevancia en las operaciones bancarias y financieras, es decir, libros de contabilidad, registros contables, estados financieros u otra información financiera de una persona natural o jurídica (entiéndase cartas de trabajo, declaraciones juradas de renta) que, conteniendo información falsa, sean presentados a una entidad bancaria, financiera o cooperativa para obtener, mantener o extender una facilidad crediticia o de capital.

En este caso, no se sanciona la sola alteración de la información financiera, sino su presentación para la obtención de financiamientos.

Para que el tipo penal sea más abarcador el Ministerio Público le sugirió a los codificadores que incluyan en la descripción de la conducta el verbo usar como otro de los núcleos del tipo, para que se pueda aplicar a aquellas situaciones en que no es

el sujeto beneficiado con la facilidad crediticia el que falsifica el documento, sino que solo hace uso de él, con conocimiento de su falsedad para procurarse un provecho económico en perjuicio de una entidad bancaria, financiera o cooperativa.

La configuración del hecho ilícito se da independientemente de que la documentación financiera falsa se presente ante bancos oficiales o particulares, financieras o cooperativas; que lo falsificado sea documento público o privado; de la clase de facilidad crediticia de que se trate (préstamo personal, hipotecario, de automóvil, comercial, línea de crédito, etc.) y de la cuantía solicitada; es decir, igual comete delito quien presenta información falsa para obtener un préstamo de B/.500.00 como el que lo hace para obtener una facilidad crediticia de B/.5,000.00, más o menos dinero.

El sujeto pasivo, es decir, el afectado por la conducta delictiva a nuestro criterio, lo serán las entidades bancarias, empresas financieras y cooperativas.

Si bien es cierto un emisor de valores capta recursos del públicos cuando realiza una emisión de acciones, bonos, valores comerciales negociables, etcétera; éste, a menos que sea un banco, no otorga facilidades crediticias o de capital, por lo que la regulación mencionada no le es aplicable.

También puede, por ejemplo, una sociedad de inversión, acudir a una entidad bancaria para requerir una facilidad crediticia en base a información falsa, pero en ese caso, la afectación se causará a la entidad que se dedica al negocio de banca y por lo tanto, el representante legal de esa sociedad o quien haya actuado en nombre de ella para solicitar el financiamiento, podrá ser perseguido penalmente por ese delito. Otras consecuencias que puedan surgir del actuar del sujeto regulado al alterar su información financiera y que afecten al mercado de valores, son contempladas en tipos penales distintos en el anteproyecto.

Es así que la protección del primer párrafo del artículo 393-B del Código Penal, que concuerda con el artículo 255 del anteproyecto, va dirigida hacia el negocio de financiamientos por entidades crediticias y no al mercado de valores.

- Segundo párrafo:

Si observamos el cuadro comparativo que hemos presentado arriba, la conducta del segundo párrafo del artículo 393 - B del Código Penal, corresponde al artículo 256 del Anteproyecto del Código Penal.

En esta norma se sanciona la alteración, ocultación o destrucción de los libros o registros de contabilidad, información financiera o las anotaciones en registros o en cuentas de custodia de un *emisor registrado* en la Comisión Nacional de Valores, de aquellos que operen como *casa de valores, asesor de inversiones, sociedad de inversión, administrador de*

inversión, intermediario, organización autorregulada o sea *un miembro de una organización autorregulada,* por la importancia que esos documentos tienen en la función de supervisión y fiscalización que ejerce la Comisión Nacional de Valores para la protección de todos los inversionistas.

El sujeto activo del delito no requiere calidad especial, puede ser cualquier persona, pero evidentemente deberá estar vinculado al sujeto regulado por el Decreto Ley 1 de 1999, en cuya información contable o financiera se realicen las alteraciones.

Esto no quiere decir otra cosa que este tipo penal protege el mercado de valores y quienes participan de él, ya que la información que se le presenta al inversionista debe ser clara y veraz, las transacciones deben llevarse a cabo de forma transparente, de manera tal que se permita a todos los que intervienen en ellas negociar de acuerdo con un conocimiento adecuado de los hechos.

Como consecuencia de lo anterior, el emisor registrado que tenga valores emitidos y en circulación; la casa de valores que esté operando activamente, comprando y vendiendo valores por cuenta propia o de terceros; el asesor de inversiones que orienta a otros respecto a la conveniencia de comprar otros valores o vender los valores que posee; la sociedad de inversión, que expide y vende sus propias cuotas de participación; el administrador de inversión, que administra, maneja e invierte los valores y bienes de la sociedad de inversión; el intermediario, que por estar vinculado a una central de valores, banco o casa de valores, mantiene cuentas de custodia; una organización autorregulada (bolsa de valores o central de valores) o sus miembros; deben mantener toda su información financiera real y proporcionarla a requerimiento de la Comisión Nacional de Valores, que tiene entre sus funciones, conforme al numeral del artículo 8 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá.

El tipo penal exige que se cause perjuicio, que en términos generales debe ser entendido como la "lesión moral, el daño en los intereses patrimoniales, el deterioro, el detrimento o la pérdida."[539] Ese perjuicio constituye la diferencia sustancial entre lo que estipula el artículo 203 del Decreto Ley 1 de 1999 respecto a la falsificación de libros, registros e información financiera y lo que contemplan tanto el artículo del Código Penal como del anteproyecto que analizamos.

- Tercer párrafo:

Del tercer párrafo del artículo 393 - B del Código Penal y que corresponde al artículo 257 del anteproyecto, se desprende que si los delitos antes mencionados los cometen

[539] CABANELLAS DE TORRES, Guillermo, **Diccionario Jurídico Elemental**, Nueva edición, Edit. Heliasta. Pág. 303.

los Contadores Públicos Autorizados, también serán sancionados, porque el artículo 1 de la Ley 57 de 1 de septiembre de 1978, que regula su profesión, les obliga a dar fe pública de la información financiera o la situación económica tanto de las personas naturales como jurídicas, porque en esos dictámenes confían las entidades bancarias, financieras y de valores.

El Doctor Carlos Enrique Muñoz Pope a propósito de la redacción de este párrafo del artículo 393-B del Código Penal, critica que se sancione al Contador Público Autorizado que comete el delito con la misma pena establecida para la modalidad descrita en el segundo párrafo de la norma. Lo que sustenta este autor es lo siguiente:

> "Es evidente que tal redacción es muy desafortunada ya que tal indicación es innecesaria, pues dicha pena es indiscutible independientemente que el sujeto de la acción sea o no contador. Me parece que la norma correcta debe decir "se duplicará" la sanción prevista en el párrafo anterior cuando el sujeto activo del delito era un contador público autorizado."[540]

El detalle que presenta esa norma y que los codificadores han pretendido mejorar separando los párrafos en artículos distintos, es que el delito descrito en el primer párrafo del artículo 393-B, conlleva una sanción de 4 a 7 años de prisión para la falsificación de documentos financieros que se utilicen con el propósito de obtener, mantener o extender una facilidad crediticia o de capital, en instituciones bancarias, financieras o cooperativas; mientras que el segundo párrafo lo que castiga con pena de 5 a 10 años de prisión es la alteración que se haga en los documentos financieros de sujetos regulados por el Decreto Ley de Valores. Como lo hemos dicho antes, se trata de dos conductas ilícitas diferentes.

Luego entonces, cuando se pretende sancionar al contador público autorizado por participar de la falsificación de información contable o financiera, debe aumentársele la pena y no mantenerla en 5 a 10 años de prisión, que es la sanción a imponer para una de las modalidades básicas.

Es por eso que los codificadores, tomando como sanción base el intervalo de 5 a 10 años de prisión, han contemplado un aumento de pena desde un tercio hasta a la mitad para los sujetos activos calificados.

Un detalle importante que se pasó por alto en el anteproyecto, es que cuando el artículo 257 de ese documento indica que se aumentará la pena establecida en los dos artículos

[540] MUÑOZ POPE, Carlos Enrique. **Estudios de la parte Especial del Derecho Penal (II)**. Ediciones Panamá Viejo. Panamá, 2006. pág. 80.

anteriores al directivo, gerente, dignatario, administrador, representante legal, apoderado o empleado de la persona natural o jurídica que recibe la facilidad crediticia o de capital, se olvida que el artículo 256, no trata de facilidades crediticias, lo que hace que esa agravación no sea aplicable a esos sujetos calificados que faciliten o promuevan esas alteraciones.

Consideramos que la norma que se intenta introducir a nuestro ordenamiento jurídico llenaría mejor su cometido si quedara así:

> Artículo 257. Las sanciones impuestas a las conductas descritas en los dos artículos anteriores, se agravará de un tercio a la mitad:
> 1. Cuando la realice un contador público autorizado.
> 2. Cuando quien promueva o facilite las conductas sea un directivo, gerente, dignatario, administrador, representante legal, apoderado o empleado de la persona jurídica.

De esta manera las agravantes realmente se podrán aplicar para las conductas descritas en los artículos 255 y 256 del anteproyecto y se excluirá la incorrecta alusión que se hace a la persona natural, pues ésta no tiene directivos, gerentes, dignatarios ni administradores, y si alguien la ha asesorado para cometer el delito, podrá responder a título de partícipe, sin necesidad que se establezca una agravante de pena.

Lo anterior también se les expuso a los codificadores que estuvieron anuentes a realizar las revisiones correspondientes para mejorar el contenido del artículo referido.

b. Artículo 393-D:

Este delito tradicionalmente ha sido conocido en la doctrina como banca paralela, pero es más adecuado referirse a él como intermediación financiera irregular, pues es posible que se presente la captación masiva y habitual de recursos financieros del público imitando la función de cualquier otro intermediario financiero distinto a los bancos.

Los intermediarios financieros, según los define Sergio Rodríguez Azuero, "son los organismos o instituciones encargadas de captar los recursos de capital y transferirlos a los sectores productivos de la actividad económica."[541] Adiciona que ese término en sentido amplio incluye "a las compañías de seguros de vida las cuales captan recursos en el mercado y los colocan a través de operaciones de inversión bien delimitadas por la ley, o a las sociedades de capitalización que algunos países reconocen como bancos

[541] RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio. **Contratos Bancarios**. **Su significación en América Latina.** Quinta Edición. Editorial Legis. Bogotá, 2003. pág. 139.

de capitalización e, incluso, las entidades parafinancieras llamadas en ciertos países auxiliares del crédito, como las bolsas de valores, que si bien no son intermediarios, en el sentido que capten y coloquen recursos directamente, sí lo son entre los detentadores de títulos y los de capital."[542]

Nosotros entendemos que son intermediarios financieros en nuestro medio, los bancos, las cooperativas, las aseguradoras y todos aquellos que requieren licencia o autorización expedida por la Comisión Nacional de Valores para operar en ese mercado, como lo son las bolsas de valores, las casas de valores, las centrales de valores y los corredores de valores, por mencionar algunos.

Ahora bien, la regulación que comentamos surge producto de la necesidad de contemplar en un tipo delictivo especial, distinto a la estafa, aquellas prácticas perjudiciales que realizan personas sin escrúpulos que recogen enormes sumas de dinero de los ahorristas o de inversionistas en potencia bajo la promesa de un retorno en intereses mayor al que ofrecen los bancos y demás intermediarios financieros de la localidad. Estas actividades se caracterizan por la ausencia de autorización de las entidades supervisoras, por el corto tiempo que duran y porque luego de que sus actores han obtenido una cantidad de activos considerable, desaparecen del escenario sin que sea posible localizarlos en las oficinas que operaban ni en los teléfonos donde normalmente se les contactaba.

La norma que rige en la actualidad y la que se pretende aprobar, son las siguientes:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
Artículo 393-D. Quien capte de manera masiva y habitual recursos financieros del público, sin contar con la previa autorización de la autoridad competente, será sancionado con prisión de 3 a 5 años.	Artículo 259. Quien capte de manera masiva y habitual recurso financiero del público, sin estar autorizado por autoridad competente, será sancionado con prisión de cinco (5) a quince (15) años.

A primera vista se nota lo drástico del aumento de pena, ya que entre la mínima y la máxima hay 10 años de diferencia. Eso constituye una modificación favorable porque dicho intervalo permitirá al juzgador al momento de individualizar la pena, imponer discrecionalmente la sanción que estime más adecuada tomando en consideración la forma en que se ejecutó el hecho, la cantidad de personas que resulten víctimas del

[542] Ibidem. pág. 141.

delito y el perjuicio económico que se ocasione. A mayor daño mayor severidad en la sanción.

Por lo tanto, cuando ocurran situaciones como la que se regula en la legislación peruana que contempla un aumento de la sanción si para cometer el delito se utilizan los medios de comunicación social, en Panamá ello solo podrá tomarse en consideración como un factor para la determinación de la pena base, no como agravante.

Las demás variaciones no hacen cambiar la esencia de la norma pues de igual manera se exige que la captación se realice sin estar autorizado y que lo que se capte sean recursos financieros.

El hecho punible puede ser cometido por cualquier persona, en tanto que el núcleo del tipo lo constituye el verbo captar, que según la Real Academia Española significa: "atraer a alguien, ganar la voluntad o el afecto de alguien."

Para José Cancino, captar dinero del público significa "incorporar, coger, recibir caudales de un conglomerado de ciudadanos."[543]

Lo especial de este tipo penal radica en que esa captación debe ser de manera masiva y habitual, es decir, que debe recolectarse dinero de múltiples personas, en gran cantidad y de forma frecuente.

La legislación colombiana trató de ofrecer parámetros para la delimitación de esos términos, estipulando que existe captación masiva y habitual cuando se obtiene dinero de entre 20 y 50 personas, en un período de tres meses, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos, como que la inversión realizada sobrepase el 50% del patrimonio líquido de las personas que entregaron el dinero, entre otros.

Pero al respecto señala Martínez López que las normas reglamentarias colombianas que establecen lo anterior "no guardan relación con el significado de captación masiva y habitual, pues 20 pequeños ahorradores no indican captación masiva o habitual ni 50 pequeñas cuentas de ahorro." [544]

Ante esta encrucijada, le corresponderá a los Agentes de Instrucción y a los Juzgadores en base a parámetros doctrinales y atendiendo a las particularidades de los casos concretos que se presenten determinar cuándo se reúnen las exigencias del tipo.

---

[543] CANCINO, José. **Los delitos contra el orden económico y social en el nuevo Código Penal**. Ediciones librería del profesional, Bogotá, 1982. pág. 330-331.
[544] MARTINEZ LOPEZ, Antonio José. **Delitos de Falsedad y Fraude**. Ediciones Librería del Profesional. Santa Fe de Bogotá, 1995. pág. 343.

Cabe agregar que la captación a que hemos hecho alusión, debe hacerse sin autorización de la autoridad competente, ya sea de la Superintendencia de Bancos, la Superintendencia de Seguros y Reaseguros, el Instituto Panameño Autónomo Cooperativo o la Comisión Nacional de Valores, según la actividad de que se trate.

El delito que analizamos puede darse en perjuicio del mercado de valores, ya que lo que hacen los emisores de valores registrados con autorización de la Comisión Nacional de Valores, es emitir títulos que tienen un valor acorde con la realidad económica de la empresa y los ofrecen al público para obtener ingresos. Luego de utilizar esos recursos por un período determinado, devuelven al inversionista la inversión realizada lo que sumado al interés generado produce la ganancia. Esa constituye una forma de obtener recursos financiero del público y no de una entidad bancaria.

En la operación que hemos descrito tienen participación preponderante para la negociación, los corredores de valores, las casas de valores, los asesores de inversiones, quienes deben tener licencia o autorización expedida por autoridad competente, para tales fines, es decir, realizar operaciones de captación e intermediación con recursos financieros del público, pues de lo contrario, la Comisión Nacional de Valores luego de estudiar la operación, revisar la estructura de quien capta recursos del público y la verdadera intención, podrá tomar las medidas necesarias tendientes a corregir esa irregularidad que se presenta en el mercado, suspender la actividad fraudulenta y poner en conocimiento del Ministerio Público los hechos acaecidos en el marco del mercado bursátil pero que tengan incidencia en el ámbito penal.

Como muestra de las potestades que ese ente administrativo posee, podemos señalar que el artículo 266 del Decreto Ley 1 de 1998, modificado por la Ley 45 de 4 de junio de 2003, la dota de facultad examinadora, de intervención y cierre de locales y de suspensión, siempre que tenga conocimiento del ejercicio de actividades relacionadas con la intermediación financiera irregular. Su contenido es el siguiente:

> "Artículo 266: Ejercicio de actividades sin licencia y suspensión:
>
> Siempre que la Comisión tenga conocimiento o razones fundadas para creer que una persona natural o jurídica está ejerciendo actividades de intermediación o captación de fondos, sin la licencia o autorización necesaria expedida por ella, quedará facultada para examinar sus libros, cuentas y documentos a fin de determinar tal hecho. Toda negativa injustificada a presentar dichos libros, cuentas y documentos se considerará como presunción del hecho de ejercer actividades de intermediación o captación sin licencia o autorización, según fuere el caso.

> Si fuere necesario, la Comisión podrá intervenir los establecimientos en donde se presuma la realización de actividades de intermediación o de captación de fondos sin licencia o autorización, y si comprobare tal hecho, deberá ordenar su cierre, para lo cual podrá contar con el auxilio de la Fuerza Pública.
>
> Mediante resolución de comisionados, la Comisión podrá ordenar la suspensión de cualquier acto, práctica o transacción, incluyendo la negociación de valores, cuando tenga razones fundadas para creer que dicho acto, dicha práctica o dicha transacción viola este Decreto Ley o sus reglamentos.
>
> Si la persona a quien la Comisión ordene suspender un acto, una práctica o una transacción no lo suspende, la Comisión podrá solicitar a los tribunales de justicia que ordenen a dicha persona acatar la orden de suspensión dictada por ella. La renuencia a dar cumplimiento a lo ordenado por el Tribunal se tendrá por desacato."

Queda claro entonces como la normativa penal y administrativa se complementan para la protección del mercado de valores.

c. Artículo 393-E:

Este artículo contiene la figura de divulgación de información confidencial en el mercado de valores, también conocido en la doctrina como insider trading. Veamos la regulación existente y la que se pretende incorporar a nuestra legislación:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
Artículo 393-E. Quien use o divulgue indebidamente información confidencial, obtenida por medio de una relación privilegiada, relativa a valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, o a valores que se negocien en un mercado organizado, de manera que ocasione un perjuicio u obtenga un provecho para sí o para un tercero, será sancionado con prisión de 3 a 4 años. Para efectos de este artículo, se	Artículo 260. Quien en beneficio propio o de un tercero use o divulgue indebidamente información confidencial, obtenida gracias a una posición privilegiada, relativa a valores registrados en la Comisión Nacional de Valores o a valores que se negocien en un mercado organizado, de manera que ocasione un perjuicio, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años. Para efecto de este artículo, se considerará información confidencial la

considera como información confidencial la que, por su naturaleza puede influir en los precios de los valores y que aún no ha sido hecha del conocimiento público.	que, por su naturaleza, puede influir en los precios de valores y que aún no ha sido hecha del conocimiento público.

El propósito de esa norma es proteger el correcto desempeño del mercado bursátil, en el que los precios de los valores puedan fluir de manera normal y los inversionistas tengan igual acceso a la información e idénticas oportunidades para invertir.

En el nuevo artículo se utiliza el término posición privilegiada en lugar de relación privilegiada, pero puede que el cambio restrinja un poco el ámbito de acción de la norma, porque cuando hablamos de posición, nos referimos a la ubicación o categoría de determinada persona, en tanto que la palabra relación dice más de esa conexión que existe entre la empresa y quien maneja información confidencial, entre el que conoce esa información y su círculo de personas allegadas. Además, el término relación privilegiada es el que se utiliza en el Decreto Ley de valores.

Respecto al sujeto activo del delito, tenemos que el artículo 393-E del Código Penal no hace referencia específica a un sujeto calificado, pero de su contenido se desprende que solo podrá ser autor del ilícito quien tenga acceso a la información confidencial, obtenida por medio de una relación privilegiada.

En la doctrina señala Martínez Buján - Pérez, que solo pueden ser incluidos como sujetos activos de este delito "la figura del <<*insider* societario>> (administradores, directivos y demás personas protagonistas de la sociedad emisora), que abarcaría la noción más estricta de sujetos idóneos; mas en segundo lugar, hay que englobar también en esta categoría a todas aquellas personas que, debido a su actividad profesional o empresarial, hayan tenido acceso a las informaciones reservadas..."[545]

El objeto material lo constituye la información confidencial, que el mismo artículo define como aquella que por su naturaleza puede influir en el precio de los valores y aún no ha sido hecha del conocimiento público.

Esto es indicativo que se trata de información relevante, importante, que por su contenido puede hacer que el precio de los valores aumente o disminuya.

Esa información privilegiada según indica Manuel Rojas Salas, Fiscal Adjunto de Delitos Económicos en Costa Rica, "puede concernir a hechos generados en el interior de la empresa y relativos a su situación, o bien, hechos externos a la sociedad,

[545] MARTINEZ - BUJAN PEREZ, Carlos. **Derecho Penal Económico, Parte especial.** Editorial Tirant lo blanch. Valencia, 1999. pág. 139.

influyentes en la circulación de los títulos-valores, puesto que puede referirse a aspectos propios del emisor (una posible intervención de un órgano supervisor en la empresa), valores negociables en bolsa (la escasez de divisas va a provocar un incremento en la cotización de los valores en moneda norteamericana) o relativa a los mercados de valores. El hecho de que la información no se encuentre disponible al público, no implica un desconocimiento total de su contenido, sino que debe entenderse en aquellos supuestos en que el conocimiento de los casos sea constitutivo de un privilegio y como tal, que la mayoría del público inversor no haya tenido acceso a ella."[546]

Es difícil determinar cuando una persona ha procedido, mediante el uso de información privilegiada a adquirir o a deshacerse de valores, sin embargo, es importante contar con normas como esta que puede ser aplicada tan pronto una situación similar sea del conocimiento de las autoridades, porque la experiencia enseña que es mejor legislar de manera preventiva que dejar pasar situaciones que son peligrosas o dañosas y que no se pueden castigar adecuadamente por falta de regulación.

Vale señalar que antes de la existencia de este delito el Código Penal ya contemplaba en el artículo 171-A, la violación del secreto a través del uso de información confidencial pero solo de aquella obtenida por empleados de entidades públicas o privadas en las que el Estado tuviera participación.

d. Artículo 393-F:

Esta conducta consiste en negarse a proporcionar información, omitir la misma o proporcionar datos falsos a las autoridades de supervisión y fiscalización, con el propósito de ocultar situaciones de iliquidez o insolvencia. El contenido de las normas es el siguiente:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
"Artículo 393-F: El director, dignatario, gerente, administrador, representante legal o empleado de una entidad bancaria, empresa financiera u otra que capte o intermedie con recursos financieros del público que, para ocultar situaciones de iliquidez o insolvencia permanente de la entidad, omita o niegue proporcionar información o proporcione datos falsos a las autoridades de supervisión y fiscalización, será sancionado con prisión de 5 a 7 años."	Artículo 261. El miembro de una entidad bancaria o empresa financiera, que, para ocultar situaciones de insolvencia o iliquidez de la entidad, omita o se niegue a proporcionar información o proporcione datos falsos a las autoridades de supervisión y fiscalización, será sancionado con prisión de cinco (5) a ocho (8) años.

[546] ROJAS SALAS, Manuel. **Algunos apuntes sobre los delitos bursátiles**. www.poder-judicial.go.cr/salatercera/revista/REVISTA%2018/rojas18.htm

En ambos artículos la conducta sólo puede ser cometida por sujetos activos calificados directamente relacionados con la empresa cuya situación financiera no se revela a las autoridades.

De acuerdo a la regulación, si lo que se oculta o no se proporciona no revelaría situación de iliquidez o insolvencia no estaríamos ante un delito. Así mismo, si se proporcionan datos falsos, deben ser de tal gravedad que el facilitarlos impediría la continuación de operaciones de la empresa en condiciones normales, pues motivarían la intervención o incluso la liquidación por orden de las autoridades administrativas.

A nuestro parecer resulta acertada la supresión del término permanente de la descripción de la conducta, porque aún cuando se trate de situaciones temporales de insolvencia o iliquidez, deben ser del conocimiento de las autoridades administrativas para que puedan actuar conforme a la situación que se presenta.

Los datos antes referidos, deben ocultarse o negarse a las autoridades de supervisión y fiscalización de los intermediarios financieros, es decir:

Si se trata de:	Autoridad supervisora y fiscalizadora
Una entidad bancaria o fiduciaria	Superintendencia de Bancos
Un sujeto que actúa en el mercado de valores	Comisión Nacional de Valores
Una Cooperativa	Instituto Panameño Autónomo Cooperativo.
Una aseguradora	Superintendencia de Seguros y Reaseguros
Una financiera	Dirección de Empresas Financieras del Ministerio de Comercio e Industrias

La reforma con la eliminación de la frase "u otra que capte o intermedie con recursos financieros del público" está limitando la aplicación de la norma a bancos y empresas financieras que no necesariamente incluyen a las cooperativas, aseguradoras ni sujetos regulados por el Decreto Ley 1 de 1999, lo que no incidiría en una mejor protección de esos negocios, y estimamos que eso debe ser subsanado por los codificadores.

Finalmente, podemos indicar que el objeto de protección radica en que un intermediario financiero no se mantenga operando sin contar con un respaldo económico que le permita hacer frente a los compromisos con terceros, pues está probado que ello a la larga produce consecuencias nefastas.

e. Artículo 393-G:

Este artículo contiene el delito de manipulación de mercado y la modificación que se intenta introducir es la siguiente:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
"Artículo 393 - G: Quien con el fin de procurar un provecho indebido para sí o para un tercero, realice ofertas de compra o de venta de valores registrados, o para comprar o vender dichos valores crea una apariencia falsa o engañosa de que los valores registrados se están negociando activamente, o establezca una apariencia falsa o engañosa respecto al mercado de los valores registrados, o manipule el precio del mercado de cualquier valor registrado, con el fin de facilitar la venta o la compra de dichos valores, será sancionado con prisión de 3 a 6 años."	Artículo 262. Quien realice oferta de compra o venta de valor registrado creando una apariencia falsa o engañosa que tal valor se está negociando activamente, para procurarse o procurar un provecho indebido, será sancionado con prisión de tres (3) a cinco (5) años.

Obviamente con la reforma se le sustrae la esencia al tipo delictivo porque el mercado de valores es susceptible a muchas manipulaciones que no se agotan en realizar ofertas de compra o venta creando falsas apariencias. Además, se nota que aún cuando en los demás tipos delictivos se aumenta la pena, en este se disminuye un año la sanción máxima a que se hará acreedor el sujeto que realice la conducta. El primero de estos comentarios se le hizo a los codificadores para tratar de que la norma en el nuevo código se mantenga igual que en el actual.

Este delito puede ser cometido por cualquier persona, pero solo es posible que recaiga sobre valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, por lo que estos constituirán el objeto material.

Las modalidades de comisión del delito de manipulación de mercado conforme al artículo 393-G del Código Penal, son las siguientes:

1. Realizar ofertas de compra o venta, comprar o vender valores registrados creando una apariencia falsa de que estos se están negociando activamente.

2. Establecer una apariencia falsa o engañosa respecto al mercado de valores registrados
3. Manipular el precio de mercado de cualquier valor registrado.

Los valores usualmente tienen un importe en libros de la empresa que los posee y otro valor de mercado, es decir, al precio que se cotizan para la compra o venta y que puede ser superior o inferior al precio consignado en los libros. Eso depende de muchos factores como lo son la situación económica de la empresa que emitió el valor, su crecimiento, el desarrollo del negocio, las alianzas estratégicas que realice con otros agentes económicos, si mantiene contrataciones significativas con el Estado o con consorcios extranjeros importantes, si está invirtiendo en algún proyecto exitoso, etc.

Las situaciones antes anotadas deben materializarse o poderse materializar para que su influencia sea adecuada en el precio de los valores.

Por tanto, lo que se sanciona en este tipo penal, es por ejemplo, las órdenes continuas de compra o venta de valores entre personas que de común acuerdo realizan esas transacciones para aparentar que los valores tienen una demanda mayor que la real. Así mismo, se abarcan situaciones como la difusión de noticias falsas o rumores que se propagan con el propósito de que disminuya el precio de aquellos valores que se desea adquirir o que aumente el de los que se pretende vender.

Un elemento que es importante mencionar, es que el tipo penal no exige que se ocasione perjuicio o se obtenga un provecho, la sola acción de realizar actividades de manipulación con la intención de obtener beneficio propio o proporcionárselo a terceros, es sancionable. Por ende, se trata de un tipo delictivo de peligro y no de daño.

f. Una nueva conducta, la omisión culposa de controles:

El Anteproyecto de Código Penal introduce una conducta nueva. Se trata de un tipo culposo aplicable a aquellas autoridades de supervisión y fiscalización de los intermediarios financieros que no realicen los controles adecuados que la ley les obliga a tener respecto a los sujetos supervisados. Su contenido es el siguiente:

Artículo 263. El funcionario público que culposamente omita realizar los controles correspondientes, relacionado con los tipos penales anteriores, será sancionado con uno (1) a tres (3) años de prisión o su equivalente en días-multas o arresto de fines de semana.

Este es un tipo penal en blanco porque para integrarlo hay que recurrir a las regulaciones legales administrativas de cada sector que imponen a las autoridades el deber de exigir a quienes deseen constituirse en intermediarios financieros una serie

de requisitos que contribuirán a tener certeza de que se dedican a la actividad regulada a sabiendas de las obligaciones que ello conlleva o implica; el deber de exigir a los sujetos regulados estados financieros periódicos para conocer su posición económica; el deber de que los supervisados comuniquen los cambios relevantes en sus estructuras y funcionamiento; y además, velar porque dentro de su ámbito de competencia no se realicen actividades prohibidas.

La labor del supervisor de banca, valores, seguros, cooperativas y financieras es de suma importancia porque coadyuvan al fortalecimiento de la economía nacional, brindando un ambiente de seguridad y confianza propicio para la inversión y los negocios, y en la misma medida contribuye a que los inversionistas y ahorristas mantengan su dinero protegido.

Una intervención oportuna que realice el supervisor a un intermediario financiero que esté atravesando problemas económicos contribuirá, en muchos casos a evitar la liquidación de la empresa y su respectivo cierre, permitiéndole salir a flote y continuar produciendo beneficios para el país como lo son el pago de impuestos y la generación de fuentes de empleo, entre otros. En el peor de los casos, cuando la situación no sea salvable, esa intervención podrá asegurar el beneficio para el mayor número posible de acreedores.

2. Blanqueo de capitales:

El delito de blanqueo de capitales se introdujo a nuestra legislación bajo la denominación de lavado de dinero a finales de la década de los ochenta (Ley 23 de 1986), pero era entendido como una actividad ligada solamente al narcotráfico.

Ya en el año 2000, mediante la Ley 41, se amplió el catálogo de delitos precedentes, es decir, aquellas conductas punibles que generan dinero, bienes o valores y que se tratan de legitimar a través de su introducción a la economía lícita.

El Anteproyecto de Código Penal plantea un avance en esta materia cuando busca introducir los delitos financieros como hechos ilícitos de que los puede derivar el blanqueo de capitales. El contenido de la norma es el siguiente:

> Artículo 264. Quien reciba, deposite, negocie o transfiera dineros, títulos, valores, bienes u otros recursos financieros, a sabiendas que proceden de actividades relacionadas con el tráfico de drogas, asociación ilícita para cometer delitos relacionados con drogas, estafa calificada, delitos financieros, tráfico ilegal de armas, tráfico de personas, secuestro, extorsión, peculado, contrabando, contra el medio ambiente, corrupción de servidores públicos, enriquecimiento ilícito, actos de terrorismo, financiamiento de terrorismo, pornografía y corrupción de personas menores de edad, trata y explotación sexual

> comercial, robo o tráfico internacional de vehículos, con el objeto de ocultar o encubrir su origen ilícito o ayude a eludir las consecuencias jurídicas de tales hechos punibles, será sancionado con pena de cinco (5) a doce (12) años de prisión."

Esto permitirá investigar y sancionar no sólo a quienes hayan cometido un delito financiero, sino a quienes colaboren para asegurar su producto y a procurar que tengan nuevamente una apariencia de licitud.

Parte de la justificación del combate de estos ilícitos se encuentra en que las actividades que se realizan con el propósito de ocultar la procedencia ilícita y destino del dinero, bienes y valores procedentes de un delito, así como aquellas que se efectúan para legitimarlo (colocación, conversión e integración), constituyen una verdadera competencia desleal que impide que los sectores económicos que desarrollan sus actividades de forma lícita, generen las ganancias que correspondería si compitieran en condiciones de igualdad.

La Oficina contra la Droga y el Delito de las Naciones Unidas en el marco del Undécimo Congreso de las Naciones Unidas sobre Prevención del Delito y Justicia Penal, señaló que "el blanqueo de dinero es una de las formas más difundidas de delitos económicos y financieros. Las actividades delictivas generan ganancias ilegales que hay que blanquear para que puedan integrarse en el sistema financiero legítimo. El blanqueo de dinero proporciona flujos de efectivo y capital de inversión a los perpetradores. Como sucede respecto de todos los tipos de delincuencia económica y financiera, los países con reglamentos y medidas de control débiles en el sector financiero son más vulnerables al blanqueo de dinero. Esto a su vez, daña la integridad de sus instituciones financieras, distorsiona los mercados financieros y obstaculiza la inversión directa extranjera."

Panamá daría un gran paso en la lucha contra este flagelo delictivo con la incorporación de los delitos financieros como delitos predicado del blanqueo de capitales.

3. Delitos de quiebra:

En el mismo título del anteproyecto relativo a los delitos contra el orden económico está incluida la quiebra de la siguiente manera:

CÓDIGO PENAL ACTUAL	ANTEPROYECTO DE CÓDIGO PENAL
Artículo 386: El que fuere declarado en quiebra dolosa o fraudulenta según el Código de comercio, incurrirá en prisión de 2 a 3 años e inhabilitación para el ejercicio del comercio y la industria por tres a diez días (sic)*	Artículo 288. Quien cause dolosamente la quiebra o la liquidación forzosa de un agente económico, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años. Si el perjuicio económico ocasionado excede un millón (1,000.000) de balboas, la sanción será de seis (6) a doce (12) años de prisión.
Artículo 387: El que fuere declarado en quiebra culposa o culpable conforme al Código de Comercio, incurrirá en prisión por 1 a 3 años e inhabilitación para el ejercicio del comercio y la industria por 1 a 3 años.	Artículo 289. Quien culposamente cause la quiebra o liquidación forzosa de un agente económico, será sancionado con prisión de dos (2) a cuatro (4) años.

Con esta modificación se persigue establecer la independencia entre el proceso de quiebra civil y el proceso de quiebra penal que tanta controversia en los tribunales ha ocasionado en los últimos años.

Además, permitirá la instrucción de procesos penales por la liquidación forzosa que haya sido producida de manera dolosa o culposa por el agente económico, lo que no es posible en la actualidad, en virtud que el tipo penal solo hace alusión a la declaratoria de quiebra y el artículo 256 del Decreto Ley 1 de 1999, prohíbe que se declare la quiebra de las casas de valores, las bolsas de valores, las centrales de valores, las sociedades de inversión y los administradores de sociedades de inversión, de la siguiente manera:

> "Artículo 256: Improcedencia de la quiebra:
> No se podrá solicitar la declaratoria de quiebra de las instituciones registradas. Sin embargo, a la liquidación forzosa se aplicarán con carácter supletorio las normas del Código Civil, del Código de Comercio y del Código Judicial en lo que no sean incompatibles con las disposiciones de este Decreto - Ley.

* Debe decir años.

> No obstante lo anterior, tan pronto como la Comisión considere que se configuran los supuestos de la quiebra culposa o fraudulenta de que trata el Código de comercio, remitirá al Ministerio Público copia de la actuación pertinente para los efectos penales que correspondan."

Este último párrafo si bien puede dar lugar a que el Ministerio Público instruya un proceso que se inicie por comunicación de la Comisión Nacional de Valores luego que haya decretado la liquidación forzosa de un sujeto regulado, el principio de estricta legalidad prohíbe que se formulen cargos por delito de quiebra a estos sujetos, por lo que solo podrá investigarse otras conductas que dentro de marco de las operaciones de la institución registrada en liquidación, constituyan violación a otras normas penales. La reforma planteada trata de remediar esa situación.

La inclusión del término agente económico para designar al sujeto económicamente quebrado o liquidado, ha generado discusión, pero estimamos que es viable su uso porque abarca a "cualquier entidad que pertenece o actúa en un determinado sistema económico. Puede ser una persona tomada individualmente (persona natural) o una persona colectiva (persona jurídica), una empresa, cooperativa de consumo, una organización o estado."[547] Esto permitirá no hacer el tipo excesivamente casuístico ni que queden excluidas personas o entidades que pudieran quedar en situación de quiebra o liquidación.

4. Delitos de Falsificación:

En los delitos contra la fe pública se incorporó al anteproyecto un artículo para castigar la falsificación de estados financieros de una entidad bancaria o institución financiera, de manera especial, a saber:

> "Artículo 358. Quien altere o falsifique libro de contabilidad, registro contable, estado financiero u otra información financiera de un banco, institución financiera, será sancionado con prisión de diez (10) a quince (15) años. Cuando la conducta descrita ha sido cometida o inducida por accionista, director, dignatario, gerente o ejecutivo, la pena será incrementada en una tercera parte."

Con dicha modificación no será necesario discutir si los documentos financieros constituyen documentos públicos auténticos o privados, pues por el solo hecho de ser de entidades que realizan actividades de intermediación financiera, la sanción a imponer será ejemplar.

[547] Agente económico. http://pt.wikipedia.org

Este es el contrapeso de lo establecido en el primer párrafo del artículo 393-B y el artículo 255 del Anteproyecto donde se sancionaba a quienes presenten información financiera falsa a las entidades financieras.

Debemos tener presente que la falsificación de esa misma información pero relativa a los sujetos regulados por el Decreto Ley 1 de 1999, está contenida en el segundo párrafo del artículo 393-B del Código Penal y en el artículo 256 del Anteproyecto de Código Penal. En este último texto la sanción a imponer, como ya hemos visto, oscila entre los 5 a 10 años de prisión, lo que plantea una disparidad, porque en el caso que ahora analizamos, la pena va de 10 a 15 años de prisión.

Lo anterior demuestra que se ha considerado más grave la falsificación de información financiera de los bancos que la de los sujetos que actúan en el mercado de valores, lo que no nos parece del todo acertado, pero puede encontrar explicación en que las sumas de dinero que se maneja en el sistema bancario panameño es mucho mayor a las que se invierten a través de mercado de valores.

Dicho sea de paso, consideramos que esta norma también debería estar incluida entre los delitos financieros.

III. REGULACIÓN PROCESAL:

A. REQUISITO DE PROCEDIBILIDAD:

Conforme al artículo 155 del Anteproyecto de Código de Procedimiento Penal, los delitos financieros solo podrán ser investigados en virtud de querella presentada por la parte afectada, es decir, la víctima del delito, su representante, su cónyuge o sus parientes dentro del cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad.

Esa querella no estará sujeta a término, podrá ser presentada ante la Policía Técnica Judicial o ante un Agente del Ministerio Público, verbalmente o por escrito, pero deberá solicitarse en el acto que el delito se investigue y acreditarse de inmediato o en un término prudente la legitimidad para actuar. No obstante, no se tendrá por formalizada, sino hasta que la partes comparezcan ante el Juez o Magistrado de Garantías que celebrará una audiencia en la que intervendrá todas las partes del proceso y decidirá definitivamente la admisión o no de la querella presentada.

Esto es indicativo de que todos los delitos financieros serán de instancia privada, es decir, no podrá iniciarse la investigación de forma oficiosa, sino a solicitud de parte.

Lo preocupante de este requisito de perseguibilidad, es que no tiene excepciones y cuando hablamos de delitos financieros debemos tener presente que las autoridades supervisoras y fiscalizadoras de los intermediarios financieros muy probablemente serán los primeros en conocer si existe una posible situación de iliquidez o insolvencia u otro delito financiero, evento en el cual aún cuando estos entes puedan presentar denuncia, conforme se los permite el artículo 516 de ese Anteproyecto, no será posible la persecución penal sobre un asunto que resulta de interés público, pues se requiere la iniciativa privada.

Hay que tener presente que por la comisión de delitos financieros pueden resultar perjudicadas muchas personas, incluso indeterminadas y que no necesariamente interpondrán una querella. Esto impediría al Estado ejercer el *ius puniendi* sobre una acción delictiva que afecta a las masas.

Como ejemplo de la dificultad que esto plantea, podemos mencionar el caso de la falsificación de información financiera de los sujetos regulados por el Decreto Ley 1 de 1999, que aún cuando la Comisión Nacional de Valores conozca ese hecho y lo ponga en conocimiento del Ministerio Público, este no puede investigar hasta que algún afectado, si así lo desea y tiene interés en asumir la responsabilidad que conlleva ser parte de un proceso penal, interponga la querella.

B. MECANISMOS DE INVESTIGACIÓN:

Entre los aspectos positivos que observamos en el Anteproyecto, podemos mencionar que el artículo 460 de ese texto establece que los imputados por delitos de blanqueo de capitales y delitos financieros, entre otros, deberán demostrar la procedencia lícita de los bienes que se hayan aprehendido con motivo de una investigación por esos delitos. Opera en ese sentido una inversión de la carga de la prueba.

También podrán utilizarse las operaciones encubiertas en el curso de investigaciones por delitos financieros y blanqueo de capitales, para identificar a sus autores, partícipes o para el esclarecimiento de los hechos, solo que esa diligencia deberá ser autorizada, en el curso de la investigación, por el Juez o Magistrado de Garantías, que será competente para pronunciarse sobre las autorizaciones judiciales solicitadas por el Ministerio Público para todas aquellas actuaciones que priven, restrinjan o perturben el ejercicio de los derechos constitucionales.

Los imputados por esos delitos económicos conforme al artículo 464, tendrán derecho a la rebaja de la tercera parte de la pena cuando aporten información con la que se

pueda demostrar la participación de autores y partícipes en el delito o se logre la aprehensión considerable de dinero.

C. DETENCIÓN PREVENTIVA Y EXCARCELACIÓN

Todos los delitos que tengan pena mínima de 5 años de prisión admitirán la detención preventiva, siempre que exista prueba que acredite el delito y la vinculación del imputado, a través de un medio probatorio que produzca certeza jurídica de ese acto y exista, además, posibilidad de fuga, desatención al proceso, peligro de destrucción de pruebas, o que pueda atentar contra la vida o salud de otra persona o contra sí mismo.

En ese mismo sentido, quienes se encuentren vinculados a procesos que se sigan por delitos financieros y blanqueo de capitales, no podrán gozar de libertad caucionada o fianza de excarcelación, a menos que el Juez o Magistrado de Garantías o el Tribunal de la causa determine, de acuerdo con las circunstancias o componentes del proceso en particular, si es admisible o inadmisible la petición de acuerdo con la situación jurídico penal de la persona en cuyo beneficio es solicitada la excarcelación.

D. ELEMENTOS NO CONTEMPLADOS:

En este anteproyecto se han eliminado todas las novedades que habían sido introducidas a la legislación en el artículo 1957-A del Código Judicial, ya que no se requerirá presentar indicio del hecho para proceder a investigar los delitos contenidos en los artículos 393-E, 393-F y 393-G del Código Penal ó 260, 261 y 262 del Anteproyecto de Código Penal.

Tampoco será obligatoria la realización de dictámenes periciales por parte de la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia de Bancos en todos los tipos delictivos financieros, aunque podrá continuarse solicitando su colaboración para tales efectos, al tenor de lo que establecen los artículos 431 y siguientes del anteproyecto.

Finalmente, la Comisión Nacional de Valores no podrá iniciar investigaciones penales cuando tenga conocimiento de hecho y circunstancias que pudieran configurar los delitos financieros de uso indebido de información privilegiada, manipulación del mercado de valores y omisión o negativa de información financiera, ni tomar medidas de protección en el marco de esa investigación, porque tal facultad, sea o no declarada inconstitucional por la Corte Suprema de Justicia en virtud de la demanda que sobre ese tema está pendiente de resolver, le podrá ser vedada con la entrada en vigencia del nuevo Código de Procedimiento Penal. No obstante, aún las inquietudes que sobre la materia existan, se podrán plantear ante la Asamblea Nacional de Diputados una vez inicie el debate que al respecto se debe surtir.

IV. CONCLUSIÓN:

Del contenido del Anteproyecto de Código Penal y Procesal Penal, se desprende que existirá un cambio significativo en la forma de administrar justicia en Panamá. Cambios que debemos conocer y a los que debemos ajustarnos todos los panameños.

En materia del mercado de valores la situación no es distinta, porque tanto el regulador como los regulados deben estar al tanto de la nueva propuesta para que, como conocedores especiales de la materia puedan hacer aportes valiosos a la normativa, de manera tal que los textos aprobados finalmente sean un mecanismo de protección efectiva de las actividades que a diario realizan y de sanción ejemplarizante para los que afectan el negocio bursátil.

APROXIMACIÓN NORMATIVA Y DOCTRINAL DE LOS DELITOS FINANCIEROS Y DEL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES DESDE UNA PERSPECTIVA JURÍDICO PENAL

Abdel Almengor Echeverría
(Abogado)

José Abel Almengor Echeverría
(Fiscal Segundo Especializado en Delitos Relacionados con Drogas).

Escobar, define el Lavado de Dinero como el procedimiento subrepticio, clandestino y espurio mediante el cual los fondos o ganancias procedentes de actividades ilícitas (armamento, prostitución, trata de blancas, delitos comunes, económicos, políticos y conexos, contrabando, evasión tributaria, narcotráfico), son reciclados al circuito normal de capitales o bienes y luego usufructuados mediante ardides tan heterogéneos como tácticamente hábiles.
Más austero en las palabras, *Ruíz Badillo* conceptúa el fenómeno en tanto que reconducción de ese capital, obtenido como consecuencia de delitos, al sistema económico oficial, de tal forma que pueda incorporarse a cualquier tipo de negocio como si se hubiera obtenido de forma lícita y tributariamente correcta.

En nuestra normativa penal patria, el delito de Blanqueo de Capitales es contenido y consagrado en el tipo penal base del artículo 389, que describe:

"El que reciba, deposite, negocie, convierta o transfiera dineros, títulos valores, bienes u otros recursos financieros, a sabiendas de que proceden de actividades relacionadas con el tráfico de drogas, estafa calificada, tráfico ilegal de armas, tráfico de personas, secuestro, extorsión, peculado, corrupción de servidores públicos, actos de terrorismo, robo o tráfico internacional de vehículos, previstas en la ley panameña, con el objeto de ocultar o encubrir su origen ilícito o ayudar a eludir las consecuencias jurídicas de tales hechos punibles, será sancionado con pena de 5 a 12 años de prisión y de 100 a 200 días multa."

FASES DEL PROCESO DE BLANQUEO:
1. FASE DE COLOCACIÓN U OCULTACIÓN (La Manipulación del Dinero Al Contado)

1.1 DEPÓSITOS BANCARIOS: Evidentemente, el procedimiento más extendido para deshacerse del dinero al contado consiste en dejarlo en manos del Sistema Financiero mediante su ingreso en una o varias cuentas bancarias abiertas al efecto. No obstante, este método se encuentra sometido a un inconveniente considerable: resulta muy difícil encontrar a un empleado de caja que no sospeche de un cliente

que, sin razones que lo justifiquen se presente ante él con una suma extraordinaria de billetes. Fuera de aquellos casos en los que el propio empleado participe de manera consciente en la operación de Blanqueo de Capitales, una manera de amortiguar esos lógicos recelos radica en fraccionar artificialmente el ingreso por la ventanilla de la totalidad del dinero.

1.2 LA INSTRUMENTACIÓN DE TÍTULOS VALORES: La especial configuración de los títulos valores justifica el hecho de que su adquisición también haya sido utilizada con mucha frecuencia por los blanqueadores, como medio para alcanzar los fines antes señalados.
Por otra parte, la seguridad con la que pueden hacerse efectivos los derechos de créditos incorporados a este género de instrumentos comerciales, unida a su fácil transmisibilidad, los convierte en un medio idóneo para facilitar la ulterior circulación de capitales ilícitos de cara a su final reinversión.

1.3 ALGUNAS OPERACIONES DE INGENIERÍA FINANCIERA: La cruzada emprendida por las Administraciones Públicas, contra las bolsas de riqueza que aún permanecen ajenas a esa intervención fiscal, ha provocado la aparición de novedosos productos financieros que, amparados bajo la cobertura legal ofrecida por instituciones jurídicas pensadas para otro género de situaciones, brindan al contribuyente la oportunidad de que su patrimonio, sea cual fuere su origen, lícito o ilícito, se mantenga libre de toda vigilancia por parte del Estado.

1.4 APROXIMACIÓN AL ÁMBITO DEL JUEGO Y APUESTAS: En países como el nuestro las apuestas lícitas se han convertido en un fenómeno de masas, la adquisición clandestina de boletos premiados constituye una de las formas más simples y eficaces de justificar la tenencia de una cantidad excesiva de dinero metálico.

1.5 OPERACIONES DE PRÉSTAMO DE DINERO AL CONTADO: El préstamo de cantidades en metálico es otra de las alternativas que se pueden utilizar para desdibujar la procedencia ilícita de una masa excesiva de dinero.

2. FASE DE CONVERSIÓN, CONTROL O INTERCALACIÓN "BLANQUEO EN SENTIDO ESTRICTO"

Con miras al logro de esa apariencia de legitimidad, es necesario propiciar la circulación de toda esa masa patrimonial en el mercado, esto es, convertirla o transformarla en el objeto de una serie de operaciones económicas tan prolongadas como sea preciso para conseguir la finalidad.

3. FASE DE INTEGRACIÓN EN LA ECONOMÍA OFICIAL "LA REINVERSIÓN DE LOS CAPITALES ILÍCITOS"

Como ya tuvimos la ocasión de señalar, a menos que el capital sucio sea despilfarrado por quienes lo produjeron o se reintroduzca en el circuito ilegal para financiar la realización de nuevas actividades clandestinas, la última fase del proceso dirigido al aprovechamiento de los beneficios ilícitamente obtenidos se encuentra constituida por la integración final de esa riqueza vacante en los causes económicos oficiales.

Para *Caparrós*, como fases del Lavado de Dinero se contemplan:
a) Fase de Colocación: En esta fase o etapa los delincuentes procuran "desembarazarse" materialmente de importantes sumas de efectivo, que generan sus actividades delictivas, sin ocultar todavía la identidad de los titulares. Por consiguiente, cuando los beneficiarios de ese formidable flujo de moneda de curso legal emprenden la tarea de reciclarla, el primer problema al que se enfrentan no consiste tanto en distanciarla jurídicamente de su origen ilícito, como superar con éxito el punto de choque o estrangulamiento que constituye su extraordinario volumen.
b) Fase de Encubrimiento: La función de esta fase, que se describe según Moisés *Moreno*, estriba en separar los ingresos de origen ilícito de su fuente, mediante la creación de modernas transacciones financieras diseñadas para burlar controles de auditoria y proporcionar el anonimato.
c) Fase de Integración: Por último, esta fase consiste en la introducción de los bienes criminalmente obtenidos, en la economía legal sin levantar sospechas y por lo general, otorgando una apariencia de legitimidad en cuanto a su origen. Por su parte, *Ackerman*, señala que la integración, consiste en un ingreso de fondos en el Sistema Financiero de forma legal o ilegal, y su transferencia es hasta que se oculte su origen delictivo.
Como métodos más comunes empleados en la Fase de Integración, podemos mencionar las transacciones de bienes inmuebles, la utilización de empresas de pantalla, la complicidad de banqueros extranjeros, las facturas falsas de importación y/o exportación, entre otros.

VERBOS RECTORES INHERENTES AL TIPO PENAL BASE DE BLANQUEO DE CAPITALES

a) Adquirir: La palabra adquirir proviene de la voz latina adquiro, que significa obtener, comprar, esto en términos del contrato de compra venta.
b) Enajenar: Quiere decir, transmitir el dominio de una cosa o el derecho sobre ella.
c) Administrar: Entendiendo la palabra en su acepción jurídica, la administración

está conformada por las acciones dirigidas a incrementar rendimiento de bienes ajenos.
d) Custodiar: El término custodiar proviene del latín curare, es decir, cuidar; las conductas cambiar, depositar, dar en garantía e invertir corresponden a acciones u operaciones bancarias, financieras o bursátiles con las cuales se hace el manejo, inversión o guarda del dinero.
e) Cambiar: La palabra cambiar, se refiere a la acción de dar o tomar una cosa por otra, alude a la acción realizada en los negocios jurídicos y los contratos bilaterales.
f) Invertir: El término invertir, proviene del ámbito financiero; consiste en la aportación de capital para la realización de una actividad productiva.
g) Transportar: Llevar una cosa de un lugar a otro.
h) Transferir: La transferencia consiste en movilizar de un lugar a otro los recursos a través de un conjunto de organizaciones e individuos que toma en propiedad o facilitan la transferencia en propiedad de recursos, así como su movimiento de un agente a otro.

NATURALEZA JURÍDICA DEL CONOCIMIENTO (DOLO-INTENCIÓN) DE LA PROCEDENCIA ILÍCITA DE LOS BIENES "ABORDAJE AL DELITO PREVIO"

Al respecto, cabe señalar que, si bien las expresiones como *"a sabiendas o conocimiento"*, generalmente se emplean en referencia al autor doloso, ello no tiene porque significar qué en todo caso, aludan a tal forma de culpabilidad. El admitir que la exigencia del conocimiento se utiliza como la necesidad de mantener que dicho conocimiento no es determinante de la afección del bien jurídico protegido.
En palabras propias de *Blanco Cordero*, ambas exigencias hacen referencia a una misma realidad en el ámbito del delito de Lavado de Dinero. Con ello, quiere decir, el autor, que en el momento de realizar el tipo penal de Lavado de Dinero, se ha de conocer el origen delictivo de los bienes, lo que presupone el conocimiento de que previamente se ha cometido un delito.
Es preciso por tanto, que el tipo penal mencione expresamente que el autor conozca la procedencia delictiva de los bienes o que éstos proceden de un delito previo. Este elemento se erige alrededor del centro, donde giran las conductas de Lavado de Dinero en el plano subjetivo. Sin embargo, tal afirmación no está exenta de críticas por parte de algunos autores que entienden que se trata de un elemento subjetivo del injusto, de modo que dicho conocimiento constituye el criterio para delimitar el ámbito de lo punible.
No obstante, ello no significa que el conocimiento deba ser exacto o pormenorizado. No es preciso saber el lugar de la comisión del delito o la calificación exacta del mismo, ni siquiera de qué delito se trata, ni mucho menos quienes son los autores. En este sentido, afirma *Figueroa Velásquez,* que entre el delito previo y el Lavado de Dinero, rige el Principio de Accesoriedad Limitada, el conocimiento sólo debe abarcar la

tipicidad y la antijuridicidad del hecho previo, siendo indiferente el conocimiento o no de las características de la culpabilidad o punibilidad del delito.

CONCEPTO DE LAVADO DE DINERO (Miguel Antonio Cano)

"Lavar es limpiar con agua u otro líquido, purificar, quitar el defecto, mancha o descrédito.
Por su parte, lavado de dinero de activos es intentar ocultar o disfrazar la verdadera fuente o propiedad de los dineros ilícitamente devengados. Para el primer caso, se habla de dinero proveniente del narcotráfico, para el segundo, proveniente de otros delitos tipificados en la ley.
El crimen organizado no se conforma únicamente con lavar el producto del narcotráfico, sino con dar apariencia de legal a cualquier actividad ilícita y para ello se crean estructuras corporativas que sobreviven bajo el miedo y la corrupción.
A pesar de la creencia popular, el Lavado de Dinero no incluye exclusivamente lo generado por el narcotráfico, ya que existen en la actualidad, mil y una formas de lavar el producto de actividades ilícitas, desde comprar una casa al doble de su precio y a la hora de redactar la escritura informar sólo una parte del dinero y el resto pasarlo por debajo de la mesa, hasta comprar billetes de lotería al doble y al triple de su precio o en el caso más curioso que conozco, unir matrimonio a conveniencia para unir dotes, una de ellas producto del narcotráfico.
Modalidades de Lavado:
-Ciber Lavado.
-Casinos Virtuales.
-Apuestas Deportivas.
-Uso de Loterías.
-Lavan Oro.
-Contrabando Técnico.
-Subfacturación.
-Mulas de Dólares.
-Peso Broker.
-Exportaciones Ficticias.
-Operaciones Stand By.
-Operación Carrusel.
-Compañía de Fachada.
-Testaferrato."

El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos de América (USDT), define el Lavado de Dinero, como todas aquellas actividades realizadas para disfrazar activos financieros, de tal forma que puedan utilizarse sin que se detecte la actividad ilegal que los produjo. Mediante el Lavado de Dinero, los delincuentes transforman las

utilidades monetarias obtenidas de sus negocios criminales, en fondos provenientes de fuentes aparentemente legales.
Este proceso tiene consecuencias sociales devastadoras, porque es un incentivo y pone los recursos financieros necesarios a la disposición de los traficantes de drogas y armas, los terroristas y otros criminales para que operen y expandan sus operaciones ilícitas. Los criminales intentan ejercer influencia y manipular el Sistema Financiero de los Estados Unidos y de otros países alrededor del mundo, para expandir su área de influencia y el ámbito de sus operaciones.

DEFINICIÓN DEL TÉRMINO BLANQUEO DE CAPITALES

El proceso por el cual se da apariencia de legalidad al dinero o bienes procedentes de la comisión de un delito. El aludido proceso comienza con la ilícita obtención de un bien el cual, tras ser sometido a operaciones de transformación, destinadas a desvincularlo de su origen acaba siendo integrado en el ciclo económico apareciendo, de este modo, confundido con los bienes lícitamente adquiridos. Así pues, son tres etapas que pueden distinguirse.
La primera de ellas se denomina FASE DE SUSTITUCIÓN, aunque también es conocida como FASE DE COLOCACIÓN, siendo característico de esta etapa que los bienes ilícitamente obtenidos que, frecuentemente consisten en grandes sumas de dinero en efectivo, han de ser transformados en otros bienes que faciliten el manejo.
LA FASE DE OCULTACIÓN: La superposición y combinación de complicadas operaciones financieras que tratan de dificultar el seguimiento de lo que se conoce como huella o rastro del dinero, acudiéndose en numerosos casos a la creación de sociedades de pantalla o a la intervención de testaferros.
LA FASE DE INTEGRACIÓN: En esta etapa, el capital ilícitamente obtenido cuenta ya con la apariencia de legalidad que pretendía dársele; lo cual, significa que el dinero puede ser utilizado en el sistema económico y financiero como si se tratase de dinero lícitamente obtenido. *(VITALES RODRÍGUEZ, Caty. Los Delitos de Receptación y Legitimación de Capitales en el Código Penal de 1995. Editorial Tirant Lo Blanch, Valencia, España, 1997. págs. 71-80.)*

EL OBJETO MATERIAL EN EL BLANQUEO DE CAPITALES

En la actividad delictiva del narcotráfico, el objeto material de esos delitos está constituido por la droga, pero éste cambia cuando la actividad delictiva entra en la Fase de Encubrimiento, fase mediante la cual se pretende legitimar el capital de la empresa o lograr la impunidad de los delitos encubiertos. El objeto material del delito de Legitimación de Capitales provenientes del Narcotráfico, está constituido por el capital procedente del narcotráfico. Este aspecto del delito se apreciaba con mayor

claridad en la redacción del artículo antes de la reforma; pues aquella ley estaba dirigida a castigar acciones con las que se encubría, únicamente el origen ilícito de los recursos económicos producidos por el narcotráfico.
Establece *Del Carpio, Delgado*, que el producto del delito -producta scaeleris- es decir, los bienes que directamente han sido generados o producidos por la comisión de un delito, sólo puede ser considerado como objeto material del delito de blanqueo cuando consista en bienes generados por la ejecución del delito previo que, al poder ser valorados económicamente, sean susceptibles de incorporarse al patrimonio.
Los beneficios, ganancias o utilidades, son los bienes que constituyen la consecuencia económica de la comisión de un delito. Están representados por cualquier bien que constituya para la persona una ventaja económica o que represente un interés económicamente valorable y que haya sido obtenido tanto de forma directa como indirecta de la comisión de un delito. De concepto de beneficio, utilidad o ganancia hay que deducir todos aquellos bienes que han sido gastados por el delincuente en la comisión del delito.

CONOCIMIENTO DEL DOLO

Para *Hernández Ramírez*, el exigirle al sujeto activo un conocimiento claro y exacto del origen ilícito del capital que encubre, constituye un presupuesto necesario para consumar el delito que tratamos. Tal circunstancia queda exigida por la ley en la frase: *"siempre que hubiera conocido de ese origen y tienda con esas acciones a ocultar o encubrir el origen de los recursos o a eludir las consecuencias jurídicas de ellas."*
En este sentido puede afirmarse que se requiere de un estado anímico de certeza, sin que puedan equipararse a él, ni las meras sospechas, ni las presunciones, ya que recaigan tales sospechas sobre la existencia del delito, ya sobre la procedencia de los efectos que se ayudan a aprovechar.
Esto es, que el agente conozca que los bienes, efectos o haberes, tienen su origen en actividades del comercio de drogas o actividades relacionadas con éste, sin que sea preciso un total convencimiento respecto a la conducta delictiva que produjo los bienes o ganancias (las circunstancias de lugar, tiempo y modo, autores, etc del delito contra la salud pública no tiene porque conocerlas). Lo que quiere decir que para la comisión de éste delito el agente debe tener plena seguridad de que el capital proviene del narcotráfico y que ocultará su origen ilícito o favorecerá a su dueño, legitimándolo a través de cualquier negocio jurídico.

EL BLANQUEO DE BIENES COMO DELITO PLURIOFENSIVO

Como un delito de carácter pluriofensivo, es decir, que protege a más de un bien jurídico, lo considera *Vitales Rodríguez*. Para esta autora, el delito de legitimación de

capitales, como así lo denomina, supone inicialmente un atentado contra la Administración de Justicia, en la medida en que, a través de la conversión y la transferencia de capitales ilícitamente obtenidos, de alguna manera se está dificultando que el delito previo en que tienen su origen los bienes sea descubierto. Pero para *Vitales Rodríguez*, cuando el sujeto pretende darle una apariencia de legalidad a los capitales, generalmente tendrá que recurrir a otros delitos que atentan contra el orden socioeconómico, como pueden ser la evasión de capitales, la creación de sociedades ficticias, la falsificación de balances, etc. De este modo, el ataque al orden socioeconómico se constituye como un medio a través del cual se lleva a cabo la conducta legitimadora del capital. Pero es que, además agrega, la legitimación de capitales supone la lesión a otros intereses económicos que no encuentran protección en la norma penal como, por ejemplo, la compra venta de inmuebles en determinadas zonas de alguna ciudad o la libre competencia.

EL ORDEN SOCIOECONÓMICO COMO BIEN JURÍDICO PROTEGIDO

En este último grupo tenemos a quienes consideran que el bien jurídico protegido por este delito es el orden socioeconómico. Y ciertamente esta interpretación puede verse favorecida por el cambio de ubicación sistemática que realiza el nuevo Código Penal.
Sobre esta base, sin descartar que a través de este delito se estén protegiendo mediatamente otros bienes jurídicos como puede ser la Administración de Justicia, primordialmente se está tutelando el orden socioeconómico.
Y también a quienes consideran que se trata de un delito que afecta al orden socioeconómico, puesto que se trata del ingreso de capitales -normalmente en grandes cantidades-, generadas sin los normales costos personales o financieros o industriales, ni carga tributaria, que dan lugar a la desestabilización de las condiciones mismas de la competencia y el mercado.

Continuando con el presente análisis normativo, se consagra en el artículo 390 del Código Penal patrio, lo siguiente:
"Será sancionado con la pena a que se refiere el artículo anterior:
1.El que a sabiendas oculte o encubra la real naturaleza, origen, ubicación, destino, propiedad o ayude a facilitar el beneficio de los dineros, títulos valores, bienes u otros recursos financieros, cuando éstos provengan o se hayan obtenido directa o indirectamente de alguna de las actividades ilícitas señaladas en el artículo 389 de este Código.
2.El que a sabiendas realice transacciones, por sí o por interpuesta persona natural o jurídica, en establecimientos bancarios, financieros, comerciales o de cualquier naturaleza, con dineros, títulos valores, bienes u otros recursos financieros

procedentes de algunas de las actividades ilícitas previstas en el artículo 389 de este Código.
El que por sí o por interpuesta persona, a sabiendas, suministre a un establecimiento bancario, financiero, comercial o de cualquier otra naturaleza, información falsa para la apertura de cuentas o para la realización de transacciones con dineros, títulos valores, bienes u otros recursos financieros, cuando estos provengan o se hayan obtenido de alguna de las actividades ilícitas señaladas en el artículo 389 de este Código."

Son varios los autores que se han preocupado por sistematizar las características del Blanqueo de Capitales, tal y como actualmente se produce en el mundo, y casi todos coinciden en destacar, con mayor o menor énfasis, las siguientes:
-el carácter internacional de la actividad de blanqueo,
-el gran volumen alcanzado por esta actividad, que le confiere por sí misma una naturaleza especial,
-la profesionalización de las organizaciones dedicadas al blanqueo,
-la gran variedad y variación de las técnicas empleadas.
A su vez, el Blanqueo de Capitales, se ha visto facilitado o favorecido por una serie de factores y tendencias de la economía mundial en años recientes; la progresiva internacionalización del sistema financiero, los procesos de desregulación en materia financiera y bancaria y de la liberalización de los movimientos de capital, la aparición nuevos productos e instrumentos financieros, la aparición y desarrollo de nuevas tecnologías, el desarrollo de las telecomunicaciones, la existencia de paraísos fiscales; factores todos que, aunque aparecidos en los años 80, han adquirido en los 90 especial importancia.

NORMATIVA INTERNACIONAL EN MATERIA DE BLANQUEO DE CAPITALES

1. La Declaración de los Principios de BASILEA, de 12 de diciembre de 1988:

Se conoce como declaración de Basilea en materia de Blanqueo de Capitales, a la declaración de principios sobre prevención de utilización del Sistema Bancario para el Blanqueo de Fondos de origen criminal hecha por los representantes de los bancos centrales y autoridades monetarias de los países miembros del Grupo de los Diez, el día 12 de diciembre de 1988.
Son normas y conductas previstas en la declaración de Basilea las siguientes:

a) Identificación de los Clientes: La identificación de los clientes por los bancos en las distintas operaciones mercantiles en que intervienen es sin duda una de las medidas básicas para una eficaz lucha contra el Blanqueo de Capitales.
b) Cumplimiento de las Leyes: En este apartado la declaración distingue entre la actividad de la propia banca y las operaciones realizadas por cuenta de la clientela. Respecto a la primera, impone a los responsables de los bancos el

deber de asegurarse que tal actividad financiera se realice de acuerdo con la observancia de rigurosas normas deontológicas y con el respeto de las leyes y reglamentos que regulen las actividades financieras.

c) Cooperación de las autoridades encargadas del cumplimiento de las leyes: Las autoridades encargadas del cumplimiento de las leyes, son los Jueces, y la Administración. La cooperación que la declaración de Bacilea, recomienda a los bancos con estas autoridades se encuadra dentro de los límites específicos de cada país.

2. Convención de las Naciones Unidas de Viena, 20 de diciembre de 1988:

Como características fundamentales de la Convención de Viena, podemos mencionar, las siguientes:

a) Limitación del ámbito de las normas de Blanqueo de Capitales: De aquí que todas las normas contenidas en dicha Convención, respecto al Blanqueo de Capitales, se refiera única y exclusivamente, a los capitales procedentes del narcotráfico, sin que en principio puedan extenderse a los derivados de otras actividades ilícitas, ya que nos encontramos ante una legislación penal que no puede ser interpretada de forma extensiva.

b) Los destinatarios de las obligaciones asumidas en esta Convención son los Estados, que en definitiva se comprometen a adoptar las disposiciones legislativas y administrativas necesarias par integrar en sus ordenamientos jurídicos las medidas previstas en dicha Convención.

c) Calificación como delitos penales de las conductas prohibidas: Los Estados firmantes de la Convención de Viena asumen la obligación de tipificar como delito penal, en su derecho interno, una serie de conductas entre las que se incluyen diversos supuestos de lo que comúnmente se conoce como Blanqueo de Capitales. Así lo dispone el artículo 3.1 de la Convención.

Como supuestos específicos relativos al Blanqueo de Capitales en la Convención de Viena, tenemos los siguientes:

a) La conversión o la transferencia de bienes a sabiendas de que tales bienes proceden de alguno o de algunos de los delitos tipificados con delitos de narcotráfico.
b) La ocultación o el encubrimiento de la naturaleza, el origen, la ubicación, el destino, el movimiento o la propiedad reales de bienes, o de derechos relativos a tales bienes, a sabiendas de que proceden de alguno o algunos de los delitos de narcotráfico.
c) La adquisición, la posesión o la utilización de bienes, a sabiendas, en el momento de recibirlos, de que tales bienes proceden de alguno o algunos de los delitos de narcotráfico.
d) La participación en la comisión de alguno de los delitos tipificados de conformidad con lo dispuesto en el presente artículo, la asociación y la

confabulación para cometerlos, la tentativa de cometerlos y la asistencia, la incitación, la facilitación o el asesoramiento en relación con su comisión (art.3.1 c, iv).

3. Grupo de Acción Financiera (GAFI):
El Grupo de Acción Financiera Internacional, conocido por sus siglas como GAFI, fue creado por los Jefes de Estado, y de gobierno del Grupo de los 7 durante la Cumbre celebrada en París en el mes de julio de 1989, con la misión específica de estudiar y promover las medidas destinadas a combatir el Blanqueo de Capitales procedentes de diversas actividades ilícitas. Como respuesta a este fenómeno, este grupo emite las 40 + 9 recomendaciones especiales para ser adoptadas por cada país miembro, en el fortalecimiento de sus instituciones y en sí de su Sistema, en la lucha contra el Blanqueo de Capitales.

El artículo 391 del Código Punitivo patrio, establece y delimita taxativamente la participación de sujetos activos determinados en la ejecución del tipo, como lo son los funcionarios o empleados.
"El que a sabiendas se valga de su función, empleo, oficio o profesión para autorizar o permitir el delito de Blanqueo de Capitales, descrito en el artículo 389 de este Código, será sancionado con prisión de 3 a 8 años.

Por condición de empleado en entidad bancaria, lo definimos en la norma, como el Sujeto Activo Calificado: Los tipos reguladores del delito de Blanqueo de Capitales son muy amplios, y pueden dar cabida a multitud de comportamientos sobre los bienes procedentes de delitos graves, incluso por imprudencia grave. Esta amplitud, sin embargo, parece no tener en cuenta la especial situación en que se encuentran los empleados y directivos de las instituciones financieras. En efecto, tales personas corren el riesgo de enfrentarse a circunstancias subsumibles en el tipo del delito de Blanqueo de Capitales. Los posibles comportamientos constitutivos de un delito de Blanqueo se desenvuelven normalmente en el ejercicio habitual de su profesión. Por eso, el empleado de banca se encuentra en una situación en la que corre un gran riesgo de cometer delitos. El delincuente acude al banco como cliente y solicita de los empleados servicios normales, estandarizados; es el delincuente quien propone al empleado de banca la realización de negocios dirigidos al Blanqueo de Capitales.

RESPONSABILIDAD PENAL DEL EMPLEADO INDIVIDUAL POR EL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES (Comisión por Omisión)

En cuanto al empleado individual, es preciso distinguir tres situaciones:
1. Puede ocurrir que el mismo empleado que omite la comunicación lleve a cabo

también la operación que da lugar al Blanqueo; realiza una omisión que da lugar al Blanqueo y también lleva a cabo la conducta activa de ocultación.
2. Cabe imaginar también que el empleado no ejecute el mismo la transacción. Esto sucede, por ejemplo, cuando observa que un compañero realiza una operación sospechosa de Blanqueo.
3. Ahora bien, el empleado en concreto, puede decidir rechazar una concreta operación a la vista de los indicios de que está relacionada con el Blanqueo y, pese a todo, no comunicar tales hechos al órgano de control interno o comunicación.

REALIZACIÓN DOLOSA DEL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES

La acción del empleado que posee indicios o alberga la sospecha de que una determinada operación está relacionada con el Blanqueo y no la comunica a los órganos de control interno o, en su caso, al servicio ejecutivo, constituye un delito de Blanqueo de Capitales a título doloso.

EL DELITO DE BLANQUEO EN COMISIÓN POR OMISIÓN

Se sanciona cualquier acto dirigido a ocultar o encubrir el origen delictivo de los bienes o a ayudar a los responsables del delito previo a eludir las consecuencias legales de sus actos. El problema es sí la omisión es subsumible en el término actos que emplea el artículo.

INDICIOS COMO MEDIO PROBATORIO EN EL DELITO DE BLANQUEO DE CAPITALES

Nivel de los Indicios según Blanco Cordero. Existen indicios cuando la apreciación crítica de todas las circunstancias concurrentes en la situación concreta cabe inferir la sospecha de que concurre un Blanqueo. La obligación de las operaciones con indicios se refiere a los casos en los que existe una conexión entre la operación financiera y el Blanqueo. No es preciso que los hechos que fundamentan la sospecha se deriven exclusivamente de la operación en concreto, sino que la entidad financiera puede tener conocimiento de datos procedentes de otras fuentes que pueden servir de indicios de Blanqueo.

CONSIDERACIONES CONCLUSIVAS

El objeto material del delito o existencia del ilícito, doctrinalmente ha sido descrito como todos aquellos bienes, dineros procedentes de actividades ilícitas, que son objeto de persecución por parte de las autoridades nacionales.

En nuestro medio, la evolución normativa se produce de la siguiente forma:
1. Mediante la Ley 23 de 1986, se introduce en nuestro medio el delito de Lavado de Dinero procedente del Narcotráfico, como una forma de encubrimiento de dineros ilícitos.
2. La Lay 13 de 1994, trae cambios normativos en materia de Legitimación de Capitales o Lavado de Dinero, pues, si bien se mantiene como delito base únicamente actividades de Narcotráfico, se adicionan verbos rectores y se modifican las penas.
3. La Ley 41 de 2000, aumenta las penas por los delitos de Lavado de Dinero, o Blanqueo de Capitales, hasta 15 años como máximo, también se abre el radio de acción en lo referente a los delitos antecedentes o previos, refiriéndose a ilícitos diferentes al Narcotráfico incluyendo actos ilegales de Estafa Calificada, Secuestro, Extorsión, Peculado, etc. Por último, el Bien Jurídico Protegido, pasa de la Salud Pública a la Economía Nacional, tomando en consideración la grave afectación que éstos ilícitos traen a las economías de los Estados.
4. La Ley 42 de 2000, que establece las medidas de Prevención para el Blanqueo de Capitales en Panamá.
5. La Ley 45 de 2000, que tipifica los delitos Financieros.
6. La Ley 50 de 2003, que tipifica el delito de Financiamiento del Terrorismo.

La doctrina generalizada, ha coincidido en indicar que el delito antecedente o previo, es viable probarlo a través de pruebas o indicios, es decir que no se requiere de una sentencia que se encuentre en firme para acreditar la actividad antecedente, únicamente se requiere un hecho con idoneidad suficiente para determinar la actividad ilegal previa. Ejemplo que la persona está imputada, años antes fue investigado por narcotráfico y absuelto; depósitos continuos por debajo del umbral o de los límites de reporte establecidos, como mecanismo de control.

El sujeto activo en nuestro medio debe actuar con dolo o intención (aspecto cognoscitivo y volitivo), pues, las normas son constantes en indicar que debe mediar un *"a sabiendas"* . La doctrina ha expuesto que conceptos como la ignorancia intencional, ceguera premeditada o el no conocimiento exacto de la actividad de la cual proviene el flujo de dinero, no son excusas para evitar la sanción penal.
En otros países, el Blanqueo de Capitales, posee una modalidad culposa, en donde el manejo negligente de dinero o bienes, que a la postre proceden de actividades ilícitas, se constituye en un actuar suficiente para imponer una pena.

En este aparte, realizaremos un abordaje normativo y doctrinal de los denominados Delitos Financieros, recopilados en el Título XII, Capítulo VII del Libro Segundo del Código Penal, específicamente en el artículo 393 acápites A, B, C, D, E, F, G.
Entendiéndose por el Delito Financiero, en razón al bien jurídico que resulta vulnerado en su comisión, ha sido vinculado siempre con el punible contra el orden económico social, razón por la cual lo englobamos en el tradicional criterio de Delito Económico,

como se desprende de los conceptos que a continuación expresamos, auxiliándonos de profesores nacionales y extranjeros, cuya autoridad es indiscutible en dicho medio académico.

Rafael Miranda Gallino, ha expuesto en su obra "Delitos contra el Orden Económico"; El Delito Financiero, en especial, implica desde luego una estafa en el orden de la buena fe de los negocios y de la confianza pública; pero sus consecuencias indirectas son igualmente dañosas, pues retrae capitales que de otro modo se invertirían en actividades honestas, los desvía hacia otros fines, y generalmente va asociado con la defraudación fiscal. Tal incidencia indirecta es, pues, incalculable sobre el Mercado de Capitales y las Finanzas Públicas.
Continuando con este predicado, el autor define el Delito Económico, en los siguientes términos: Es la conducta punible que produce una ruptura en el equilibrio que debe existir para el normal desarrollo de las etapas del hecho económico; o bien, la conducta punible que atenta contra la integridad de las relaciones económicas públicas, privadas o mixtas y que como consecuencia ocasiona daño al orden que rige la actividad económica o provoca una situación de la que puede surgir ese daño.

En la obra de Derecho Penal Económico, aplicado a la actividad empresarial, el profesor *Miguel Bajo Fernández*, concreta la definición de Delito Económico, así: Delito Económico en sentido estricto, es la infracción jurídico- penal que lesiona o pone en peligro el orden económico entendido como la regulación jurídica del intervensionismo Estatal en la economía de un país.
Delito Económico, en sentido amplio es aquella infracción que, afectando un bien jurídico patrimonial individual, lesiona o pone en peligro, en segundo término, la regulación jurídica de la producción, distribución y consumo de bienes y servicios.

Rafael Bielsa, citado por *Miranda Gallino*, ha dicho sobre ellos: Son delitos de gente inteligente avezada en los negocios, conocedora de las leyes y reglamentos y de las artimañas para eludir sanciones, influyente por su poder corruptor, y que tiene relaciones mundanas, políticas y con los funcionarios.
El maestro colombiano, *Luis Enrique Moreno Soto*, enseña cómo el Estado ha abandonado su papel de espectador para asumir un rol de actor y director de los cambios económicos que se manifiesta en dos formas principales: la intervención, es decir, las de dirigir las diversas políticas (de crédito, de control de precios, etc.), y la de protección, que, como su nombre lo indica, tiene como objeto amparar a la parte más débil de la sociedad: consumidores, contratantes.
Así, el exmagistrado, prohija el concepto de *Rodríguez Devesa*, concluyendo que la expresión de Delitos Económicos, incluye tres clases de infracciones, empezando por los delitos patrimoniales comunes, siguiendo por aquellos que lesionan, en cualquier forma, actividades de intervención y protección Estatales, de que se ha hecho mención antes y, por último todas las infracciones que vulneran bienes jurídicos colectivos.

Gerardo Landrove Díaz, ha dicho que los Delitos Financieros son conductas antijurídicas que lesionan el tráfico comercial, mercantil o estrictamente financiero, porque atacan directamente al interés social del orden público económico, por ausencia de sumisión al deber propio de las sociedades mercantiles y al interés mismo del Estado, prevalentes en su valoración y defensa, sobre el mal quehacer, que los postergue indebidamente.

LA CRIMINALIDAD ECONÓMICA Y EL DERECHO PENAL ECONÓMICO

El Derecho Penal Económico, se define en relación con un objeto de carácter político criminal: la prevención de la criminalidad económica. La criminalidad económica constituye un fenómeno complejo que requiere el conocimiento de aspectos que no son jurídico-penales, en sentido estricto. En dicho sentido, el desarrollo de las sociedades modernas ha producido no sólo una elevación de la criminalidad tradicional frente a la propiedad y el patrimonio (hurtos, robos, estafas), sino también una multiplicación de las formas de delincuencia posibles. Desde un punto de vista criminológico se alude, por un lado, al aumento de ocasiones para delinquir en una sociedad moderna, de tal modo que ciertas transformaciones sociales de una economía en expansión afectarían a un mayor número de oportunidades.

Por otra parte, es indiscutible que el cambio de estructuras socioeconómicas implica que la delincuencia económica ha de desenvolverse a través de esas estructuras y que, en ocasiones, esa estructura motiva nuevas formas de delincuencia.

En este orden de ideas, hoy se considera criminalidad económica, a la criminalidad de empresa, entendida ésta como la célula esencial en la estructura y desarrollo económicos, sin perjuicio de que con carácter general existe una gran dificultad a la hora de conseguir una clara delimitación de lo que deben ser considerados delitos económicos sin una enumeración.

Una elevación de ocasiones para delinquir puede observarse desde la perspectiva del objeto de los propios delitos como desde la disminución de otros medios de control que evitan la existencia del delito. Un ejemplo del primer caso, se encuentra en el aumento de bienes de consumo, que el delincuente puede querer para apropiarse de ellos o utilizarlos como medios para la adquisición de mercaderías prohibidas, restringidas o de gran valor: en mercaderías restringidas por intereses fiscales el tráfico de estas mercancías constituye una forma específica de delincuencia (el contrabando); en mercaderías prohibidas cuyo tráfico produce grandes beneficios la delincuencia económica se encuentra básicamente relacionada con la ocultación de la procedencia de los beneficios (Lavado de Capitales), en mercancías de gran valor, aunque las personas con capacidad para sufragar los gastos de los objetos se encuentran en posiciones de influencia económica, no existen particularidades diferentes de la delincuencia tradicional (por ejemplo: la sustracción de obras de arte).

Sin embargo, es posible una aproximación conceptual a través de la caracterización del delito económico; detallando que se constituyen en aquellos comportamientos

descritos en las leyes y que lesionan la confianza en el orden económico vigente con carácter general o en algunas de sus instituciones en particular, y por tanto, ponen en peligro la propia existencia y las formas de actividad de ese orden económico. Por lo tanto, el Derecho Penal Económico, en sentido estricto, está dedicado al estudio de estos delitos y de las consecuencias jurídicas que las leyes prevén para sus autores.

EL ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA

Según *Bacigalupo Zapater*, Información privilegiada *(Insider Information*). La información que no se haya hecho pública, de carácter preciso, que refiera a uno o varios emisores de valores negociables o a uno o a varios valores negociables y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores.
Así pues, la información privilegiada, se caracteriza por las cuatro notas siguientes:
a) información no pública,
b) información precisa,
c) información relativa a valores negociables o a los emisores de dichos valores,
d) información que de hacerse pública podría influir en la cotización de los valores.

De manera que la información privilegiada, requiere que sea suficientemente concreta, precisa y fidedigna para que traspase las líneas definitorias de un rumor. Un rumor, por su carácter vago, no puede ser considerado una información privilegiada. La información puede referirse tanto a los valores como a los emisores de los valores, y puede ser relativa a uno en concreto o tratarse de información que pueda afectar a todos o a un grupo importante. A manera de ejemplo, la información relativa a un inminente descenso en los tipos de interés, o a una inmediata exención o desgravación fiscal, etcétera. La información ha de ser tal, que de hacerse pública influiría en los precios *(price sensitive information)*. De ahí que no toda información no pública puede ser considerada información privilegiada. Para conceptuarla como tal, es necesario que pueda establecerse una relación causal hipotética por la que se afirme que, de haber sido conocida, el efecto sobre los precios hubiera sido sensible. Por ello es esencial que la información sea verdaderamente trascendente *(materiality)*. Por ejemplo, el descubrimiento de nuevos pozos de petróleo hará subir el precio de las acciones de la compañía petrolífera. La situación en que se coloca el poseedor de información es tal que le permite sacar partido de la misma *(Taking Advantage of the Information).*

INSPECCIÓN, VIGILANCIA Y CONTROL DEL SECTOR FINANCIERO

A- Aspectos Generales:

La intervención del Estado en la economía, encuentra precisa aplicación en el sector financiero, que como es sabido, tiene a su cargo la intermediación de los recursos económicos de la sociedad. Esta Intervención, por conducto del señor Presidente de

la República, y por medio de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores.

B- Entidades de Inspección, Vigilancia y Control del Sector Financiero:
b1-SUPERINTENDENCIA DE BANCOS: Es una autoridad administrativa financiera encargada de desarrollar directamente la función de inspección y vigilancia sobre las entidades que conforman el sector financiero y asegurador.
b2-SUPERINTENDENCIA DE VALORES: Compete a la Comisión Nacional de Valores, la investigación y sanción de quienes realizan operaciones no representativas del mercado o a las personas naturales o jurídicas que quebrantan los estatutos de las Bolsas de Valores.
Entre las funciones de la CNV, se encuentran:
-Adoptar las reglas generales que permiten establecer cuándo una oferta de valores tiene el carácter de oferta pública,
-Fijar las normas generales sobre organización y funcionamiento del registro nacional de valores y de intermediación de los mismos, así como los requisitos que deben reunir documentos e intermediarios para ser inscritos en tales registros,
-Señalar los requisitos que deben observarse para que los valores puedan ser inscritos y negociados en la Bolsa de Valores,
-Fijar las condiciones de admisión de miembros en la Bolsa de Valores,
-Establecer las disposiciones con arreglo a las cuales, las sociedades administradoras de inversión y las entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria realizarán en la medida que se los permita su régimen legal, actividades de intermediación en el mercado público de valores,
-Establecer las condiciones y los límites a que deberán sujetarse las inversiones de los fondos de cesantías,
-Decretar la disolución o liquidación de personas jurídicas que desarrollen actividades de intermediación,
-Cancelar a título de sanción, la inscripción de documentos o de intermediarios en los respectivos registros,
-Disponer medidas de carácter general para proteger los sanos usos y prácticas en el mercado de valores,
-Establecer criterios de carácter general conforme a los cuales se determina en qué eventos se tipifica una actividad de intermediación en el mercado de valores,
-Ejercer las funciones de inspección, vigilancia y control que competen a la Superintendencia de Valores.
-Adoptar las demás medidas que conduzcan a la promoción y desarrollo del mercado y a la protección de los inversionistas.

INSTITUCIONES FINANCIERAS (CONCEPTO)

Lo anterior nos señala la concurrencia de dos sistemas normativos para establecer cuáles son las entidades financieras, a saber:

a) Para el derecho público económico, son instituciones financieras aquellas personas jurídicas que en forma profesionalizada y en desarrollo de su objeto social captan dineros del público, en depósito o a cualquier otro título, mediante el cual el depositante no obtiene como contraprestación el suministro de bienes y servicios, sino, en ciertas ocasiones, algunos beneficios concretados en el rédito del capital entregado; mientras que la entidad financiera procede a la colocación de tales recursos a título mutuo y excepcionalmente, previa autorización especial de la Ley, a realizar inversiones.
b) Para el Derecho Penal, instituciones financieras son todas aquellas personas jurídicas controladas por la Superintendencia bancaria.

EL ORDEN ECONÓMICO SOCIAL COMO BIEN JURÍDICO TUTELADO

En cuanto al reconocimiento del orden económico social como bien jurídico protegido en este tipo de hechos delictuales, ha surgido un interesante debate cuyas principales interpretaciones reseñamos a continuación:

Cesare Pedrazzi, al analizar la importancia del bien jurídico y su estrecha relación con las normas constitucionales ha dicho sobre este particular elemento en los delitos económicos: El Derecho Penal Económico, constituye quizá uno de los sectores de la parte especial en que la utilización del concepto de bien jurídico es más ardua y problemática, en el que los objetos merecedores de tutela son mas difíciles de aislar y recortar. En su extrema complejidad, el fenómeno económico afecta una serie de intereses de distinta naturaleza, entre los cuales existe una relación dialéctica que oscila entre la convergencia y el antagonismo: intereses individuales y de grupo, intereses difusos e intereses referidos a la comunidad considerada en forma unitaria.

No hay duda, pues, que un buen funcionamiento del sistema bancario y financiero es uno de los requisitos *sine qua non* para exitoso desenvolvimiento de la economía de un país. Admitido en principio de que los gobiernos no pueden menos que intervenir en el curso de los procesos económicos par promover el desarrollo y tender hacia la opulencia equitativamente compartida, cabe concluir que una eficaz implementación, no sólo de las regulaciones bancarias sino de todas las instituciones y normas que configuran el planteamiento económico de un país -derecho económico- acreedor a la tutela del derecho. *(HERNÁNDEZ QUINTERO, Hernando. Los delitos económicos en la actividad financiera, Segunda Edición. Ediciones Jurídicas Gustavo Ibáñez. Bogotá, Colombia. 1998, páginas 83-92.)*

En base a los planteamientos del jurísta, Jaime Bernal Cuellar, las causas perturbadoras del orden público económico, que se traducen en malestar sociopolítico, tienen, a nuestro juicio, dos grandes fuentes:
a) Los desajustes institucionales, propios de las economías subdesarrolladas, que se traducen en: progresivo desequilibrio entre la producción y el empleo; creciente deterioro monetario; desempleo de la fuerza de trabajo; galopante inflación; progresivo debilitamiento en el ahorro público; profundo desequilibrio fiscal, entre otros.
b) Como si los factores desestabilizadores de orden económico social del país fueran pocos, a ellos se agrega un conjunto de conductas que, por su naturaleza, se hacen merecedoras a la imposición de determinadas sanciones penales de carácter administrativo.
El reproche jurídico social que hace el legislador ordinario o extraordinario consiste en sancionar todos aquellos comportamientos que impiden a la sociedad el aprovechamiento ordenado, racional de la riqueza pública; que generan desequilibrios de diverso orden en la industria, el comercio; que obstaculizan la adecuada exportación de recursos naturales e incrementan la contaminación del medio ambiente con prácticas lesivas del habitat, generalmente estimuladas por el afán desmedido de lucho en la explotación de los recursos naturales, sin observancia de las debidas precauciones, y a su vez se sancionan las conductas encaminadas al rompimiento de las relaciones que en forma armónica deben existir entre los diversos sectores de la economía, conductas que se traducen en operaciones que pretenden el establecimiento de monopolios, o la imposición de inconveniente restricción al derecho de los miembros del grupo social de tenerla acceso, en un mismo pie de igualdad, a los servicios de crédito, que debe ser instrumento generador de inversiones productivas y no herramienta del fomento del capital especulativo e improductivo.

Podemos finalizar el presente ensayo, manifestando que con la adición al Código Penal, en donde se sancionan los Delitos Financieros, contempla como conductas ilícitas la alteración de libros contables o estados financieros, ocultación de la insolvencia de un banco, transferir fondos ilícitamente, ejercer negocio bancario sin licencia.
De igual forma se sanciona criminalmente al que haga uso indebido de información confidencial o privilegiada, como cuentas, informes y operaciones bancarias que puedan causar perjuicios a terceros, tendrá una pena de 1 a 3 años de prisión. Si es un empleado o ejecutivo de un banco, la sanción será de 2 a 4 años de prisión.
Otra conducta criminal, la constituye la aportación de información falsa a una entidad bancaria o financiera, con el objetivo de obtener una facilidad crediticia y la alteración (subir, bajar, mantener) el precio o facilitar la venta o compra de valores, que son objeto de una oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores.
Resulta importante indicar que también se sanciona al empleado bancario o al integrante de un comité de crédito que a sabiendas o con intención autorice operaciones perjudiciales para el banco, entre otras.

CAPÍTULO QUINTO

LA INVERSIÓN COLECTIVA (SOCIEDADES Y ADMINISTRADORAS DE INVERSIÓN).

CONOCIENDO LOS FONDOS DE INVERSIÓN ALTERNATIVA (HEDGE FUNDS)

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

I-ANTECEDENTES

Un fondo de inversión en su acepción más general es un fondo común de los recursos de los inversionistas que invierte en diversos valores en atención a los objetivos de la sociedad de inversión.

Es una de las herramientas más eficientes para que el " nuevo inversionista", entendiendo por éste aquél que nunca ha invertido en el mercado de valores toda vez que le ofrece alternativas de diversificación, niveles de patrimonio accesibles y sobre todo la bursatilidad una de las características más óptimas de los fondos de inversión.

Como expresa el tratadista mexicano Arturo Rueda *"¿Demasiado bueno para ser verdad? Si se dijera que hay un mecanismo que no exige una gran suma de dinero para entrar a cualquiera de los dos grandes mercados el accionario y el de dinero, con el que se puede lograr una diversificación incluso mayor que la que conforman los grandes inversionistas, un mecanismo con el que el público puede entrar y salir en cualquier momento, sin restricciones, sin cumplir parámetros ni complicarse con los derechos corporativos ni con los cálculos de interés real o sus cupones, un mecanismo o vía con el que puede aprender el funcionamiento de la bolsa y al mismo tiempo es benévolo y noble, porque disminuye los riesgos del mercado accionario y expande los beneficios potenciales de los títulos de deuda..."* (1) Rueda Arturo. Para entender la Bolsa. Thomson Lerning 2002, página 285.

Un concepto sencillo nos los otorga el Passtrak (Serie 7) al expresar que *"una sociedad de inversión es un fondo común de los recursos de los inversionistas que se invierte en diversos valores de acuerdo con el objetivo de la sociedad. Las sociedades de inversión tienen varias características únicas."* (2) General Securities Representative Licence Exam Manual. Página 382.

Definitivamente, tienen sendas características que le otorgan no sólo denominaciones distintas sino traen consigo una estructura con algunos puntos en común pero más aspectos disímiles a entender por el inversionista; situación que en algunas ocasiones se va tornando más compleja a medida que se adentra en vehículos más sofisticados.

En nuestra legislación el Decreto Ley 1 de 1999, desarrolla las sociedades de inversión en el Título IX del artículo 104 al 137. Dentro de la mencionada normativa ofrece varias clases de conceptos y estructuras de sociedades de inversión o fondos mutuos.

Así tenemos sociedades de inversión según la opción de redención: sociedades de inversión abiertas como las que ofrecen a sus inversionistas el derecho de solicitar periódicamente la redención de sus cuotas de participación, en forma parcial o total; sociedades de inversión cerradas como las que no le otorgan al inversionista el derecho de solicitar la redención de sus cuotas de participación antes de la liquidación de la sociedad de inversión o que sólo lo permitan en determinadas circunstancias; sociedades de inversión según el riesgo asociado al tipo de carteras y bienes, niveles de endeudamiento o de liquidez u otros parámetros que estime apropiados. En estos casos corresponderá a la Comisión Nacional de Valores establecer las categorías así como las normas específicas aplicables.

Mediante el Acuerdo 5 de 2004, se desarrolló la materia contenida en el Título IX correspondiente a las sociedades de inversión la cual incluye temas tales como: categorías de sociedades de inversión; registro y régimen jurídico aplicable; normas generales sobre las inversiones; reglas de valoración; requerimiento de capital y coeficientes de liquidez; informes, reportes y estados de cuentas; cese de operaciones.

La complejidad de la materia es innegable no solo para un regulador/ supervisor del desempeño de los fondos de inversión sino también para el destinatario más importante: el inversionista. Por ello, resulta importante destacar el rol que ha de desempeñar un profesional que administre tales vehículos. Surge en esta materia el principio de especialidad del derecho del mercado financiero para quienes lo administran en conjunto con otros como la transparencia, solvencia, recursos propios, derechos del inversionista de recibir información fiel, oportuna entre otros.

Todo lo relativo a los administradores de sociedades de inversión por su parte también está desarrollado en el Título IX del Decreto Ley 1 de 1999, de los artículos 138 a 150 y en el Acuerdo 5-2004.

Ahora bien, dentro de la gama de fondos de inversión encontramos los denominados Fondos de Inversión Alternativa, de Cobertura o Hedge Funds término en inglés que los distingue y quizás más generalizado. Se trata de una de las formas de sociedades de inversión más sofisticados y de compleja comprensión. En el presente escrito esbozaremos sus antecedentes, características, estrategias más conocidas y sus tendencias.

Sobre los Hedge Funds enunció Leah Wehinger (como Directora de Inversiones Alternativas del Wachovia Securities) *"Buscan ofrecer retornos no alternativos, lo que*

quiere decir que emplean estrategias de inversión designadas para generar retornos independientes de los instrumentos tradicionales como las acciones y los bonos". Cubrir las apuestas, así se ha expresado fue el objetivo de la creación de estos fondos. (3) www.latintrade.com- 10 agosto 2005.

Ahora bien, ¿dónde surgen y cuándo? En el año de 1949, Alfred Winslow Jones, Doctor en Sociología por la Universidad de Columbia y periodista financiero, constituyó lo que se considera como el primero de ellos. Un fondo accionario que simultáneamente tomaba posiciones vendedoras y compradoras, de corto y largo plazo. Estaba organizado como una sociedad privada con el objeto de obtener la máxima flexibilidad posible en la construcción de su portafolio. En él se conjugaban dos herramientas especulativas hacia una forma de inversión conservadora.

El socio principal era también el administrador de las inversiones y tenía una significativa inversión directa en el fondo, sujeto que hace posible evidenciar el interés particular que el administrador tiene sobre el fondo que maneja. (4) cf: El PAIS.es. 20 de noviembre de 2005 citando a Rafael Hurtado-Tesis Doctoral sobre los Hedge Funds y responsable de fondos de terceros del Banco Popular.

II- CONCEPTO

Como en muchas de las figuras inherentes del mercado de valores, no se puede expresar que existe una definición precisa, sin embargo, se estima aceptada la siguiente: *"vehículo de inversión colectiva, relativamente no regulado, que no presenta mayores restricciones sobre los instrumentos financieros en los que puede operar sobre las estrategias que puede utilizar"*. (5) http://ccr.cl/espanol/Estudios /HedgeFunds-Estrat.PDF.

III- CARACTERÍSTICAS

Esbozaremos las características comunes de estos fondos de inversión alternativa (hedge funds) no obstante, es menester tener claro el hecho de que día a día puede emerger una nueva, lo predice simplemente la evolución de este tipo de fondo y las estrategias que respondiendo a realidades actuales pueden generar nuevas características siendo instrumento de nueva generación y cuyo éxito ha generado su más amplio desarrollo.

Así las cosas dentro de los elementos que gozan de homogeneidad entre los hedge funds podemos mencionar:

1- Inversión en múltiples clases de activos.

Al ser denominados alternativos, de cobertura, de alto riesgo, no tienen un cinturón que los limite a los mercados donde quieren invertir, por ello, es susceptible de entrar en todo aquello que sea negociable pero sobre todo que prometa sendos beneficios. En consecuencia, deriva un elemento transfonterizo nato, que al desarrollar las nacientes y no muchas regulaciones actuales de ésta figura enunciaremos las pocas restricciones que tienen en este aspecto.

2- Uso de apalancamiento como estrategia de inversión.

El apalancamiento financiero *es el efecto que el endeudamiento origina en la rentabilidad de los capitales propios de una empresa, cuyos resultados pueden incrementarse por encima de lo que se derivaría de sus recursos originarios.* (6) http://www.finanzas.com/idglo.560..id.0/diccionario/resultados.htm. Los hedge funds se endeudan a través de líneas de crédito de divisas y préstamos como garantía o cobertura, esperando que los retornos generados por la inversión a la que destinan los recursos obtenidos compensen el riesgo ligado a la operación.

3- Capacidad de vender en corto.

Vender en corto significa vender lo que no se tiene. *"es una técnica que sirve para obtener utilidades aprovechando la baja de precio de una acción."* (7) Pastraak Serie 7, pagina 314. Así las cosas, se toman en préstamo valores que se consideran sobrevaluados, se venden y cuando su precio ha disminuido, corrigiéndose la distorsión, se compran devolviéndose a la entidad que ha otorgado el préstamo.

Es un mecanismo reconocido por el riesgo emergente emanado en el caso de que en vez de bajar el precio estimado sobrevaluado el comportamiento siga alcista y la obligación de devolver los valores que no se tenían persiste con motivo de las condiciones del préstamo de valores. A pesar de ello, precisamente fundamentado en la experiencia del manager o administrador bien utilizado el mecanismo de vender en corto en los hedge funds puede lograr amplios rendimientos.

4- Uso de Derivados.

Derivados *son instrumentos financieros cuyo valor depende de otros títulos o valores subyacentes y cuyo objetivo es el de transferir el riesgo de los últimos. Cuando se*

habla de derivados se hace siempre referencia a las opciones y futuros. (8) http://www.finanzas.com/idglo.1331..id.0/diccionario/resultados.htm

Siendo un vehículo sofisticado no es raro que use mecanismos de esta índole. Por ello, coinciden los estudiosos de este tipo de fondo en que el uso de derivados sea una de sus características; negociados bursátil o de forma extra bursátil (mercados over the counter OTC). Ello también explica el hecho de que en el mercado meta de los inversionistas de este tipo de fondos destaquen los institucionales.

5- Admite inversión de capital propio del gestor o administrador en el fondo.

El administrador del fondo alternativo de inversión (hedge funds) puede invertir un porcentaje significativo de su capital en el fondo administrado, esta falta de imparcialidad tiene como objetivo precisamente enfocar los intereses del administrador con el de los clientes. Con ello, se precisa puede disminuir el riesgo en el sentido de que una metodología agresiva (distorsionada con el fin de ganar comisiones) pueda ocasionar daños al inversionista.

6- Remuneración fundamentada en incentivos.

El porcentaje a cobrar usualmente es anual del valor de los activos netos del fondo (el activo neto es igual al valor total de los activos menos el pasivo) (9) http://www.es.yourmoneycounts.com/ymc/money/managing_your/your_net_worth.html, y, adicionalmente una comisión que guarda relación con el retorno obtenido en el periodo. No obstante, sin perjuicio de lo anterior, las comisiones que dependen de los resultados como hemos dicho pueden estar condicionadas por la previa recuperación de pérdidas de periodos anteriores o bajo el parámetro del valor inicial del fondo en el periodo. Cobra mucha importancia la característica precedente de que el gestor tenga intereses de su propio capital en el fondo.

7- Plazo de inmovilización.

El factor de sus especiales estrategias de inversión no hace que se desarrollen en los fondos alternativos estructuras sencillas de reversión a muy corto plazo. En consecuencia, los periodos de inmovilización son más largos, siendo mínimos rescates más extensos que trimestrales.

8- Priva la libertad de acción.

Aún con las emergentes (pero no limitantes regulaciones a su ejercicio) adornan estos fondos una particularidad y es la libertad de acción del administrador, en unos casos, por tener cero regulación aplicable y en otros porque ésta tiende más que nada a principios de transparencia, revelación y disponibilidad de información para el cliente, no así a sendos requisitos prudenciales de solvencia, liquidez, independencia de otros fondos que como hemos anotado su objetivo actual es a otra clase de inversionistas quizás con menos acceso al conocimiento sofisticado de este tipo de vehículos, situación que no afecta directamente a los inversionistas institucionales (primeros destinatarios con éxito de dichos fondos) precisamente por su característica: el de poseer conocimientos y contar con herramientas más sofisticadas de los mercados, sus productos y alternativas de inversión y diversificación así como de las ganancias esperadas.

9- Rendimientos absolutos.

La clave es ganar-ganar, en mercados alcistas y en mercados a la baja. ¿Cómo? Se parte de la premisa de que sus posiciones estén cubiertas. Es así que surge el término para estos fondos de "cubrir las apuestas" a través de la diversificación de la inversión, el apalancamiento, inversión en productos agresivos, con bajo nivel de regulación por lo que aplican normas propias aceptadas por los inversionistas que le permiten exceder límites de los fondos tradicionales y niveles de endeudamiento aunado a criterios de independencia del administrador como hemos indicado.

IV- DIFERENCIAS MÁS IMPORTANTES CON LOS FONDOS MUTUOS TRADICIONALES.

1- Los rendimientos.

En un fondo mutuo tradicional los resultados tienen como parámetro de medición un *performance* en atención a un índice comparativo (ejemplo: Standard and Poors 500, Dow Jones etc); mientras en los hedge funds los rendimientos que se buscan al ser absolutos no sigue determinados *performances.*

2- Reglamentación.

Definitivamente los fondos mutuos tradicionales están provistos de sendas regulaciones legales en la mayoría de los mercados de valores desarrollados

y en desarrollo. Ello implica, revelación de las políticas de inversión, reglas de independencia clara con el administrador, custodio, restricciones en cuanto a ciertas inversiones (ejemplo ventas en corto, inversiones en derivados etc). En cambio, los hedge funds están caracterizados desde su inicio por estar al margen de regulaciones y limitaciones precisamente por el mercado meta identificado los inversionistas institucionales. En consecuencia, se permiten todo tipo de estrategias.

Las nuevas tendencias regulatorias se originan ante la nueva apertura o nuevos destinatarios de los hedge funds, los que son creyentes de la necesidad de ésta apuntan a la protección del inversionista que no se caracteriza como hemos anotado por configurarse en el tradicional institucional. Sin embargo para algunos, como Greenspan esa regulación traerá como consecuencia el freno en el desarrollo de los hedge funds y su liquidez así como éxito en los rendimientos obtenidos que le ha otorgado esa característica de éxito en los mercados y por ende nuevos costos. (10) (Alan Greenspan - Finanzas e Inversiones Revista Virtual (http://.whartonschol.unviersia.net 13 de julio 2005)

3- Remuneración.

En los fondos tradicionales normalmente la remuneración es en base al activo administrado. En los hedge funds las remuneraciones son en base a resultados situación que explica que los administradores con más historial de éxito y demostrada experiencia estén inmersos en esta modalidad. Cobran lo que se denomina cuota de desempeño "performance fee".

4- Estrategias de inversión.

Al contar en la mayoría de los países de regulación los fondos tradicionales poseen normas de estricto cumplimiento en cuanto a las estrategias a seguir, la forma de revelarlas al inversionista en el prospecto, así como las medidas a ejecutar por ejemplo de protección en mercados a la baja. Sin embargo, en los hedge funds, hemos indicado que al tener objetivos de rendimientos absolutos las estrategias son mucho más variadas, arriesgadas y algunas complejas que detallaremos en un acápite siguiente.

5- Estructura:

Se constituyen como sociedades privadas con un número reducido de partícipes, son altamente especializados confiando plenamente en la experiencia del administrador, configurando su ofrecimiento de manera privada a pocos inversionistas pero de muy alto poder adquisitivo.

V- ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.

Tal como hemos expresado, uno de sus mayores atractivos que los han llevado a que se le denominen los Fórmula I de los fondos de inversión es precisamente que a diferencia de los fondos tradicionales éstos tienen o poco o cero regulación. Hay que reconocer las últimas regulaciones sobre todo a instancias de la Unión Europea, pero el objetivo de la regulación es radicalmente diferente al establecido para los fondos tradicionales por múltiples razones que iremos describiendo en este artículo pero más que nada por sus sendas diferencias de estructura (reglas de liquidez, endeudamiento, concentración de riesgo, estrategias y objetivos de inversión). En efecto, el fondo de inversión alternativo es un producto sofisticado y dirigido a inversionistas institucionales o de alto poder adquisitivo con amplios poderes de inversión.

No es obra de la casualidad que en el siglo pasado como bien anota Rafael Hurtado en su tesis Doctoral (Los Hedge Funds) se les haya denominado a los inversionistas como el "auténtico club de ricos". (11) ElPAIS.es citando a Rafael Hurtado Tesis Doctoral Hedge Funds 20 de noviembre de 2005.

Aunado a ello, sus estrategias percibidas como no convencionales trabajan con elevado nivel de apalancamiento, no guardan relación directa con los movimientos del mercado, especialmente útiles en momentos de descensos del mercado.

En efecto, un hedge funds puede comprar, vender, tomar prestado y vender en corto (en la mayoría de los mercados accionarios un cliente puede vender acciones que todavía no tiene y comprarlas después para cerrar el círculo necesario, con el mismo objetivo la ganancia en la enajenación, ésta se hace efectiva cuando el cliente considera que los precios están altos y decide comprar una vez que los precios hayan retrocedido) una amplísimo espectro de instrumentos financieros: acciones listadas en bolsa, colocaciones privadas, derivados listados o no, monedas, futuros de índices o tasas de interés, instrumentos de deuda entre otros.

Como quiera que el objetivo de las carteras de los fondos de inversión alternativa o hedge funds se orienten a la selección específica de valores, su rendimiento por tanto depende de decisiones individuales no de tendencias precisas de los mercados. Sigue una estrategia particular, por ende el perfil de riesgo varía entre los distintos fondos alternativos quizás he allí la percibida irracionalidad en la estrategia para los operadores tradicionales de fondos, sin embargo, ha constituido un éxito para los hedge funds al punto de desarrollo y mercado apetecible que ha generado ya sendas iniciativas de regulación eso si respetando ciertas flexibilidades, libertades y más que nada lo que se percibe como creatividad de estos vehículos y quién lo administra para bien de muchos inversionistas.

Estrategias más comunes:

a- Relative Value: dentro de éste que orienta sus objetivos a buscar los retornos de ineficiencias de precios o de valoración. Se utilizan metodologías como las siguientes:

1- *Convertible- Arbitrage: de la ineficiencia en los precios de los bonos convertibles y acciones subyacentes. Se entiende que el valor del bono disminuirá más lentamente que el precio de la acción cuando los mercados se encuentran a la baja.*
2- *Equity Market Neutral: su objetivo es tener posiciones cortas y largas que se compensan entre sí y generalmente en un mismo mercado, seleccionando las acciones mediante modelos cuantitativos y cualitativos. Esta metodología hace posible que se aparte el rendimiento del fondo de riesgos sistemáticos asociados a los mercados bursátiles al combinar posiciones cortas y largas de instrumentos sub-valorados, independientemente de la tendencia hacia donde se mueva el mercado.*
3- *Fixed Income Arbitrage: los administradores cuentas con posiciones largas y cortas, en instrumentos de deuda y derivados cuyos valores si bien tienen una relación histórica presentan distorsiones de precios.*

b- Event Driven: Guarda estricta relación con ciclos corporativos como reestructuraciones, quiebras, adquisiciones etc. Obtiene beneficios de las ineficiencias de valoración cuando ocurren tales eventos por el ambiente de incertidumbre que puede surgir de los mismos.

1- *Risk Arbitrage: se llevan a cabo inversiones en compañías que serán absorbidas o que se encuentren en proceso de fusión o adquisición; buscando posiciones opuestas en las acciones de las entidades involucradas.*
2- *Distressed Securities: se invierte en sociedades que evidencian problemas financieros u operacionales que pueden generar en reorganizaciones o quiebras, por ende las acciones de estas firmas suelen estar distorsionando debido a que los inversionistas tradicionales tienden a liquidar sus posiciones.*
3- *Regulation D: la estrategia enunciada es la inversión en compañías que cuentan con un nivel muy bajo de capitalización de mercado. Su cartera está formada por instrumentos derivados y de deuda con precios variables pero con la tendencia*

c- Oportunistic: Las inversiones cambian de estrategia en estrategia según aumentan las oportunidades a través de los eventos tales como los cambios bruscos de precios causados por un periodo de ganancias menores a las esperadas. Se caracterizan por generar retornos a partir de diferencias

técnicas de valuación o precio entre instrumentos financieros, sectores o indicadores macroeconómicos, en comparación con las valoraciones o tendencias de los mercados.

1- *Global Macro: su esencia es identificar ineficiencias relevantes en relaciones precio-valor, así como tendencias en los mercados bursátiles, de tasas de interés, divisas y comodities, llevando a cabo inversiones basadas en leverage en virtud de las proyecciones realizados. Dentro del análisis a ejecutar por los administradores está la de anticipar la ocurrencia de eventos políticos o macroeconómicos que afecten el valor de los instrumentos financieros. Se fundamenta en cambios económicos globales, que afectan políticas de gobierno como tasas de interés, y que por lo tanto afectan a las divisas, las acciones y mercados de bonos.*
2- *Short Sellers: Buscan maximizar el retorno en mercados a la baja. A través de ventas en corto previendo una baja de precio del activo.*
3- *Manager Futures: Partiendo de los bajos costos de transacción y el apalancamiento disponible en los mercados futuros obtiene rendimientos que no suelen estar correlacionados con las inversiones tradicionales.*
4- *Emerging Markets: Son fondos orientados a las inversiones en los mercados emergentes basan su análisis en su propio know-how. Cuentan con presencia local, lo que les permite beneficiarse de las ineficiencias de estos mercados, en que la información financiera es escasa y poco confiable, los niveles de liquidez son bajos y los factores políticos afectan la valoración de los instrumentos financieros.*
5- *Long/Short Equity: Estos fondos tienen como objetivo no ser neutrales en el mercado. Escogen acciones de las que esperan se equilibren lo suficiente para mantener la lista de protección de un movimiento severo del mercado. Combinan posiciones largas de acciones con ventas cortas u opciones sobre índices. La exposición larga aumenta cuando los mercados se encuentran en alza, las cortas tienden a generar retornos positivos y a actuar como cobertura ante caídas en los retornos bursátiles.*

(12) Sobre las estrategias CF: Alba Ito, José Gil, Ma Carmen Ruíz, Manuel Tejada. Tesina de Máster en Mercados Financieros.4º edición. Página 7; Rafael Ducos y Ambrosio Solaris, htpp: / / deltagroup.com.ar; Dion Friedland. Fondos Magnumwww. magnum.com.

VI- Ventajas y Desventajas

De las características expuestas y sus estrategias no es difícil colegir que una de sus principales ventajas lo constituye la libertad de que goza el administrador del hedge funds, esto le permite entender, analizar y crear el fondo en atención a ello. Es decir, lo hace en términos de la estrategia, tácticas de cobertura, modelos matemáticos y por ellos se justifican los costos. Un buen manejo permite distribución del riesgo en un portafolio y la preservación de capital.

Es por ello, que se le atribuye la característica de vehículos de inversión altamente especulativos y arriesgados; no obstante, no necesariamente debe ser esa su percepción toda vez que como hemos esbozado antes la combinación de estrategias permite en la mayoría de los casos asegurar parte de beneficios o rentabilidad, de allí su denominación en idioma español de los hedge funds como fondos de cobertura.

Ahora bien, el uso excesivo de apalancamiento también es un motivo de preocupación, mas no se ha convertido en un obstáculo para el desarrollo de los hedge funds. La clave consiste en la diversificación de la inversión.

VII- Tendencias.

Se estima que en estados Unidos de América los hedge funds administren de 200 a 300 billones de dólares con un creicimiento anual de 20%. CF: (13) http://deltagroup.com.ar

En los Estados Unidos en los últimos meses han dado mucho de que hablar los hedge funds. En efecto, la Securities and Exchange & Commission desarrolló un marco de regulación para los hedge funds de febrero de 2006, anulada por decisión del tribunal federal de junio de 2006, por estimar que existía colusión con otra normatividad.

Christopher Cox Presidente de la SEC atestiguó ante el comité de las actividades bancarias y bursátiles del Senado de los Estados Unidos *"para volcar la regla, el siente que el régimen regulador actual de los fondos es inadecuado", hay un daño potencial de la reputación si la corte gobierna contra el SEC"*. (14) Amanda Cantrell, escritora personal de CNNMoney.com 25 de julio de 2006.

La normatividad instaurada en febrero más que nada tenía como objetivo el registro ante el SEC, como consejeros de inversión, someter informe prudenciales periódicos e inspecciones ocasionales sobre sus libros y expedientes. La protección contra el fraude es la expectativa del SEC, contra los riesgos inminentes que podrían tener efecto macro en el sistema financiero; situación que ante los hechos se pretende ajustar a través de

otras normativas pero reconociendo que poco se puede solucionar a través de reglas administrativas ya que requieren fuerza legal.

Como expresa Ainhoa Jiménez Bolsároga *"Los tribunales anulan la obligación en la SEC por la colusión con otra norma, lo que les devuelve al terreno no regulado del que proceden. La sentencia supone un duro revés para el supervisor estadounidense de los mercados".* (15) elEconomista.es 29 de junio de 2006.

Se considera que el mencionado precedente en el país que los creó (USA) es una dura prueba toda vez que ni siquiera se trataba de una profusa y dura regulación, sino más que nada una especie de registro; con pocas limitaciones en las políticas de inversión y estrategias, sin embargo, eran los fundamentos de su supervisión.

El éxito de los hedge funds que reflejan en los últimos años toda vez que se estima hay más de 8,000 fondos con un patrimonio total superior al billón de dólares (en aumento) y por supuesto, la masiva entrada de inversionistas institucionales han motivado las banderas rojas de los reguladores con una incipiente iniciativa de controlarlos, pero no con mucha aceptación en los operadores del mercado.

En efecto, algunos opinan que los recursos de un regulador como la SEC son para proteger inversionistas de fondos con menos de 1 millón en activos; y que necesariamente requiere conocer mejor el instrumento de inversión como es el hedge funds antes de emitir una regla limitante.

¿Qué ha sucedido en Europa? Pues se considera que las autoridades han tenido más avances regulatorios en esta materia, incluso con reglas estrictas y eso que la regla española se estima flexible pero definitivamente impone limitaciones. El Banco Central Europeo en informe de junio asevera Jiménez Bolsároga ha lanzado advertencias sobre el riesgo sistémico por una posible catástrofe en caso de quiebra de un hedge funds. (16) CF: elEconomista.es 29 de junio de 2006.

Mediante el Real Decreto 1309/ 2005 se introduce una nueva normativa en España sobre las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), y con ello aterrizan los hedge funds en los mercados de valores españoles; denominados allí fondos de inversión alternativa, o "fondos de inversión libre". (17) Isabel Lafont. ElPais.es 20 de noviembre de 2005.

El Real Decreto asigna a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (CNMV), el desarrollo de varios detalles con respecto a esta figura y se estima positivo el intercambio con los sectores involucrados al desarrollar la normativa.

Uno de los puntos centrales obviamente a considerar por la CNMV es donde pueden invertir, el ámbito de inversión de los hedge funds. El reglamento al principio solo mencionaba como espectro países de la OCDE; no obstante, mecanismo tan conservador podría haber excluido más del 90% de los fondos de todo el mundo domiciliados en los denominados paraísos fiscales. Precisamente siendo este hecho uno de los elementos que le ha dado mala fama a los hedge funds porque se les ha asociado a lavandería de dinero sucio; sin embargo, la mayoría ni siquiera lo asocia a actividades ilícitas, sino a la facilidad con que se constituye el fondo en parámetros de tiempo, poca o nada restricción regulatoria.

Para María Gracia socia de Barker y Mackenzie (Madrid-España) lo importante no es donde se constituye el fondo sino donde está domiciliado su gestor o administrador, y en efecto coincidimos desde el punto de vista de regulación y supervisión es así. (18) CF. Isabel Lafont. ElPais.es 20 de noviembre de 2005. Así las cosas, se estima muy positivo que este hecho lo haya tomado en cuenta la normativa de la CNMV en el sentido de que el administrador debe estar domiciliado en un país de la OCDE.

La normativa prevé el requisito de recursos propios para la gestora a un nivel de 12% aproximadamente de los ingresos netos obtenidos, calculados en base a las comisiones deducidas de gastos de comercialización.

Otro aspecto a mencionar y a juicio del regulador muy positivo es el requerimiento de que el cliente del fondo declare que conoce y acepta los riesgos que asume, dentro de un ámbito de conocimiento de que un fondo de inversión alternativa tiene menos exigencias legales y por tanto a riesgos diferentes a los fondos tradicionales.

También es preciso añadir que se exige que el inversionista declare que asume el riesgo de pérdida de parte de la inversión o de toda ella; asumiendo también el riesgo de que la liquidez de su inversión pueda ser menor que la que espera de un fondo tradicional.

Pero no todo ha generado comentarios a favor. Los que van en contra de los hedge funds indican que sus altas comisiones merman los rendimientos. También se asevera que aquellos con estrategia única de inversión el riesgo está muy concentrado. Los fondos de fondos de hedge funds si bien atraen a más inversionistas son más costosos en cuanto a comisiones debido a que más entes intervienen (desde el gestor o administrador original, el distribuidor hasta el final que lo distribuye al ahorrador particular). Para otros, los hedge funds más atractivos por su estructura y políticas de inversión se constituyen como fondos cerrados, teniendo que acudir a otros con menos ventajas y más riesgos.

Definitivamente la regulación acude a un llamado de éxito y diseminación de los hedge funds atendiendo a un rol de protección del inversionista que lo necesita. Lo anterior, debido a que la élite destinataria original se ha abierto poco a poco en cuanto al mercado meta de los inversionistas, institucionales en sus inicios.

La industria europea de los hedge funds apunta a un crecimiento por encima de los $ 84 millones de dólares, que a la fecha de seguro ha superado esta cifra. (15% de los activos de los hedge funds- a nivel mundial). (19) Del estudio denominado The regulation and distribution of hedge funds in Europe, Changes and challenges-2004 preparado por especialistas en hedge funds de Pricewaterhousecoopers. http://www.pwcglobal.com/es/esp/ins-sol/survey.

La percepción no homogénea de los hedge funds en el ámbito europeo deviene del tratamiento legal y fiscal dispar. Algunos países tienden a facilitar el desarrollo de estos fondos mediante normas flexibles otros pretenden enmarcarlos en normas prudencias y de supervisión muy similares a la de los fondos tradicionales. Sin embargo, hay que reconocer que todo análisis y proyección de una normatividad en Europa tiene como punto de comparación el éxito de los hedge funds en los Estados Unidos y en el desarrollo de reglas se admite que éste será un parámetro fundamental a considerar. A eso obedecen iniciativas como la de diciembre de 2003 del Parlamento Europeo que hace un informe comunitario de los hedge funds y su futuro en la región.

El análisis contiene realidades como algunas descritas en el presente artículo de lo creativo y arriesgado de las estrategias, de que parten de las necesidades del inversionista para ofrecer nuevos productos, del domicilio en sectores off-shores y la posibilidad de emitir directivas comunes que propicien su radicación en el mercado europeo. Sin embargo, desde el 2004, las propuestas de Directivas entre los miembros están en análisis, lo que si se ha evidenciado como expresamos es que el tema se torna muy dispar de un miembro a otro, para muestra de ello la nueva normativa española de 2005.

Y en Latinoamérica como se proyectan los hedge funds. Para Antonio Giorgetti del Credit Suisse First Boston, el pobre rendimiento de los instrumentos de renta fija está haciendo los hedge funds más atractivos. Por otro lado, los nuevos inversionistas que llegan con dinero fresco a nuestros países se convierten en nuevos puntos de atención para los administradores de estos fondos.

Según Jorge Suárez Vélez, en su artículo "Los hedge Funds y el canto de las sirenas": "es una de las inversiones más socorridas entre los inversionistas de América Latina". Asevera que se han multiplicado en forma exponencial, hay más de 8,000 fondos en el mercado financiero, que manejan más de 1.2 billones de dólares. Y en virtud de que

utilizan el apalancamiento se puede afirmar que en promedio maneje 4 ó 5 veces esa cifra. (20) CF: http://mx.pfinance.yahoo.com inversión sin fronteras. 9 de agosto de 2006.

COROLARIO:

Como expresamos en el inicio de este artículo, conociendo los fondos de inversión alternativa, de cobertura o hedge funds término más conocido y aceptado, es una modalidad compleja pero enormemente interesante del cual encontramos mucho que analizar, estudiar y comprender sus proyecciones futuras tanto de estrategias como de regulación. No es obra de la casualidad que el Presidente de la Reserva Federal (FED) Bernake dedicó a los hedge funds un aparte importante en la Conferencia sobre Mercados Financieros en Atlanta el 16 de mayo del año en curso.

La apertura de los mercados de valores, legislaciones cada vez más a tono con los mercados desarrollados, grandes capitales promoviendo inversiones en nuestros países darán mucho de que hablar de la oferta de los hedge funds en nuestra región geográfica, sin embargo, si los fondos tradicionales requieren educación al inversionista se exigirá mucha transparencia en cuanto a las estructuras, estrategias y políticas aplicables en esta figura para que las personas estén concientes si un hedge funds está dentro de su ámbito patrimonial o no.

Hemos expuesto en la sección de antecedentes, que en nuestra legislación panameña, la materia correspondiente a las sociedades de inversión se encuentra desarrollada en el Título IX del Decreto Ley 1 de 1999, cuya reglamentación consta en el Acuerdo 5 de 2004. Las normas allí plasmadas parten del fundamento en cuanto a políticas de endeudamiento basadas en la transparencia de lo contenido en el prospecto y de los riesgos asociados a dichas políticas (artículo 119), así como las políticas claras de inversión (artículo 113) de conformidad con la forma y contenido establecido por la CNV.

Por su parte, encontramos en el artículo 3 del Acuerdo 5 de 2004, el desarrollo de las categorías de sociedades por riesgo, políticas de inversiones en el artículo 19, las normas relativas a inversión en instrumentos tales como opciones, futuros y derivados en el artículo 30 y siguientes, disposiciones que en parte contienen normas aplicables a inversiones enmarcadas en los objetivos de fondos de cobertura, así como las reglas sobre endeudamiento y garantía en el artículo 35, donde básicamente se esbozan los límites de endeudamiento tanto de sociedades de inversión abiertas como cerradas; sin embargo, no contamos con normas específicas, que regule de forma expresa la figura, tal como ha surgido de la necesidad práctica en otras jurisdicciones sobre los

fondos de cobertura o hedge funds con las consecuentes resistencias ante la eminente libertad con que han llevado a cabo sus operaciones hasta hace pocos años.

Las opiniones vertidas en el presente artículo son responsabilidad directa de la autora no representa la opinión oficial de la Comisión Nacional de Valores.
Octubre de 2006.

OFFSHORE INVESTMENT FUNDS IN PANAMA

Oliver Muñoz,
Quijano & Associates

Introduction

Decree Law 1 of 1999 regulates all investment funds registered in Panama and defines an "investment fund" as a company, trust or contractual arrangement that issues and sells equity interests (shares or units), and engages in the business of obtaining funds from investors, through single or periodical payments, for the purposes of investing and trading such funds, either directly or through investment managers, in securities, currency, metals and commodities, real estate or any other assets.

In this article, we will endeavour to provide the reader with a general understanding of the key features and advantages of offshore investment funds registered at the Panamanian Securities Commission ("CNV"), i.e. funds that only offer or sell their equity interests outside the jurisdiction of Panama.

Essentially, there are two types of these funds: "open-ended" or "close-ended". An "open-ended" fund typically permits periodical subscriptions and redemption of equity interests. A "close-ended" fund is a fund that restricts or prohibits the investor's right of redemption during the life of the fund but does allows the investor to make periodic subscriptions or sell their investment. Furthermore, the investor retains the right of redemption in a "close-ended" fund when the [investment manager] is replaced.

Advantages

Regardless of the type of offshore investment fund, investment policies and strategies are free of restrictions. The same is true in respect of the size of investment holdings and the identity of the investors themselves. It is also worth mentioning that a fund is not restricted in terms of its arrangements with prime brokers. As far as a fund's power to borrow is concerned, this will only be affected by any provisions dealing specifically with the subject in its prospectus or constitutional documents.

The tax position is straightforward: an offshore investment fund is not liable to pay tax on any capital gain, income or profit generated by its business outside the jurisdiction of Panama.

The administration of an offshore investment fund is similarly uncomplicated. First and foremost, investment strategy is laid down and implemented on a day-to-day

basis by a board of directors or investment manager, depending on whether the fund is a company or unit trust. These functions need not be carried out in Panama unless the fund intends to publicly offer or sell its equity interests within Panamanian territory, in which case it will be obliged to comply with additional rules governing domestic funds in Panama.

All offshore investment funds in Panama are obliged to have a registered agent in Panama who will act as a liaison officer between the CNV and the fund. The position of registered agent in this context is reserved by law for the exclusive jurisdiction of the following:

- a broker-dealer house, investment advisor or investment manager duly authorized by the CNV to operate as such in the Republic of Panama;

- a bank or fiduciary company duly authorized by the Superintendent of Banks to operate in the Republic of Panama;

- a Panamanian law firm; or

- a Panamanian accounting firm.

Whilst maintaining overall responsibility throughout, the board of directors or investment manager (as applicable) may opt to delegate certain back-office tasks to the registered agent such as, for example, submitting required documentation to the CNV, maintaining accounting records, producing financial statements and corresponding with investors.

Registration procedures

It is more common to use a company as the vehicle for an offshore investment fund in Panama. In any event, however, an application for registration of an offshore investment fund may be made through a Panamanian law firm by lodging the following documentation with the CNV along with the payment of a one-off registration fee of US$500.00:

- power of attorney and registration application;

- power of attorney-in-fact vested in favour of the registered agent in Panama;

- copy of the articles of incorporation or trust deed (as applicable);

- certificate of good standing of the company (if applicable), issued in the venue of incorporation within thirty (30) calendar days prior to the lodging of the application;

- audited financial statements corresponding to the previous fiscal year (if the applicant is not yet an operating investment fund, a pre-operative balance sheet audited by an independent auditor must be submitted instead); and

- copy of the prospectus or its equivalent.

The CNV will normally take thirty (30) business days from the date of the submission of the application to authorise the registration of the fund. Thereafter, the fund will not be required to pay any annual fees in Panama.

Contact

Please do not hesitate to contact the author by email at quijano@quijano.com, should you require assistance in regard to the matters discussed in this article. Further or alternatively, please visit www.quijano.com for general information about Quijano & Associates.

IMPORTANT: This article does not constitute professional legal or investment advice and, therefore, it should not be regarded as a substitute for suitable professional advice in individual cases.

LA SOCIEDAD DE INVERSIÓN Y LA TITULARIZACIÓN

Ricardo Arias

El objeto del presente escrito es describir y comparar dos instituciones jurídicas del ambiente financiero: la sociedad de inversión y la titularización. Analizaremos la naturaleza de ambas figuras, y el trato legal que se les da en distintas jurisdicciones, con el propósito de ubicar sus similitudes y sus diferencias, y así poder emitir una opinión informada que concluirá que dichas instituciones deben ser reguladas de manera separada por nuestro ordenamiento jurídico.

La Titularización

De manera general, la titularización se puede definir como un mecanismo o proceso mediante el cual determinados activos, que normalmente carecen de liquidez, son transformados en activos líquidos, usualmente títulos valores, que pueden ser negociados libremente en los mercados de capitales.

Los autores, al igual que los legisladores de distintos países, coinciden en considerar que la titularización es un proceso por el cual ciertos activos son agrupados para ser cedidos a un vehículo de propósito exclusivo, constituyendo un patrimonio autónomo e independiente, el cual servirá de respaldo financiero para la emisión de títulos valores por parte del mismo vehículo titularizador.

Para suplir sus necesidades de financiamiento, las empresas tradicionalmente han acudido al sistema financiero en busca de préstamos, o a los mercados de capitales, a través de la emisión y colocación de acciones o de obligaciones negociables. La titularización, o "securitization" como se le conoce en los sistemas anglosajones, constituye una fuente alterna y atractiva de financiamiento, tanto para bancos y otras instituciones del sector financiero, como para empresas de distinta naturaleza, que tienen activos inmovilizados o de escasa liquidez.

Por medio de la titularización el Originador puede obtener liquidez, mediante la emisión directa o indirecta de valores negociables, a partir de ciertos activos de su propiedad que por su naturaleza o características, son ilíquidos. En este sentido, la titularización permite que instituciones financieras, comerciantes o empresas que requieren de financiamiento puedan emitir dichos valores negociables, que son garantizados por los flujos de caja de aquellos activos de lenta o escasa rotación que han sido trasladados de su esfera patrimonial a un fideicomiso o a otra entidad jurídica de propósito exclusivo.

A grosso modo, la secuencia regular de un proceso de titularización se divide en dos etapas, a saber: (1) la primera involucra la cesión de los activos a un vehículo de propósito exclusivo, y (2) la segunda se relaciona con la emisión de valores bursátiles respaldados por los flujos que han de generar los activos cedidos.

Las partes principales normalmente involucradas en un proceso de titularización son (1) el originador, (2) el vehículo de propósito exclusivo, y (3) el inversionista. En adición a estas personas principales también pueden intervenir otras partes secundarias tales como (a) un agente de manejo o administrador del vehículo titularizador, (b) un estructurador de la titularización, y (c) una calificadora de riesgo, entre otras.

El originador es la persona interesada en obtener recursos mediante la titularización, denominada como "originador" porque es ella quien inicia u origina el proceso de titularización. La parte originadora puede ser una persona natural o jurídica, u otra entidad con personalidad juridica, la cual posee y dispone de un número de activos y los cede o vende a un vehículo de propósito exclusivo para ser titularizados.

El vehículo de propósito exclusivo, o "special purpose vehicle" (SPV) como se le conoce en los sistemas anglosajones, es la entidad o forma jurídica receptora de los activos, y la cual servirá como emisor de los títulos valores. El vehículo de propósito puede adoptar distintas estructuras jurídicas, dependiendo del ordenamiento jurídico bajo el cual se constituya, desde un fideicomiso, un patrimonio autónomo, una sociedad de objeto exclusivo, un fondo común de inversión, o las denominadas sociedades de inversión, entre otras. Esta entidad está encargada de emitir los valores bursátiles que serán respaldados por los flujos de caja que han de generar los activos cedidos que constituyen su patrimonio.

El inversionista es la persona, natural o jurídica, que adquiere los títulos valores emitidos por el vehículo de propósito exclusivo, buscando recibir un beneficio sobre el capital invertido.

La Sociedad de Inversión

De manera general, la sociedad de inversión es definida como aquella figura con personería jurídica que tiene por objeto (1) captar fondos del público inversionista, mediante la colocación y venta de cuotas o acciones representativas de su capital, y (2) utilizar dichos fondos para negociar e invertir en bienes, derechos, títulos, valores o cualesquiera otros activos que opten por adquirir según su política de inversión. Las sociedades de inversión caen dentro de una clase de figuras jurídico-financieras denominadas Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), las cuales incluyen también los llamados fondos de inversión, fondos mutuos, fondos de capitalización, etc.

Como hemos visto, al momento de estructurar un proceso de titularización se puede utilizar como vehículo titularizador o de propósito exclusivo la figura jurídica conocida como la sociedad de inversión. En este caso, la sociedad de inversión es la receptora de los activos cedidos o vendidos por el originador, los cuales vienen a constituir su patrimonio y son titularizados mediante la colocación (emisión) y venta de cuotas de participación o acciones representativas de su capital a los inversionistas, los cuales se convierten en socios con interés en las ganancias de la sociedad.

Legislación Comparada

La figura de la sociedad de inversión es un poco más antigua que la de la titularización, la cual ha venido a tomar auge solo en las últimas décadas, razón por la cual las sociedades de inversión tienen más presencia en los ordenamientos jurídicos iberoaméricanos que las titularizaciones, es decir, muchos países latinoamericanos han avanzado en la regulación de las sociedades de inversión, pero no han regulado el proceso de la titularización de manera específica e independiente. Adicionalmente, la práctica frecuente de que se utilizen instituciones de inversión colectiva, como los fondos y las sociedades de inversión, como vehículos de propósito exclusivo en procesos de titularización ha contribuido a la carencia de regulación en cuanto a las titularizaciones y, en aquellas jurisdicciones que admiten la existencia jurídica de la titularización, invariablmente ligaban su regulación a la de las sociedades o fondos de inversión.

Sin embargo, esta tendencia de ligar la regulación de ambas figuras ha ido cambiando mucho en los últimos años debido a que las instituciones financieras en paises latinoamericanos se han dado cuenta de las ventajas que ofrece la titularizacion y han estado utilizando cada vez más este proceso como un mecanismo de financiamiento menos costoso. La utilización incrementada de las titularizaciones en países como España, Colombia, Costa Rica, Bolivia y Ecuador, entre otros, ha creado la necesidad de regular esta institución jurídica de una manera independiente, efectiva, individual, y específica para garantizar el funcionamiento óptimo de esta figura en el ambiente jurídico al igual que en el financiero.

España posee un ordenamiento jurídico que regula la sociedad de inversión y la titularización de manera separada. En España, las sociedades de inversión fueron reguladas originalmente por la Ley No. 46 de 1984 sobre las denominadas Instituciones de Inversión Colectiva, las cuales incluyen a los fondos y a las sociedades de inversión. Esta ley fue derogada y, actualmente, las Instituciones de Inversión Colectiva se ven reguladas por la Ley No. 35 de 2003.

En España, la Ley 35 de 2003, sobre las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), reconoce la sociedad de inversión como una sociedad anónima que tiene por objeto la

captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Por otro lado, la regulación de la titularización o "titulización", como se le conoce en España, surgió con la promulgación de la Ley 19 de 1992, la cual regula el régimen de los denominados Fondos de Titulación Hipotecaria. De manera complementaria, incrementando el alcance de la titularización, se promulgó el Real Decreto 926 de 1998 por el que se regulan los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.

En América Latina, entre los países que regulan la titularización y la sociedad de inversión de manera separada podemos mencionar a Bolivia, Ecuador, Colombia, Argentina, Costa Rica, Honduras, Chile y Perú, entre otros. En Bolivia, Ecuador, Chile y Perú, las dos figuras se ven reguladas en secciones separadas, ya sean Títulos o Capítulos, de sus respectivas Leyes de Valores. En Colombia, las titularizaciones se encuentran reguladas por medio de la Ley No. 546 de 1999 y por el Decreto No. 1719 de 2001. En Costa Rica, los Fondos de Inversión se ven regulados en su Ley de Valores, mientras que su Reglamento sobre Oferta Pública de Valores le dedica su Capítulo II a los procesos de titularización.

México, al igual que España, regula las sociedades de inversión por medio de una ley especial denominada la Ley de Sociedades de Inversión y, aunque carece de una ley que regule específicamente los procesos de titularización, éstos se han desarrollado a través de la emisión de los denominados "Certificado de Participación Fiduciaria", bajo el imperio de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

En El Salvador, las titularizaciones se han estado estructurando a través de la emisión de "Certificados Fiduciarios de Participación", similares a los utilizados en México, los cuales se ven contemplados en su Código de Comercio, aunque, en el 2002 se propuso un proyecto de Ley de Titularización de Activos. En Nicaragua, se está trabajando en desarrollar un Proyecto de Ley del Mercado de Valores, el cual le dedica una sección a la Titularización de Activos.

Conceptos Característicos de la Titularización

Una condición necesaria que debe tener un sistema financiero para que sea fértil y apto para el desarrollo de titularizaciones es que tenga un marco jurídico que las regule de una manera eficiente y garantice su funcionalidad. Buscando alcanzar estos objetivos, las jurisdicciones que regulan las titularizaciones de manera independiente abordan temas específicos y críticos para su funcionalidad, tales como: (a) concepto, (b) partes involucradas, (c) activos objeto de titularización, (d) valores

que pueden emitirse, (e) estructura jurídica del vehículo titularizador, (f) efectos de la cesión, (g) mecanismos (internos y externos) de garantía, seguridad o apoyo crediticio, (h) calificación de riesgo, (i) traspaso del activo y las garantías, (j) documentos de gestión del proceso de titularización, y (k) tratamiento tributario, entre otros.

Concepto y Partes

La mayoría de las leyes coinciden en cuanto a los temas del concepto y de las partes involucradas. En relación al concepto, por ejemplo, las leyes y reglamentos de Bolivia, Ecuador, Perú y Costa Rica, entre otros países, definen la titularización como un proceso por el cual activos son agrupados y cedidos a un vehículo de propósito exclusivo el cual, a su vez, emitirá títulos valores respaldados por los activos cedidos y los flujos de ingresos asociados a ellos. En cuanto a las partes involucradas, los ordenamientos coinciden en que las partes esenciales son el originador, el vehículo titularizador, y el inversionista.

Activos Objeto de Titularización

Las regulaciones de titularización tambien coinciden con frecuencia en cuanto a los activos que pueden ser objeto de una titularización. Normalmente, se admite la estructuración de procesos de titularización sobre todo tipo de activos siempre que generen un flujo predecible y periódico de ingresos. Algunas leyes, como las de Bolivia y Ecuador, incluso van más allá, proporcionando una lista de los activos que pueden ser titularizados.

Aunque no es una constante, deseamos señalar que la naturaleza de los activos del patrimonio suele constituir una diferencia clara entre la titularización y la sociedad de inversión. Generalmente, los activos que componen el patrimonio de una titularización son homogéneos, es decir, comparten rarsgos similares para facilitar la administración el patrimonio y el cobro de los flujos producidos. Por otro lado, los activos en los que invierte una sociedad de inversión casi siempre son heterogéneos, es decir, de características variadas, para diversificar el riesgo de su cartera de inversiones.

Valores Emitidos

En relación a los títulos valores que pueden ser emitidos como resultado de un proceso de titularización, casi todas las leyes coinciden que pueden ser de tres tipos: (a) valores de contenido crediticio, (b) valores de participación, y (c) valores mixtos. Estos títulos valores vienen a constituir los pasivos del patrimonio del vehículo de titularización, y se puede argumentar que constituyen otra diferencia con la sociedad de inversión si consideramos que los pasivos de una sociedad de inversión normalmente están

constituidos por cuotas de participación o por acciones representativas de su capital, es decir, sus mecanismos de captación de fondos.

Vehículo Titularizador o de Propósito Exclusivo

Como hemos mencionado, el vehículo titularizador o de propósito exclusivo puede adoptar diferentes estructuras. Los ordenamientos de Costa Rica y Ecuador, por ejemplo, proponen que la titularización se realice a través de un fondo de inversión o de un fideicomiso mercantil. En España, los denominados fondos de titulización pueden ser constituidos como patrimonios separados, autónomos y cerrados, los cuales, a su vez, serán administrados por las llamadas sociedades gestoras de fondos de titulización de activos. Por otro lado, las leyes de países como Bolivia y Colombia, establecen que los vehículos utilizados deben ser sociedades de titularización, las cuales se deben constituir como sociedades comerciales.

La estructura jurídica tambien puede constituir una diferencia entre la sociedad de inversión y la titularización. Aunque nuestra Ley de Valores permite que la sociedad de inversión tome la forma de "persona jurídica, fideicomiso o arreglo contractual", la mayoría de los ordenamientos jurídicos, como el de España y el de México, requieren que la sociedad de inversión se constituya como una sociedad anónima, las cuales usualmente toman más tiempo y recursos financieros para ser constituídas que las formas jurídicas que puede tomar una titularización como, por ejemplo, un fideicomiso mercantil.

Efectos de la Cesión de Activos

Una condición esencial de los procesos de titularización es el carácter definitivo e irrevocable que debe revestir la transferencia o cesión de los activos del originador al vehículo titularizador para alcanzar una verdadera y efectiva separación patrimonial. Por esta razon, la mayoría de las leyes de titularización, como las de Bolivia y Ecuador, contienen artículos sobre los efectos de la transferencia o cesión de los activos. Por ejemplo, el Artículo 80 de la Ley de Valores de Bolivia, que trata sobre los efectos de la cesión en un proceso de titularización, dicta: "La cesión de los bienes y activos a una sociedad de titularización es absoluta en términos jurídicos y contables y es oponible a terceros desde la firma del contrato de cesión o transferencia, no pudiendo dichos bienes o activos ser usados para satisfacer obligaciones en favor de acreedores de la empresa originadora ni las deudas de la sociedad de titularización." Esta cesión normalmente se formaliza mediante un contrato o un acto unilateral irrevocable del originador.

Mecanismos de Garantía o Apoyo Crediticio (Credit Enhancement)

Otro concepto que es específico y de suma importancia para los procesos de titularización son los mecanismos de garantía o apoyo crediticio (credit enhancement), los cuales se utilizan para brindarle apoyo adicional al crédito de los activos cedidos y, consecuentemente, mejorar la calificación de la cartera de créditos. Este es un tema de mucha trascendencia en cuanto a la protección de las inversiones del público. Los mecanismos de garantía, también conocidos como mecanismos de seguridad o de apoyo crediticio, pueden ser de dos tipos: internos o externos.

Una norma que es sumamente eficiente al cubrir los mecanismos de garantía es el Reglamento de Oferta Pública de Valores de Costa Rica el cual, en su Artículo 23 establece que: "Podrán utilizarse mecanismos de seguridad o apoyo crediticio con el propósito de mejorar la calificación de la cartera de créditos". El Artículo 24 establece los Mecanismos Internos que se pueden utilizar, entre los cuales podemos mencionar: (a) una combinación de emisión de clases preferentes y subordinadas, (b) sobrecolateralización de la cartera, (c) cuentas de reserva, y (d) sustitución de cartera, entre otros. Adicionalmente, el Artículo 25 señala los Mecanismos Externos que pueden ser utilizados, los cuales incluyen: (a) contratos de apertura de crédito, (b) garantía del originador, (c) avales o garantías conferidos por instituciones financieras y aseguradoras, (d) garantía del Estado, (e) depósitos de dinero, y (f) contratos de fideicomiso mercantil de garantía en los cuales el vehículo titularizador sea el beneficiario.

Calificación de Riesgo

Otro tema que es común y de importancia crítica para todos los procesos de titularización es el de la calificación de riesgo. Por ejemplo, el Artículo 151 de la Ley de Valores de Ecuador, que trata sobre la calificación de riesgo de los valores emitidos como producto de un proceso de titularización, establece lo siguiente: "Todos los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, deberán contar al menos con una calificación emitida por una de las calificadoras de riesgo legalmente establecidas y autorizadas para tal efecto."

Traspaso de los Activos y de las Garantías

En la transferencia de dominio de los activos del patrimonio del originador hacia el del vehículo titularizador importa tanto el traspaso de los activos como de las garantías que le accedieren, razón por la cual muchas leyes de titularización le dedican disposiciones al tema del traspaso de las garantías. A manera de ejemplo, el Artículo 82 de la Ley de Valores de Bolivia, que trata sobre las garantías de los activos titularizados, dicta que: "La cesión del patrimonio con el dominio de los activos que

lo componen, comprende la transferencia de las garantías que los respaldan, salvo acuerdo expreso en contrario".

Documentos Característicos de un Proceso de Titularización

Algunas leyes de titularización incluyen en su articulado dispocisiones relacionadas con documentos necesarios para estructurar un proceso de titularización. Por ejemplo, los Artículos 157 y 158 de la Ley de Valores de Ecuador versan sobre el contenido de dos documentos de suma importancia, a saber, el prospecto de oferta pública y el reglamento de gestión del proceso de titularización.

Tratamiento Tributario

Un último tema de mucha trascendencia es el del tratamiento tributario que se le da a los procesos de titularización. Este régimen tributario se ocupa de tres aspectos o eventos principales, a saber, (a) la transferencia de dominio de los activos a ser titularizados, (b) los ingresos o rentas que perciba el vehículo titularizador, y (c) la emisión de los titulos valores. Este tratamiento fiscal, y sus sujeciones, deducciones y exenciones aplicables, varía de una jurisdicción a otra.

Conclusiones

- La titularización y la sociedad de inversión son dos instituciones jurídico-financieras distintas, siendo la primera un proceso y la segunda un vehículo de inversión. El simple hecho de que la sociedad de inversión puede ser utilizada como un vehículo de propósito exclusivo en un proceso de titularización no es razón suficiente para ligar la regulación de las dos figuras.

- La titularización es un mecanismo de financiamiento cada vez más utilizado en economías emergentes como la nuestra. Procesos de titularización de todo tipo de activos que generen flujos de ingreso, desde créditos hipotecarios, contratos de leasing, tarjetas de crédito, préstamos bancarios, pólizas de seguros, facturas comerciales, y hasta de carteras de empresas de servicios públicos, son cada vez más frecuentes lo que ha llevado a la regulación independiente de este fenómeno en muchos países latinoamericanos.

- En nuestra opinión, el ordenamiento jurídico panameño no puede caer atrás y debe seguir la tendencia de los demás países latinoamericanos regulando la titularización separada de las sociedades de inversión, ya sea a través de una sección de nuestra Ley de Valores, o una ley especial, o un reglamento o acuerdo, para poder abordar temas particulares y críticos para todo proceso de titularización como son (a) el concepto, (b) las partes involucradas, (c) la estructura

jurídica del vehículo titularizador, (d) activos susceptibles de ser titularizados, (e) valores que pueden emitirse, (f) efectos de la cesión, (g) mecanismos (internos y externos) de garantía, seguridad o apoyo crediticio, (h) calificación de riesgo, (i) traspaso del activo y las garantías, (j) documentos de gestión del proceso de titularización, y (k) tratamiento tributario, entre otros. De esta forma aseguramos la viabilidad de la figura en la práctica financiera y garantizamos el principio del derecho bursatil de proteger los intereses del público inversionista.

SOCIEDADES DE INVERSIÓN INMOBILIARIA

Yolanda G. Real S.
Directora Nacional de Registro de Valores e Informes de Emisores,
Comisión Nacional de Valores Panamá

Existe una amplia variedad de sociedades de inversión, capaces de satisfacer los requisitos de los distintos perfiles de inversionistas, básicamente en lo relativo al riesgo y plazo de la inversión.

Las sociedades de inversión inmobiliaria son instituciones que buscan la captación de fondos entre el público para destinarlos a la compra de inmuebles, tales como oficinas, locales, viviendas, estacionamientos, etc., con el objetivo de explotarlos en régimen de alquiler. Por tal razón, los participantes en la sociedad de inversión obtendrán ganancias por dos vías: el cobro de la renta a los arrendatarios y el aumento del valor de los inmuebles en cartera de la sociedad de inversión, por lo tanto las Administradoras deben tasar los inmuebles en el momento de la compra y, después, una vez al año.

En la República de Panamá la actividad que desarrollan las sociedades de inversión, en otras jurisdicciones conocidas como Fondos Mutuos o Fondos de Inversión, está regulada en el Título IX del Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999 por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá y reglamentada en el Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004 por el cual se desarrollan las disposiciones del Título IX del Decreto Ley 1 de 1999 sobre Sociedades de Inversión y Administradores de Inversión, se establece el procedimiento para las solicitudes de autorización y licencia y las reglas para su funcionamiento y operación.

La normativa mencionada permite diferentes tipos de categorías de sociedades de inversión que pueden establecerse en el territorio de la República según el riesgo, a saber: Por el tipo de valores que componen su cartera podrán ser de *renta variable, de renta fija pública o privada*, siempre que el porcentaje de la inversión total en estos valores en la cartera exceda del 80%; *mixtas* entre dos (2) o más de esas categorías, cuando no alcancen dicho porcentaje en ninguno de los tipos de activos señalados anteriormente. Pueden distinguirse por la procedencia geográfica de los valores en los que inviertan, en sociedades de inversión nacional e internacional y dentro de estas últimas, por el ámbito territorial al que se refieran.

Se distinguen, asimismo, las siguientes Sociedades de Inversión:

1. Sociedades de Inversión Inmobiliaria, aquellas que inviertan el ochenta por ciento (80%) en inmuebles o en títulos representativos de derechos sobre inmuebles.
2. Sociedades de Inversión en el mercado monetario, aquellas que inviertan el

ochenta por ciento (80%) en activos a corto plazo del mercado monetario.
3. Sociedades de Inversión en futuros y derivados, las que inviertan el ochenta por ciento (80%) en futuros e instrumentos derivados.

Para la operatividad de las sociedades inversión inmobiliaria, la normativa establece las siguientes reglas especiales:
1. Tendrán como objeto la inversión en cualquier tipo de inmueble para su arrendamiento.
2. La Comisión Nacional de Valores fijará, las particularidades y excepciones a las normas establecidas en el Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004, en lo que se refiere a la actuación del Administrador de Inversiones, que deberá tener las condiciones adecuadas para desempeñar sus funciones en el mercado inmobiliario; la designación de un Custodio para el depósito de su dinero efectivo y la periodicidad de la información del valor de sus cuotas de participación.
3. Se consideran inversiones en inmuebles de naturaleza urbana:
   a. Las inversiones en inmuebles finalizados, incluidas las inversiones en una compañía cuyo activo esté constituido mayoritariamente por un único bien inmueble, siempre que su adquisición sea con el objeto de disolverla en el plazo de seis (6) meses desde su adquisición y el inmueble sea objeto de arrendamiento a partir de la misma.
   b. Las inversiones en inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren sobre plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización o licencia para edificar.
   c. Las opciones de compra cuando el valor de la prima de la opción no supere el cinco por ciento (5%) del precio del inmueble, así como los compromisos de compra a plazo de inmuebles, siempre que el vencimiento de las opciones y compromisos no supere el plazo de dos (2) años y que los correspondientes contratos no establezcan restricciones a su libre transmisibilidad.
   d. La titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles, siempre que les permita cumplir su objetivo de ser arrendados.
   e. La titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles. Las inversiones en inmuebles a que se refieren los párrafos b) y c) anteriores no podrán representar, en ningún caso, más del veinte por ciento (20%) del activo; a efectos de este límite, las opciones y los compromisos de compra se valorarán por el precio total de los inmuebles objeto del contrato.

4. En ningún caso, la sociedad de inversión inmobiliaria podrá explotar el negocio y servicios anexos a los inmuebles integrantes de su activo, más allá del arrendamiento del local.

Las sociedades de inversión inmobiliaria cuentan con una serie de características que se convierten en ventajas y beneficios para el participante, las que en forma general

son compartidas por los demás tipos de sociedades de inversión, entre las que podemos mencionar: *la inversión a largo plazo* ya que la revalorización de los inmuebles ocurre con el correr del tiempo lo motiva que este tipo de sociedades de inversión no tomen posiciones a corto plazo; la *diversificación* que es uno de los principales atractivos, consiste en hacer accesible un patrimonio diversificado con poco desembolso de capital en proporción, por parte de cada participante; *la liquidez* se refiere a la responsabilidad de la administradora de la sociedad de inversión de garantizar la posibilidad de retirada de un partícipe; la unión de un gran número de pequeños patrimonios en una gestión centralizada permite un fuerte ahorro en comisiones y permite acceder a mercados donde sería muy difícil invertir individualmente; y la divulgación a los partícipes de los valores liquidativos oportunamente.

La inversión a largo plazo es la ventaja exclusiva de las sociedades de inversión inmobiliaria.

De la misma forma que las ventajas, existen riesgos propios de todas la sociedades de inversión y riesgos exclusivos de las sociedades de inversión inmobiliaria, los que pueden afectar la cartera de una sociedad de inversión y a su vez traducirse en pérdidas para el inversionista. Como riesgos que afectan a todas las sociedades de inversión se pueden mencionar, los siguientes:

- Riesgo diversificable: cuando una empresa emisora de títulos no pueda hacerle frente a sus obligaciones, se transforma en un riesgo para el inversionista y por ende para la sociedad de inversión; provoca una reducción en los valores de las cotizaciones de los instrumentos financieros, afectando el valor de las inversiones, así como el precio y el valor de las participaciones.
- Riesgo no diversificable: aquel riesgo que afecta el valor de los activos individualmente o al sector como un todo y que está relacionado con todos los agentes económicos de un país a raíz de situaciones que ocurren dentro del proceso económico.
- Riesgo de posible liquidación de la sociedad de inversión en caso de que no alcance los porcentajes de diversificación.
- Riesgo a la posibilidad de quiebra e insolvencia.
- Riesgo de liquidez por la falta de demanda de un valor.

En adición a los anteriores, se encuentran como riesgos de las sociedades de inversión inmobiliaria, los siguientes:

- Riesgo por concentración de inmuebles.
- Riesgo por siniestros.
- Riesgo por la compra de inmuebles que no generen ingresos.
- Riesgo por desocupación de los inmuebles.

- Riesgo por la pérdida del valor de los inmuebles.

Anteriormente no existía en Panamá una regulación sobre Sociedades de Inversión. Su reglamentación surge con el Acuerdo No.5-2004 de 23 de julio de 2004 por el cual se desarrollan las disposiciones del Título IX del Decreto Ley 1 de 1999 sobre Sociedades de Inversión y Administradores de Inversión, se establece el procedimiento para las solicitudes de autorización y licencia y las reglas para su funcionamiento y operación.

Se considera que la reglamentación cuenta con los elementos necesarios para la constitución y desarrollo de las sociedades de inversión inmobiliarias, aunado a esto el crecimiento de la actividad inmobiliaria y turística que se encuentra experimentando el país. Corresponde entonces al sector privado panameño hacer uso del instrumento y potenciar su desarrollo.

Autora:
Yolanda G. Real S., Directora Nacional de Registro de Valores e Informes de Emisores, Comisión Nacional de Valores, Panamá, República de Panamá

CAPÍTULO SEXTO

FONDOS DE PENSIONES PRIVADOS

LA ADOPCIÓN DE MODELOS DE CUENTAS INDIVIDUALES EN LOS SISTEMAS DE SEGURIDAD SOCIAL EN CENTROAMÉRICA Y SU IMPACTO EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES: LA EXPERIENCIA DE EL SALVADOR

Rafael Guillén Cárdenas

Ganador del III Concurso de Monografía de la Comisión Nacional de Valores: "Las reformas a la seguridad social en Centroamérica y su impacto en el Desarrollo del Mercado de Capitales".

Panamá, 17 de junio de 2006

I. INTRODUCCIÓN

Los cambios demográficos que han experimentado y se espera que experimenten en el largo plazo los países centroamericanos y la necesidad de fortalecer estructuralmente las bases financieras de los regímenes de pensiones de reparto han originado reformas a la seguridad social en la mayoría de los países. Estas reformas iniciaron en 1998 en El Salvador y han continuado en Costa Rica, Nicaragua y Panamá. En todos los casos se han adoptado esquemas financieros de capitalización en cuentas individuales, variando la mezcla de financiamiento desde la capitalización individual pura en los casos de El Salvador y Nicaragua, hasta la permanencia del sistema de pensiones de reparto, complementándolo con un pilar de ahorro individual tanto en los casos de Costa Rica y Panamá.

La reforma ha tenido también como objetivo mayor eficiencia en materia de inversiones de los fondos acumulados. La alta y positiva sensibilidad (elasticidad) de las pensiones al rendimiento obtenido con la inversión de los ahorros previsionales demanda la diversificación los portafolios de inversión entre nuevos instrumentos financieros que permitan romper la excesiva concentración en instrumentos del sector público. Esto, claro está, previo a que se garanticen las condiciones suficientes de seguridad y liquidez de las inversiones. Se aprecia con claridad la necesidad de recurrir al mercado de capitales de nuestros países con el fin de alcanzar estos propósitos.

Esta investigación tiene como objetivo fundamental conocer el impacto que ha

tenido la reforma de pensiones sobre el desarrollo de los mercados de capitales en centroamérica. Esto como evidencia empírica de primera mano que sirva de referente para los cambios que en la materia se desarrollan en nuestro país, y en los cuales juega un rol importante la Comisión Nacional de Valores de Panamá.

Luego de conocer las bases técnicas y la organización de los sistemas de seguridad social, analizaremos la reforma y las modalidades que ha adoptado. Partiremos de hipótesis generales respaldadas por un marco teórico desarrollado en la teoría económica, y trataremos de verificar si en la práctica se cumplen las premisas postuladas por los economistas, en este caso, que la reforma de pensiones fundamentada en la capitalización individual tiene efectos positivos importantes en el desarrollo del mercado de capitales. No obstante, la reciente data de la reforma dificultará la significancia del análisis cuantitativo, aunque se apreciará con claridad con las contribuciones cualitativas producidas en el marco normativo y técnico del mercado de capitales.

Nos concentraremos en la experiencia de reforma de El Salvador por ser una de las economías más importantes de la región centroamericana y por el adecuado nivel de desarrollo de sus instituciones y mecanismos de mercado. Sin embargo, esto no significa que se avale o se proponga la reforma de pensiones de El Salvador como un modelo a seguir. Simplemente se considera que es un buen referente que permite verificar con mayor facilidad las hipótesis planteadas por la teoría económica.

II. REFORMAS A LA SEGURIDAD SOCIAL EN LATINOAMERICA

II.1 Bases técnicas y organización de los sistemas de seguridad social

La seguridad social puede ser definida como la forma de organización que adopta el Estado para enfrentar de manera colectiva, los riesgos y contingencias sociales que afectan la calidad de vida y el bienestar de su población trabajadora, siendo uno de los principales riesgos cubiertos los asociados a la vejez y el fallecimiento. Esta protección ha sido ofrecida por instituciones públicas o los llamados seguros sociales, los que internamente, a su vez, se componen de seguros organizados para cubrir riesgos específicos. Tradicionalmente existe un seguro de salud y maternidad, uno de invalidez, vejez y sobrevivencia y uno de riesgos y enfermedades laborales.

Los seguros o institutos de seguridad social, en la medida que administran los ahorros de toda la fuerza de trabajo, han ganado preponderancia en términos

de su participación en el presupuesto público y en el propio producto interno bruto, al tiempo que constituyen la única forma de aseguramiento a la que tienen acceso importantes sectores de la población trabajadora. El principal riesgo cubierto, en términos de su importancia económica y su connotación social es el de la vejez. Tradicionalmente, el régimen de financiación adoptado ha seguido la tradición bismarckiana de aseguramiento colectivo (mancomunidad de riesgos) con base en la solidaridad intergeneracional, también conocido como de reparto o beneficio definido (contribución indefinida)[548].

El sistema debe ser financieramente auto sostenible, y la principal fuente de ingresos debe ser la tasa de cotización (prima), la cual corresponde a un porcentaje fijo de los ingresos sujetos a cotización. La cotización es la fracción de los ingresos o salarios que se requiere para equilibrar los gastos. "El régimen financiero o actuarial puede ser de dos tipos: (a) reparto, cuando no hay reserva o ésta es muy pequeña y el ingreso anual se utiliza para sufragar las prestaciones en el mismo año; y (b) capitalización parcial colectiva (CPC) ya que acumula una reserva que puede o no mantener en equilibrio el programa durante un período de tiempo pero no indefinidamente (por ejemplo, la prima media escalonada[549]). Usualmente se nombra reparto al régimen de CPC, pero esto es un error, ya que el mismo tiene reservas".[550]

II.2 Reformas a las pensiones en América Latina mediante la adopción de modelos de capitalización en cuentas individuales

En etapas tempranas de desarrollo de los países latinoamericanos, con poblaciones jóvenes y crecimiento de la fuerza de trabajo organizada en gremios y sindicatos, se inicia la formalización y extensión de la cobertura laboral de los sistemas o cajas de seguridad social. No obstante, este inicio no estuvo alejado de problemas de diseño en toda la región, incluyendo obviamente a Centroamérica. "Un fenómeno común en todos los grupos de países fue la

[548] Los beneficios son definidos porque, una vez cumplidos los requisitos mínimos para acceder a las prestaciones, se obtiene el derecho de recibir una pensión de monto nominal constante hasta la extinción de los derechos (puede ser incrementada según el incremento del costo de vida). Las contribuciones para financiar las prestaciones que percibe la generación retirada son aportadas por la generación activa (solidaridad intergeneracional) y estas deben incrementarse con el paso del tiempo, según el crecimiento del gasto derivado de la maduración del régimen.

[549] "En estos sistemas la tasa de contribución se establece a un nivel suficientemente alto para crear una reserva (por lo menos al principio), de tal forma que los ingresos por contribuciones y rendimientos de las inversiones cubren los gastos por pensiones y los costos administrativos durante un periodo determinado de tiempo. Cuando tales ingresos dejan de ser suficiente para cubrir los gastos, se hace necesario aumentar la contribución, reducir los beneficios, o ambos"; Reformas al Sistema de Pensiones de Costa Rica"; Chaves Marín, Superintendencia de Pensiones de Costa Rica, 1999.

[550] Ver, "Estudio Comparativo de los Costos Fiscales en la Transición de Ocho Reformas de Pensiones en América Latina", Mesa Lago, Carmelo, CEPAL, 2000.

extensión gradual de la cobertura, que reflejó la estratificación extrema de la sociedad latinoamericana. Los militares fueron los primeros beneficiarios de programas estatales de pensiones, seguidos por los funcionarios públicos y los trabajadores sindicalizados. Cada grupo tenía su propio seguro de pensiones, legislación y administración, con sus fuentes de financiamiento y condiciones distintas de adquisición de derechos, algunos de ellos muy generosos. El resultado fue una multiplicidad de fondos, en sistemas fragmentados y fuertemente regresivos" [551].

La reforma que originó el cambio de modelo fue la de Chile (1981), la cual dado el contexto político en el que se desarrolló, radicalmente trasladó (privatizó) el esquema de previsión social desde la organización financiera colectiva organizada por el Estado hacia un sistema fundamentado en el ahorro y la capitalización individual, provisto por empresas financieras (previsionales) privadas de giro exclusivo, distintas a las instituciones financieras ya existentes. "La crisis del antiguo sistema de pensiones chileno se debió principalmente a una combinación de mala administración y a la manipulación política de los programas de la seguridad social, y no tanto por las tendencias de envejecimiento poblacional. Este hecho ha afectado todo el proceso de la reforma pensional y explica muchos de los diseños específicos característicos del nuevo sistema, el cual fue elegido en orden de prevenir que las contribuciones al sistema de pensiones fueran usadas con propósitos distintos al del financiamiento de las pensiones"[552]

En América Latina, de los nueve países que han reformado sus sistemas de pensiones, cerca de la mitad han seguido el modelo chileno: Bolivia (1997); México (1997); El Salvador (1998); Nicaragua (2000) y República Dominicana (2002). Igual relación se aprecia en Centro América donde, de los cuatro países que realizaron reformas, El Salvador y Nicaragua lo hicieron siguiendo el modelo chileno. La experiencia del primero de estos será evaluada en este trabajo.

La AIOS destaca que, "en la mayoría de los casos, la reforma se articuló con una combinación de cambios en los parámetros estructurales de los regímenes previsionales -edad mínima y años de aportes exigidos para pensionarse- con una modificación en la organización de los mismos a través de la introducción de la capitalización individual" [553]. Este es el caso de la reforma de Costa Rica,

---

[551] Müller, Katharina; "Las Reformas de Pensiones en América Latina y Europa Oriental"; Estudios de la Seguridad Social, Oficina Regional de las Américas, Asociación Internacional de la Seguridad Social, No. 92, Año 2003.

[552] Iglesias, Augusto y Acuña, Rodrigo; Chile's Pension Reform After 20 Years; World Bank, 2001; el texto en paréntesis es nuestro.

[553] Asociación Internacional de Organismos de Supervisión de Fondos de Pensiones; "La Capitalización Individual en los Sistemas Provisionales de América Latina"; Diciembre de 2003.

la cual mantuvo su sistema de reparto pero adoptó un esquema complementario obligatorio de capitalización individual.

Mesa Lago (CEPAL, 2000) clasifica la reforma provisional en América Latina en tres modelos diferentes:

(i) el modelo sustitutivo que cierra el sistema público de reparto para la generación joven y lo reemplaza por un sistema privado de capitalización plena e individual. Como se anotó más arriba adoptado originariamente en Chile (1981) y posteriormente en Bolivia (1997), México (1997), El Salvador (1998), Nicaragua (2000) y República Dominicana (2001);

(ii) la reforma paralela donde coexisten dos regímenes alternativos. El público de reparto y el privado de capitalización individual, teniendo el asegurado la libertad de elegir entre los sistemas. Implementado en Perú (1993) y Colombia (1994); y

(iii) el modelo mixto que establece el régimen de capitalización individual (segundo pilar) como complemento del régimen de reparto tradicional, el cual se constituye en el primer pilar. Dentro de este modelo se pueden distinguir dos submodelos. El modelo que divide la base de contribución en dos, asignando el primer tramo del salario al pilar público de reparto, y el segundo a un pilar de capitalización individual. Este sistema se implementó por primera vez en la región en Argentina (1994) y después en Uruguay (1996); y el modelo que mantiene la totalidad de la base de contribución en el sistema de reparto y, sobre esta, se agrega una contribución adicional complementaria en un régimen de capitalización individual (Costa Rica 2000).

III. La reforma de las pensiones de la seguridad social y su efecto sobre los mercados de capitales

La reforma de las pensiones de la seguridad social se relaciona muy estrechamente con el mercado de capitales. Gran cantidad de investigación especializada respalda esta hipótesis, la cual analizaremos en este punto como marco teórico de nuestro trabajo. Podemos afirmar que la reforma se fundamentó y tomó como referente para la organización del modelo al propio mercado de capitales.

La reforma chilena de 1981 se enmarcó en la organización administrativa y financiera de los fondos mutuos, instituciones financieras inversoras de fondos de terceros. El Decreto Ley No. 1.328 de 1976 define las características de estas instituciones: (i) un Fondo Mutuo es el patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en valores de oferta pública y

bienes que la ley permita, que administra una sociedad anónima por cuenta y riesgo de los partícipes o aportantes; (ii) la calidad de partícipe (afiliado en el caso de la seguridad social) se adquiere en el momento en que la sociedad recibe el aporte del inversionista (cotizaciones en el caso de la seguridad social); (iii) los aportes quedarán expresados en cuotas del fondo, las que deberán tener igual valor y características; (iv) La administración será ejercida por sociedades anónimas cuyo exclusivo objeto sean tales administraciones, y su fiscalización corresponderá a la Superintendencia de Valores y Seguros; (v) las operaciones se contabilizarán separadamente de las del Fondo; (vi) se podrá encargar la custodia de los instrumentos financieros a una empresa de depósito de valores regulada; (viii) Las operaciones relativas al patrimonio de la sociedad administradora se contabilizarán separadamente de las del Fondo y cuando se administre más de un Fondo, las operaciones de cada uno de ellos se contabilizarán separadamente; (ix) la inversión de los fondos mutuos estará sujeta a normas específicas establecidas en la Ley; (x) la remuneración de la administración y los gastos de operación deberán establecerse en el reglamento interno respectivo; (xi) Las cuotas de los fondos mutuos se valorarán diariamente; (xii) el beneficio será el incremento que se produzca en el valor de la cuota como consecuencia de las variaciones experimentadas por el patrimonio del fondo.

No obstante lo anterior, los reformadores no quisieron que las administradoras de fondos mutuos o los bancos, con experiencia y regulaciones ya existentes, administraran el negocio previsional. "La exclusión de intermediarios financieros como los fondos mutuos y los bancos buscó proteger el ahorro previsional de las deficiencias existentes en estas instituciones, principalmente los riesgos no considerados en la normativa y supervisión, como los problemas de agencia (conflictos de interés entre la administración y los inversionistas) y a reducir el poder de mercado de las mismas".[554] Sin embargo, la evidencia reciente ha mostrado problemas de competencia y concentración en los mercados de pensiones en Latinoamérica, a los cuales no se les prestó la debida importancia.[555]

La reforma de pensiones permite la acumulación de gran cantidad de activos, los cuales corresponden a los ahorros obligatorios de la fuerza de trabajo, denominados por Catalan, Impávido y Musalem (2000) como *ahorros contractuales*. La alta y positiva sensibilidad (elasticidad) de las pensiones al

[554] Ver Yermo, Whitehouse y Srinivas; "Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-country Evidence", Social Protection Discussion Paper Series, World Bank, 2000.
555 Ver Unsolved Problems of the APF System, en "Chile's Pension Reform After 20 Years"; Iglesias y Acuña, World Bank, 2001; y lo planteado por Devesa-Carpio y Vidal-Meliá en "The Reformed Pension Systems in Latin America", World Bank, 2002.

rendimiento obtenido con la inversión de los ahorros previsionales[556] demanda que su inversión se realice en las mejores condiciones de seguridad y liquidez, siendo el mecanismo más idóneo, las diferentes alternativas y la competencia que proveen los mercados organizados de capitales. Esta canalización de recursos económicos, a su vez, tiende al propio desarrollo de los mercados de capitales organizados. Por tanto, *ex ante*, vemos la clara y directa correlación entre las variables.

Tomaremos como marco teórico dos estudios que proponen que la creciente acumulación de ahorro contractual (previsional) y su horizonte temporal de largo plazo son las condiciones que inciden directamente en el desarrollo del mercado de capitales.

Según Walker y Lefort (2002) la reforma de pensiones facilita la acumulación de capital institucional a través de un marco legal adaptativo, creciente especialización financiera y más transparencia e integridad, principalmente a través del obligatorio proceso de calificación de riesgo. Asimismo, la reducción en el costo de capital de las empresas via el mayor horizonte temporal y la incrementada tolerancia al riesgo de las administradoras de pensiones, reducción de la volatilidad de los precios de los activos, agrega creciente liquidez de mercado y permite el desarrollo de nuevos instrumentos financieros.

Para Catalan, Impávido y Musalem (2000), las instituciones de ahorro contractual (fondos de pensiones y compañías de seguros) tienen una ventaja natural sobre los bancos y los fondos mutuos en financiar inversiones de largo plazo, ya que sus obligaciones tienen un carácter de largo plazo producto de las restricciones de liquidez obligatorias que enfrentan los participantes en los fondos de pensiones. Se espera que el impacto del ahorro contractual en el desarrollo del mercado de capitales sea mayor que el de la industria de fondos mutuos, ya que el efecto liquidez reforzará las inversiones de largo plazo, principalmente bonos y acciones de empresas. El desarrollo producido en el mercado de capitales se expresará en la forma de una mayor capitalización y volumen negociado como fracción del tamaño de la economía (producto interno bruto). Continúan señalando los autores que este desarrollo es usualmente acompañado de mejoras en la innovación financiera y la regulación (incluyendo protección a los inversionistas minoritarios), gobierno corporativo y eficiencia general del mercado financiero (incluyendo reducción de los costos de transacción), así como mayor transparencia y competencia. Todos estos efectos, concluyen, agregan profundidad y liquidez al mercado.

[556] Un aumento del 1% en la rentabilidad anual aumenta el valor de la pensión de una vida completa de 40 años de cotizaciones en un 20 ó un 30%, según "Los Límites de la Cartera"; Pension Reform Primer, Banco Mundial.

El análisis cuantitativo desarrollado por los precitados autores permite concluir una determinación positiva de la reforma de pensiones sobre el mercado de capitales sobre todo en aquellos países con un sector bancario altamente apalancado (alta relación obligaciones/patrimonio) el cual, por el alto peso relativo de las obligaciones líquidas (a la vista), ve reducida su capacidad de invertir en activos de largo plazo.

El marco teórico presentado hace ver con claridad el importante efecto que tendrá la reforma de pensiones en el desarrollo del mercado de capitales de países de menor tamaño como el caso de los centroamericanos.

IV. ESTUDIO DE CASOS: LAS EXPERIENCIAS DE EL SALVADOR

IV.I Reforma de pensiones en El Salvador

Mediante Decreto Legislativo No. 927, del 20 de diciembre de 1996, se reformó el sistema de pensiones público de El Salvador, sustituyéndolo por el Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) fundamentado totalmente en la capitalización en cuenta individual, similar al de Chile. El sistema de reparto es sustituido o "liquidado" porque los nuevos entrantes a la fuerza de trabajo y los afiliados jóvenes (menores de 36 años) tienen la obligación de afiliarse al sistema de cuenta individual. Los trabajadores de mediana edad (entre 36 y 50 años, las mujeres, y 55 los hombres, podían optar por mantenerse en el sistema público o afiliarse al sistema de cuenta individual, para lo cual el Estado les reconocería su aporte al sistema público de pensiones mediante un bono de reconocimiento, que en El Salvador se denominó el Certificado de Traspasó.[557]

Las características del sistema son: i) derecho a pensiones de vejez, invalidez común y de sobrevivencia; (ii) las cotizaciones se capitalizarán en la cuenta individual (10% del salario mensual o ingreso base), de propiedad exclusiva del trabajador, incluyendo una prima para las pensiones de invalidez común y de sobrevivencia y la retribución por los servicios de administración (el 3.5% del salario mensual) realizados por Instituciones administradoras privadas (AFP), de giro exclusivo, autorreguladas, con patrimonio neto mínimo separado de los fondos administrados, y sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia

[557] El sistema comenzó a operar el 15 de abril de 1998. En 1999 el 68% de los afiliados (509,746 personas) fue trasladado obligatoriamente del sistema pública al sistema de ahorro para pensiones; el 19% (144,160) decidió trasladarse hacia el SAP, el 5% decidió permanecer en el sistema público (36,897) y el restante 5% (37,364) fue obligado a permanecer en él.

de Pensiones; (iii) la libertad del trabajador para elegir y trasladarse entre las administradoras, además de la libertad para seleccionar la modalidad de pensión; (iv) recursos del fondo expresados en cuotas de igual monto y característica, con determinación diaria de valor a precios de mercado, rentabilidad expresada como el cambio en valor de la cuota con respecto al mismo mes del año anterior y garantía de rentabilidad mínima; (v) garantía estatal para el pago de pensiones mínimas, cuando, cumpliéndose requisitos mínimos, el ahorro acumulado fuera insuficiente; y (vi) afiliación obligatoria en los sectores privado, público y municipal.

El sistema público de pensiones estaba constituido por el Instituto Salvadoreño del Seguro Social (ISSS) creado en 1969 y el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos (1975). Según Acuña (2005), a pesar de ser un sistema joven, en 1994 se proyectó un rápido deterioro financiero y el agotamiento total de reservas en el año 2009[558]. No obstante, el factor principal que permitió la sustitución del sistema fue su corta existencia, lo que implicaba reducidos costos fiscales de transición, principalmente el reconocimiento de aportes al sistema anterior y el financiamiento de las pensiones en curso de pago, una vez las cotizaciones de los trabajadores son trasladadas desde el sistema público hacia el privado[559].

IV.2 El mercado de valores de El Salvador

A finales de los años 90 El Salvador consolidó una serie de reformas al sector financiero de su economía. Mediante el Decreto Legislativo No. 806, de 11 de septiembre de 1996, se creó la Superintendencia de Valores como ente autónomo del Estado especializado en la regulación del Mercado de Valores. El superintendente de valores junto con el de pensiones y del mercado financiero conforman el Comité Consultivo, el cual fiscaliza y supervisa el desarrollo del sistema financiero como un todo.

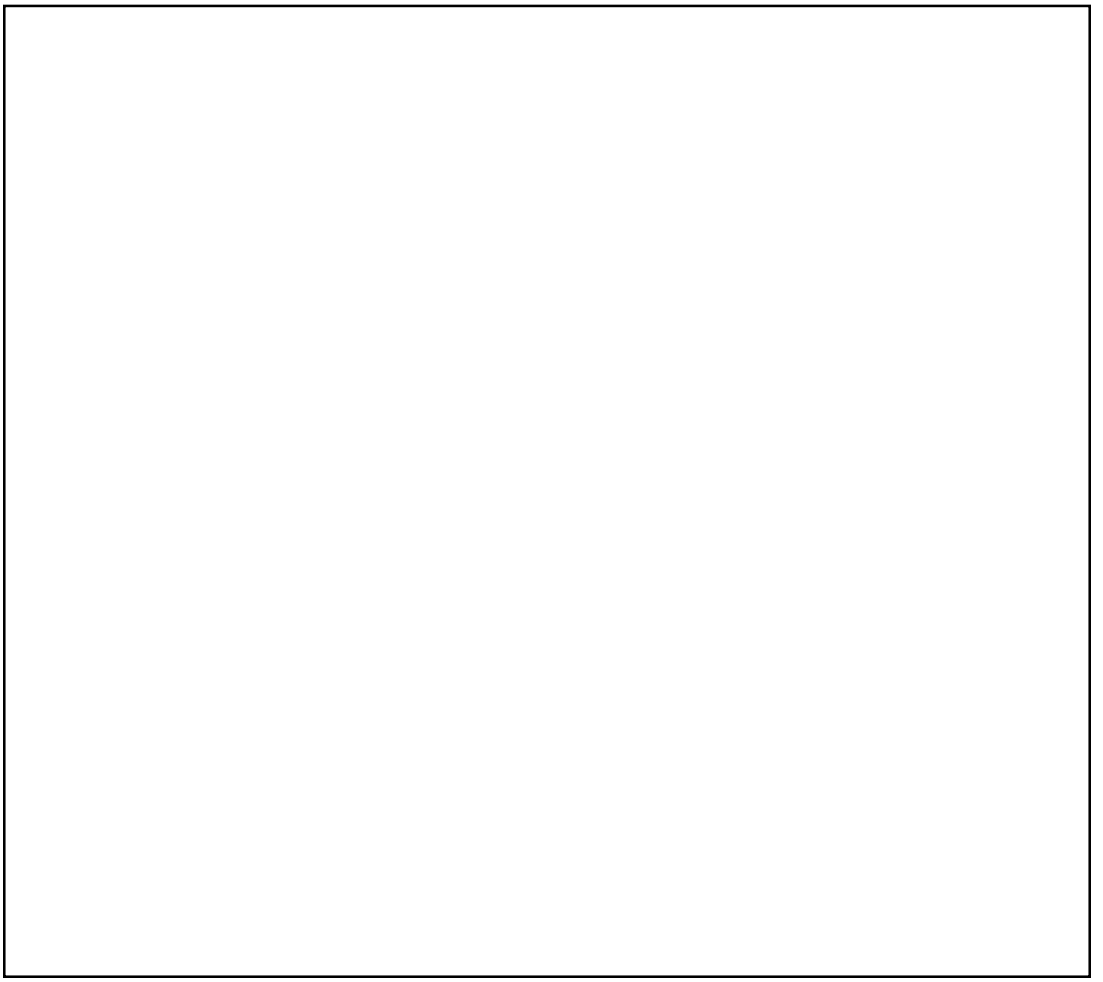
El mercado de valores de El Salvador presenta las características y problemáticas asociadas a las economías de los países de menor desarrollo, siendo común su

[558] El autor cita problemas de reducción de las relaciones de dependencia y de diseño dado el incremento en los beneficios concedidos. Ver "Pension Reform in El Salvador", Social Protection Discussion Paper Series, Acuña Rodrigo, World Bank, 2005.

[559] Ver, "Estudio Comparativo de los Costos Fiscales en la Transición de Ocho Reformas de Pensiones en América Latina", Mesa Lago, CEPAL, 2000.

estructura similar a la del resto de los países de Centroamérica. En términos generales para la región, se destaca principalmente el problema de la baja liquidez y profundidad del mercado, lo que, a su vez, redunda en la poca cultura e importancia que se le ha dado al campo bursátil. Se añaden problemas de información y transparencia asociados a debilidades en el marco normativo, el poco peso relativo del mercado accionario, la escasa demanda de largo plazo y como consecuencia la ausencia de un mercado secundario consolidado, en especial uno de deuda pública. Asimismo, la debilidad operativa del sistema, ya casi superada con la introducción de los sistemas de custodia y anotaciones en cuentas electrónicas.

El mercado de capitales de El Salvador se caracteriza por presentar un horizonte de corto plazo. En promedio, para el periodo 2000-2005, tal como se muestra en el Cuadro No. 1, las operaciones de recompra a corto plazo representaron cerca del 70% de los montos negociados. El mercado primario, con gran preponderancia de emisiones de valores públicos, representó en promedio cerca del 13%, mientras que el mercado secundario, donde tienen participación activa los fondos de pensiones, rondó el 5%. El mercado accionario presenta poca importancia relativa con cerca del 1%, mientras que el mercado internacional o de venta interna de valores adquiridos en el extranjero ha venido cobrando mayor importancia desde su introducción en el 2002, con cerca de un 7% de los montos negociados.



IV.3. La reforma de pensiones y sus efectos sobre el mercado de capitales del Salvador

IV.3.1 Aspectos cuantitativos

En el periodo 1995-1999, el mercado de capitales de El Salvador experimentó un importante crecimiento de cerca del 33% anual, el cual fue coronado con el proceso de privatización de empresas públicas del periodo 1999-2000. No obs–tante durante el periodo 2000-2005, un menor crecimiento económico, el fin del proceso de privatización y la reducción de colocaciones por parte del Banco Central de Reserva, la menor necesidad de financiamiento de corto plazo del sector bancario, entre otros aspectos, dieron como resultado una constante de

decrecimiento de los volúmenes negociados. El monto total negociado en el mercado de capitales disminuyó en un promedio anual de 5.85%, esto es, cerca de US$ 600 millones por año en el periodo 2000-2005.

Esta tendencia a la baja del mercado de capitales hace contradictorios los resultados del análisis econométrico que indican que no existe relación entre el crecimiento de las inversiones de los fondos de pensiones y el desarrollo del volumen total de transacciones del mercado de capitales, ya que en el periodo 2000-2005 la cartera de inversión del sistema de administradoras de pensiones ha mostrado un crecimiento promedio de cerca del 40% anual[560]. Por ende, para dicho periodo la correlación entre el monto total negociado en el mercado de capitales expresado como porcentaje del PIB y el monto de la cartera de inversiones de los fondos de pensiones en términos también del PIB da como resultado una relación inversa de -86.4%. De esta forma se contradice lo planteado por Catalan, Impávido y Musalem (2000) en nuestro marco teórico, cuando los autores señalaban que el desarrollo producido en el mercado de capitales se expresaría en la forma de un mayor volumen negociado como fracción del tamaño de la economía.

A este resultado contribuyen las cada vez mayores inversiones tanto en valores externos, que pasaron de US$ 10.1 millones en 2003 a US$ 49.6 millones en 2005 (121.60% anual), como en organismos multilaterales de crédito (Banco Centroamericano de Integración Económica) desde US$ 50.5 millones en 2003 hasta US$ 124.3 millones en 2005 (56.88% anual). Asimismo, la importante participación de los fondos de pensiones en el mercado secundario. Todo lo anterior permite, parcialmente, la colocación de crecientes recursos acumulados en los fondos de pensiones independientemente de que no crezcan al mismo ritmo las nuevas ofertas de instrumentos en el mercado primario.

No obstante lo anterior, el hecho de que las inversiones de los fondos de pensiones equivalgan a una parte cada vez mayor del total de recursos negociados en el mercado de capitales permite rechazar, a nuestro criterio, la hipótesis alterna que señala que esta correlación es negativa. En el 2000 la cartera de inversiones equivalía al 4.5% del total negociado mientras que en el 2005 representaba cerca del 38%. El aparentemente contradictorio resultado anteriormente obtenido puede tener su explicación en el reducido tamaño de la muestra utilizada (6 años), dado la reciente data de la reforma, y en la coyuntura adversa experimentada por el mercado de capitales salvadoreño en los últimos años, no relacionada con la reforma previsional, por tanto, somos de la opinión que en el largo plazo la correlación debe ser positiva.

[560] Si se expresa el crecimiento de la cartera de inversiones del sistema de ahorro para pensiones (SAP) en términos del PIB de El Salvador, se obtiene un crecimiento promedio del 36% para el periodo 2000-2005.

También se reflejan contradicciones con el marco teórico en relación al sector donde se asignarían en la economía las inversiones de los fondos de pensiones. Catalan, Impávido y Musalem, Banco Mundial (2000), plantean que el efecto de restricciones a la liquidez de los fondos de pensiones reforzará las inversiones de largo plazo, principalmente bonos y acciones de empresas e incrementará la capitalización de mercado. Sin embargo, la experiencia de El Salvador muestra que, en promedio, durante el periodo 2000-2005, las inversiones en títulos de instituciones públicas, corresponde a cerca del 80% del total de recursos invertidos, constituyéndose en el principal destino de las reservas de los fondos de pensiones[561].

Por otro lado, la preferencia por las inversiones de renta variable, principalmente participaciones accionarias en empresas privadas tampoco se ha cumplido. Para el periodo 2000-2005 el 99% de las inversiones se concentran en instrumentos de renta fija, por lo que se descarta que haya efectos en la financiación empresarial a través de la compra de acciones de empresas. Es por esto que no se establecieron relaciones de causalidad entre las inversiones de los fondos de pensiones y los indicadores del mercado accionario como la capitalización de mercado y el índice de la Bolsa de Valores de El Salvador (IBVES). Otro precepto del engranaje teórico planteado por los autores que no se verifica en el caso de El Salvador es el relacionado a los costos de intermediación. En promedio, estos han pasado de un 0.05% en 2002 a un 0.0750% en el 2005. Aunque este incremento no puede ser atribuido a la incidencia que ha tenido la participación de las administradoras de fondos de pensiones en el mercado de capitales, si cabría esperar, dado el peso significativo de estos recursos en términos del total negociado en el mercado, una reducción de costos de transacción.

IV.3.2 Aspectos cualitativos

En términos generales, es posible verificar que la reforma de pensiones ha tenido efectos importantes en aspectos cualitativos del desarrollo del mercado de capitales en El Salvador. Walker y Lefort (2002) planteaban que el proceso de inversión producto de la reforma de pensiones originaria mayor transparencia e integridad, principalmente a través del obligatorio proceso de calificación de riesgo. La información disponible para El Salvador muestra que en 2005, el

[561] En 2005 las inversiones en instituciones públicas se componía de la siguiente forma: el 42.8% (US$ 1,004.3 millones) en títulos de deuda de la Tesorería del Ministerio de Hacienda; 26.0% (US$ 611.2 millones) en títulos del Instituto Salvadoreño del Seguro Social (certificados de traspaso); 13.8% (US$ 324.6 millones) en el Fondo Social para la Vivienda; 8.3% (US$ 194.7 millones) en el Banco Central de Reserva; 7.4% (US$ 172.6 millones) en el Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos; y el 1.7% (US$ 39.3 millones) en el Fondo de Emergencia para el Café.

40.3% de las emisiones negociadas en el mercado primario (US$ 268.01 millones) contaron con calificación de riesgo.

El segundo aspecto relevante que puede considerarse como un efecto directo de la reforma de pensiones en el desarrollo cualitativo del mercado de capitales, es el relacionado con la valoración a precios de mercado de las carteras de inversión colectivas, tanto las de los fondos de pensiones como las de los fondos de inversión. En este sentido, la Superintendencia de Valores de El Salvador pone periódicamente a disposición de las administradoras de fondos de pensiones, a través de su sitio de Internet, los vectores de precios para la valoración a precios de mercado de las inversiones de los fondos de pensiones. Igual metodología utiliza la Superintendencia General de Valores de Costa Rica, la cual permite el registro de metodologías de valoración de inversiones a precios de mercado, o en su defecto, la utilización del vector de precios desarrollado por la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica. Esto confiere gran transparencia y objetividad al proceso de inversión, al tiempo que permite determinar de manera más justa el valor razonable (fair value) de las inversiones realizadas. Un sistema poco transparente permitiría manipular las mediciones y distorsionar el valor real de las inversiones lo que a la larga, afectaría el valor de las pensiones futuras a las que accederían los trabajadores.

El tercer aspecto de desarrollo cualitativo tiene que ver con la posibilidad de realizar inversiones en el extranjero. Dejando de lado en esta ocasión consideraciones sobre los riesgos que pueden tener este tipo de inversiones, no cabe duda que la exposición a negocios internacionales ofrece beneficios indirectos relacionados con el conocimiento de las experiencias y avances técnicos utilizados en mercados más desarrollados.

Finalmente, el último aspecto de desarrollo cualitativo del mercado de valores que ha tenido la reforma de pensiones tiene que ver con la mejora en el entorno macroeconómico asociada a un mayor control sobre las finanzas y los resultados actuariales proyectados de los sistemas de pensiones de reparto que funcionen paralelamente al nuevo sistema de capitalización individual. En el caso de El Salvador y, también de Costa Rica, esta supervigilancia de la situación financiera proyectada de las instituciones que conforman el sistema público de pensiones recae en la Superintendencia de Pensiones. Es precisamente esta ausencia de supervigilancia financiera sobre los institutos o seguros sociales tradicionales, lo que originó en gran medida, los desequilibrios actuariales y el otorgamiento de beneficios sin la constitución de las reservas técnicas requeridas. Si bien es cierto, esta función era concedida a las propias instituciones a través de su junta directiva o en última instancia a la instancia del gobierno central a la cual respondieran jerárquicamente, su ejecución efectiva ha sido deficiente.

V. CONCLUSIONES

Las previsiones demográficas y financieras de largo plazo de los regímenes de pensiones de reparto han originado iniciativas de reforma estructural, la cual tuvo su origen en Chile en 1981. La adopción del esquema de capitalización en cuentas individuales ha diferido según el país. En Centroamérica, dos países, El Salvador y Nicaragua, optaron por la capitalización pura, mientras que Costa Rica y Panamá mantuvieron sus sistemas de reparto y los complementaron con el sistema de cuentas individuales.

La alta y positiva sensibilidad (elasticidad) de las pensiones al rendimiento obtenido con la inversión de los ahorros previsionales demanda diversificar las mismas a través de las alternativas de inversión disponibles en el mercado de capitales. Nuestro marco teórico establece que la reforma facilitará la especialización financiera, mayor transparencia e integridad, principalmente a través del obligatorio proceso de calificación de riesgo, una mayor capitalización y volumen negociado como fracción del tamaño de la economía y mayor competencia (menores costos de intermediación). En definitiva un impacto positivo de la reforma de pensiones sobre el mercado de capitales sobre todo en aquellos países con sectores bancarios poco desarrollados (con altas relaciones pasivos/patrimonio) como es el caso de los países centroamericanos.

La experiencia empírica de la reforma de El Salvador ha permitido verificar la hipótesis general que indica que la reforma de pensiones tiene efectos positivos importantes sobre el mercado de capitales. Sin embargo, algunas premisas específicas no pudieron ser comprobadas. Entre estas que el volumen negociado en términos del producto no se ha incrementado, a pesar de que sí lo han hecho las inversiones de las administradoras de pensiones. A pesar de la correlación negativa obtenida somos de la opinión que factores coyunturales y los pocos años de aplicación de la reforma originan el resultado, pero que en el largo plazo este efecto se producirá. En adición a esto, la evidencia empírica permite verificar que no se cumple lo propuesto en cuanto a que la inversión de los recursos se reasignará desde el sector público hacia los sectores productivos y que aumentará el financiamiento de las empresas mediante inversiones en acciones (renta variable). Otra premisa rechazada es aquella que plantea una reducción de los costos de transacción. La información disponible es concluyente en cuanto a lo contrario.

Finalmente, si se verifica que la reforma de pensiones ha tenido efectos importantes en la mejora cualitativa de la estructura y el entorno del mercado de capitales de El Salvador. Se ha constatado que la reforma ha originado mayor transparencia. Por ejemplo, en 2005 el 40% de las nuevas emisiones en el

mercado primario contaron con calificación de riesgo otorgada por una entidad calificadora de riesgo. Asimismo, la Superintendencia de Valores de El Salvador pone periódicamente a disposición, a través de su sitio de internet, los vectores de precios para la valoración a precios de mercado de las inversiones de los fondos de pensiones, lo que evita la manipulación del valor real (fair value) de las inversiones y en consecuencia del monto real de las pensiones que recibirán los trabajadores. Otra mejora cualitativa dice relación con las experiencias y avances técnicos que se derivan de la incursión en los mercados financieros internacionales. Finalmente, se considera que se produce una mejora en el entorno macroeconómico asociada a la función de supervigilancia del sistema de pensiones público (que funcionen en paralelamente al nuevo sistema) que ejerce la Superintendencia de Pensiones de El Salvador.[562]

VI. BIBLIOGRAFIA

1. Acuña, Rodrigo; pension reform in El Salvador, social protection discussion paper series, world bank, 2005.
2. Asociación internacional de organismos de supervisión de fondos de pensiones (aios); la capitalización individual en los sistemas provisionales de América Latina; diciembre de 2003
3. Banco Central de Reserva de El Salvador, sitio de internet
4. Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica, sitio de internet
5. Bolsa de Valores de El Salvador (bves), sitio de internet
6. Catalan, Impávido y Musalem; contractual savings or stock market development: which leads?; social protection discussion paper series, World Bank, 2000.
7. Chaves Marín; reformas al sistema de pensiones de Costa Rica; Superintendencia de Pensiones de Costa Rica, 1999.
8. Devesa-Carpio y Vidal-Meliá; the reformed pension systems in Latin America, social protection discussion paper series World Bank, 2002.
9. Iglesias, Augusto y Acuña, Rodrigo; Chile's pension reform after 20 years; social protection discussion paper series, World Bank, 2001.
10. Mesa Lago, Carmelo; estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en Améria Latina; CEPAL, 2000.
11. Müller, Katharina; las reformas de pensiones en América Latina y Europa Oriental; estudios de la seguridad social; oficina regionales de las américas, Asociación Internacional de la Seguridad Social, no. 92, año 2003.

[562] Esto se aplica también a Costa Rica, donde la Superintendencia de Pensiones cumple funciones de supervigilancia sobre el programa de Invalidez, Vejez y Muerte de la Caja Costarricense del Seguro Social.

12. Superintendencia General de Valores de Costa Rica, valoración de carteras, sitio de internet.
13. Superintendencia de pensiones de El Salvador, informes anuales, años 2000-2005, sitio de internet.
14. Superintendencia de Valores de El Salvador, análisis anual del mercado de valores, años 2000-2005, sitio de internet.
15. Walker, Eduardo y Lefort, Fernando, pension reform and capital markets: are there any (hard) links?; social protection discussion paper series World Bank, 2002.
16. Yermo, Whitehouse y Srinivas; "Regulating private pension funds structure, performance and investments: cross-country evidence", social protection discussion paper series, World Bank, 2000.

ASEGURANDO NUESTRO FUTURO, SEGURIDAD SOCIAL Y AHORRO COMPLEMENTARIO

Nadiuska López de Abood
Abogada[563]

En los últimos años hemos sido testigos de polémicas discusiones en torno a la situación financiera del programa IVM de la Caja del Seguro Social, la cual parece insuficiente para afrontar pensiones en un futuro cercano.

¿Qué ocasionó la situación actual del IVM? ¿Cómo salvar la CSS? ¿En qué falló el sistema de seguridad social? son preguntas reiterativas y, hasta la fecha, sin respuestas concretas, y que ameritan esbozar unas breves ideas.

El creador de la Seguridad Social es *Otto von Bismarck*, quien en 1883, 1884 y 1889 creó en Alemania el seguro de enfermedad, de accidentes y de vejez, respectivamente. El sistema de seguridad social nace, entonces, como un programa de ahorro obligatorio para aquellas personas que no creían en las bondades del ahorro privado (o no podían), que descansa en la solidaridad social, en aras de asegurarle el disfrute de los años de retiro.

Este sistema obliga al Estado a paralizar los dineros cotizados, y destinarlos exclusivamente al pago de las jubilaciones. Esta idea se facilitaba cuando la población pensionada poseía una expectativa de vida promedio entre 50 y 60 años.

Pareciera que el incremento en la longevidad poblacional ha jugado un rol detonante en la aguda situación del sistema de seguridad social panameño, máxime el estancamiento en el incremento de los años de cotización requeridos para disfrutar del retiro percibiendo el fruto de estos ahorros. No hay simetría entre la cantidad de dinero recaudado con respecto a las jubilaciones que se están pagando actualmente, y los fondos que reposan en el programa IVM; en otras palabras, la fuerza laboral actual está cotizando no para sus años de retiro, sino para mantener a la población actualmente jubilada. ¿Qué futuro nos espera?

En la mayoría de los países se requiere hasta 30 años de cotización para tener derecho al sistema de retiro pensionado, mientras que en Panamá sólo se exige 15 años. Por ejemplo, una persona que cotiza por 15 años bien puede a sus tempranos 35 años de

[563] *La autora es abogada especialista en Derecho Financiero de la firma de abogados Sucre, Arias y Reyes.*

vida dejar de aportar, y seguir en el mercado laboral -*bien sea por contrato de servicios profesionales*- sin destinar fondo alguno al programa IVM.

En adición a este desequilibrado escenario, el disparado incremento del costo de vida, y la persistente tendencia al estancamiento de la economía nacional, como lo demuestra la disminución del PIB real *per cápita* a una tasa de 1.1% anual, por segundo año consecutivo (según cifras de CEPAL) convierten el anhelo de disfrutar de la jubilación, de los llamados *"años dorados"*, en un mito quimérico.

Esta realidad del sistema de seguridad social pone de manifiesto la necesidad de contar con una renta complementaria para la jubilación, ya que para mantener el poder adquisitivo y nivel de vida usual después de la jubilación, se hace imprescindible contar con el ahorro privado. El plan de pensiones es el producto óptimo para establecer este ahorro destinado a la jubilación, al ser diseñado para que los fondos se destinen exclusivamente a aumentar el nivel de ingresos a partir del inicio de esta etapa.

La clave del éxito es saber elegir. Los principales aspectos que se deben considerar a la hora de optar por un plan determinado son la edad y el perfil de riesgo del cotizante, la diversificación de las inversiones de los planes, las comisiones y la rentabilidad histórica de los planes de pensiones y la administradora de éstos.

En cuanto al mejor momento para iniciar esta misión, mientras más jóvenes coticemos, mayor el grado de capitalización patrimonial alcanzado, y con menor esfuerzo que si la decisión se pospone para los años cercanos a la jubilación.

La cantidad de dinero a invertir, y los riesgos a tomar, son dos decisiones personalísimas y en las cuales juega un rol de importancia los asesores de inversión. ¡Pregunte! A diferencia del sistema de seguridad social, usted decide el destino de estos ahorros. No se confíe del plan que le ofrece mayores rendimientos sin antes conocer en qué tipo de negocios invierte, cómo diversifica las inversiones, o como se dice en buen panameño *"si ponen o no todos los huevos en la misma canasta"*.

Debe considerar los siguientes aspectos para elegir correctamente su plan de retiro:

- Libertad para fijar el importe y la periodicidad.
- Posibilidad de cesar los aportes en cualquier momento.
- Información periódica de movimientos.
- Poder escoger la política de inversiones que mejor se adapte a las necesidades de cada persona.
- Flexibilidad para decidir cómo se quiere cobrar la prestación hasta el momento en que se produce la contingencia.

- El plan debe ofrecer una amplia variedad de opciones para cobrar la prestación, en función de las preferencias del partícipe.

Tal vez el programa de IVM tenga salvación: puede que orientarlo hacia una filosofía empresarial de cuentas individualizadas sea la medicina que este enfermo requiere. No lo sabemos, pero sí tenemos la obligación moral de encontrar y recomendar soluciones. Mientras tanto, tome las riendas de su futuro, adopte la vocación al ahorro y asegure el disfrute de sus años dorados.

CAPÍTULO SÉPTIMO

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

EFECTOS ECONÓMICOS DE LAS REFORMAS INTRODUCIDAS POR EL PROGRAMA DE EQUIDAD FISCAL UN ANÁLISIS DE SU CONTEXTO Y ALCANCE PARA LAS INVERSIONES

Marquelda Tejeira Rodríguez

I. Antecedentes

Panamá no escapa a los actuales procesos de integración comercial y evolución de sistemas económicos, políticos y sociales, en razón a la naturaleza de su régimen económico donde predomina la propiedad privada y el capital como principal elemento de producción para generar riquezas. Ello se encuentra constitucionalmente concebido en nuestra Carta Magna, que al tenor de lo dispuesto en el Título III, Capítulo 1º sobre las garantías fundamentales, ordena:

> *"Artículo 47. Se garantiza la propiedad privada adquirida con arreglo a la Ley por personas jurídicas o naturales.*
> (ver Jurisprudencia No.1)
>
> *Artículo 48. La propiedad privada implica obligación para su dueño por razón de la función social que debe llenar. por motivos de utilidad pública o de interés social definidos en la Ley, puede haber expropiación mediante juicio especial e indemnización."*[564]

La dinámica y natural esencia cambiante de los mercados, hecho generador de la transición hacia diversos modelos económicos capitalistas; constituye la principal causa de adecuación de las políticas de Estado en torno al manejo de sus economías. Se distinguen luego, procesos modélicos de características definidas que van determinando tendencias y generando nuevos replanteamientos. Algunos autores reconocen este proceso de ajuste como la evolución del sistema capitalista; y sus formas

---

[564] Constitución Política de la República de Panamá de 1972; reformada por los actos reformatorios de 1978, por el acto constitucional de 1983, por los actos legislativos No.1 de 1993 y No.2 de 1994; y por el acto legislativo No.1 de 2004.

Jurisprudencia No.1: Fallo 31 de diciembre de 1993. R.J. Diciembre de 1993, pág. 109. El concepto de propiedad privada que consagra nuestra Constitución hay que interpretarlo en concordancia con el artículo 337 del Código Civil, que define la propiedad como el derecho a gozar y disponer de una cosa sin más limitaciones que las establecidas por la ley. Es decir, la Constitución protege la propiedad privada adquirida conforme a la Ley, una vez adquirida podemos gozar de ella de acuerdo a las limitaciones de ésta, la principal limitación a la propiedad es el beneficio social que debe cumplir, pero esto no es materia de este negocio.

reconocidas: liberalismo económico, Estado bienestar, neoliberalismo y un último modelo que algunos autores distinguen como *"corporación-nación"*. [565]

El endeudamiento público y todos sus componentes (deuda externa, local y servicio corriente de la deuda) acumulados por los países de América Latina; cuyos orígenes se atribuyen al modelo Estado de bienestar, donde cada Estado se compromete a reconocer, garantizar y salvaguardar los derechos fundamentales de su ciudadanos (vivienda, educación, salud, trabajo, etc.), constituye el principal compromiso que controla las políticas económicas de los mismos. Es preciso señalar en ese sentido, que luego de los embates de la segunda guerra mundial y conforme a los postulados de John Maynard Keynes,[566] emergen algunas instituciones financieras internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y otras) con el fin de favorecer el rol de los Estados y sus respectivas economías.

Sobre este escenario y luego de transcurridas varias décadas, los países de América Latina y el Caribe han tenido que sobreponerse a las distorsiones producidas en sus economías por el crecimiento excesivo de la deudas locales y externas. Así, a principios de la década de los noventas (período de la eclosión del sistema soviético) los países del área inician la implementación de ciertas medidas económicas tendientes a impulsar la integración comercial de la región; lo anterior lógicamente inducido por las instituciones financieras internacionales y demás fondos regionales y multilaterales; denominado *"Washington Consensus"* propuesto por el economista John Williamson, del *Institute for International Economics:*

> *"Williamson (1990) enunció el ya famoso decálogo del Consenso enumerando los requisitos indispensables para el desarrollo que a finales de los años ochenta eran defendidos por la inmensa mayoría de los economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI), del Banco Mundial y del Departamento del Tesoro de Estados Unidos: (1) disciplina presupuestaria; (2) re-orientación del gasto público desde los subsidios indiscriminados a actividades ineficientes hacia la*

[565] CASTRO S., Gustavo: "Proyecto Corporación-Nación vs. Proyecto Estado-Nación" Artículo publicado en el Boletín "Chiapas al día" No.463, Abril 27, 2005.

[566] Economista Inglés, discípulo de Alfred Marshall. Dedicó gran parte de su tiempo al estudio de las probabilidades, el cual plasma en su primer libro llamado Treatise on Probability. A fines de 1930, aparecen los dos volúmenes del Treatise on Money el cual trata del importante papel que desempeñaba el ahorro y la inversión en su influencia sobre el nivel de la renta. También escribió otros temas como: Essays in Persuasion (1931) y Essays in Biography (1933). Interesado por las cargas financieras impuestas a Alemania, publica en 1940 "Como pagar la guerra", el reordenamiento de los recursos y el exceso de demanda que caracterizó la post guerra. En 1946, fue nombrado vicepresidente del Banco Mundial y contribuyó a los acuerdos para el préstamo Marshall a Gran Bretaña. Se considera como su principal obra la teoría general de la ocupación, el interés y el dinero.

> *sanidad, la enseñanza primaria y las infraestructuras; (3) reforma fiscal encaminada a ampliar la base imponible y a mantener tipos marginales moderados; (4) liberalización financiera (sobre todo en lo relativo a los tipos de interés);(5) tipo de cambio competitivo; (6) apertura comercial;(7) liberalización de la inversión directa extranjera; (8) privatización de empresas públicas; (9) desregulación (Esto es, eliminación de barreras a la entrada y salida en los mercados de trabajo y de productos); y (10) derechos de propiedad (privada, claro está) garantizados, especialmente en el sector informal."*[567]

Conforme a estos planteamientos vertidos por Williamson, que a juicio de algunos economistas, tal como el propio Joseph Stiglitz (Economista Jefe, Primer Vice Presidente del Banco Mundial y Premio Nobel de Economía 2001) era un "*esquema incompleto, contraproducente y de objetivo estrecho*"[568], la región de América Latina y el Caribe inicia su redención con un índice de crecimiento mínimo indispensable para reducir la pobreza.

A finales de la década de los noventas y ante la evidente insuficiencia de las propuestas del Consenso de Washington (aún defendidas por su propulsor en el sentido que su fundamento es establecer disciplina macroeconómica, libre comercio, privatizaciones y economía de mercado) surgen dos supuestos con el fin de moderar sus efectos negativos; el primero de ellos es el enunciado por Shahid Javed Burki y Guillermo E. Perry, reconocido como un planteamiento moderado y publicado en el libro *"Beyond the Washington Consensus: Institutional Matter" (Washington, Banco Mundial, 1998)* desarrollado de su antecedente inmediato el informe *The Long March: A Reform Agenda for Latin America in the next decade* (1997) donde se propone un complemento de cuatro recomendaciones adicionales a las ya sugeridas por Williamson, basados en que si bien éstas últimas en la práctica permitieron un leve crecimiento económico en América Latina y, hasta en algunos casos, erradicaron la hiperinflación; las mismas no fueron igualmente eficaces para reducir en forma sustancial la evidente desigualdad y altos índices de pobreza. Las reformas de segunda generación consistieron en: 1. Mejoramiento de las inversiones en capital humano; 2. Promoción y desarrollo de los

---

[567] **BUSTELO**, Pablo: "Desarrollo económico: del Consenso al Post-Consenso de Washington y más allá" Artículo publicado por Editorial Complutense en *"Estudios en homenaje al Profesor Bustelo."* Biblioteca virtual de la Universidad Complutense de Madrid. España, 2003. http://www.ucm.es/info/eid/pb/BusteloPCW03.htm

[568] **STIGLITZ**, Joseph: Conferencia pronunciada en el *World Institute for Development Economics Research,* Helsinki, 1998.

sistemas financieros; 3. Desregulación del mercado de trabajo y fortalecimiento de los cánones de la inversión privada en infraestructuras y servicios sociales; y, 4. Perfeccionar la calidad del sector público.

El otro de los supuestos, formulado por Joseph Stiglitz -considerado como una posición radical- apuntaba a que el Estado debía retomar: "la promoción de la educación, impulsar el perfeccionamiento técnico, fomentar la protección social, apalancar el sector financiero, proteger el medio ambiente e invertir en otras infraestructuras".[569] Se convirtió en un duro crítico de los resultados de la aplicación de las medidas del consenso, toda vez que a su juicio la estabilización macroeconómica no convenía plantearla como un objetivo homogéneo para todos los países de la región; que además, la liberalización, respecto a las privatizaciones, desregulaciones y aperturas financieras y comerciales, debieron aplicarse gradualmente y en forma parcial.

Es de importancia indicar, que la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en un análisis presentado sobre la evolución de la pobreza y las posibilidades de logro de las metas del milenio, concluye que durante el quinquenio comprendido entre 1997 al 2001, no se produjeron mejoras en los niveles de vida de la población de América Latina; el número de personas pobres en la región aumentó en más de 10 millones (214.3 millones de pobres e indigentes), se frenó la reducción de la pobreza, en un contexto de deterioro de la relación entre aquella y el producto interno bruto per cápita, y que ningún país de la región había logrado en el año 2000 la meta más exigente de reducir a la mitad la pobreza total.[570]

Al margen de toda disquisición gnoseológica que pueda surgir, vemos hasta aquí que no existe correspondencia objetiva entre la evolución de la economía, el acceso a los derechos fundamentales y justicia social de los países de América Latina. Al respecto, se puede reflexionar en lo siguiente:

> *"La cuestión de saber si las sociedades cuyas constituciones garantizan los derechos individuales a sus ciudadanos crecen con mayor rapidez que las sociedades que no lo hacen, ha sido respondida mucha veces utilizando el término democracia como sustituto de concepto de derechos individuales.(...)*
>
> *"(...) podemos encontrar una correlación positiva entre la libertad individual y el crecimiento económico, así como también entre los derechos civiles y políticos y el aumento de la matrícula en las escuelas secundarias y en la disminución de la mortalidad infantil."*

---

[569] **STIGLITZ**, Joseph: *"The Role of Government in Economic Development"*, en M. Bruno y B. Pleskovic eds. *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996. The World Bank*. Washington D.C., citado en *Joseph E. Stiglitz – Autobiography. Dirección electrónica: http://nobelprize.org/economics/laureates/2001/stiglitz-autobio.html*

[570] OCAMPO, José Antonio: "Panorama Social de América Latina" Edición 2001-2002. Comisión Económica de América Latina. p. 4-5

> *"La existencia de capital humano es una condición necesaria aunque no suficiente para el crecimiento económico. El crecimiento económico ocurre solamente si las libertades económicas están asociadas con el capital humano."*[571]

Empoderados de las consideraciones y del entorno anteriormente expuesto, las propuestas para integrar la economía panameña al mundo globalizado y demás dictámenes macroeconómicos (privatizaciones, desregulación, control del déficit fiscal, inversiones extranjeras directas, etc.) fueron perceptibles a mediados de la década de los noventa. Vale observar, que cada uno de los temas precedentemente listados, fue objeto de intensos debates y culminaron en su posterior adopción mediante regulaciones especiales a lo largo de varios años. Dado a que el presente análisis se consagra a las connotaciones sólo del tema fiscal, nos limitamos al estudio del cuerpo normativo aprobado en la República de Panamá, a la luz de las propuestas recomendadas para las economías de la región en ese sentido.

1. Ley 31 de 30 de diciembre de 1991

Una de las referencias históricas de la regulación fiscal en Panamá durante la década de los noventa, lo constituyó esta Ley por el cual se estableció la reforma tributaria. Se promulgó con la finalidad de reducir tasas impositivas, promover la justicia tributaria y modernizar la administración fiscal. Quedó efectivamente reglamentada por el Decreto Ejecutivo No.170 de 27 de octubre de 1993, con el cual se regularon algunas disposiciones del Código Fiscal y se derogó el Decreto No.60 de 28 de junio de 1965, que hasta entonces contenía importantes ordenanzas fiscales. Esta normativa introduce significativos cambios con los cuales se incentivan ciertos sectores para reactivar su economía, en razón a que, al margen de lo ya examinado en el panorama económico mundial, Panamá intenta recuperarse durante esa época de la desestabilización política y económica que inicia a mediados de los ochentas y posteriormente se agudiza con la invasión norteamericana en 1989. Los esfuerzos por realizar cambios a la imagen proyectada incluyeron, entre otras, la adopción de las normas de Basilea I para el sector bancario y la regulación de transacciones financieras y de instrumentos jurídicos panameños. Lógicamente, la norma respondía a un momento histórico y su eficiencia puede analizarse, según la visión de la Escuela de Chicago del derecho y la economía, como maximizadora por los beneficios que de ésta se obtuvieron; toda vez que: *"La función básica del derecho, en una perspectiva de maximización de beneficios, es alterar los incentivos*."[572]

---

[571] SOLA, Juan V.: "Constitución y Economía". Lexis-Nexis, Abeledo Perrot, 1ª ed. Buenos Aires, Argentina. 2004. p.86-87

[572] SOLA, Juan V.: op. cit. p. 83

En suma, este cuerpo normativo pretende reactivar la inversión perfeccionando el principio de territorialidad o de la fuente de ingresos, con un impuesto único aplicable con reglas similares a todos los contribuyentes, aplicable sobre la renta neta global, ajustada sobre la renta de fuente panameña con independencia del domicilio y nacionalidad de quien la obtiene. De acuerdo a esta legislación fiscal, lo determinante es que la renta gravable se produzca dentro del territorio, no siendo relevantes los criterios de domicilio y nacionalidad, conveniente para la ejecución de operaciones extraterritoriales. Sin embargo, e independientemente a las razones históricas que motivaron la Ley, para *The Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)* organismo consultivo conformado por países de la Unión Europea y Estados Unidos de Norteamérica, cuyo objetivo es promover y desarrollar la cooperación económica de sus países miembros; consideró a Panamá, así como a otro tantos países, como paraísos fiscales o *"Tax havens"* alegando no poder alcanzar sus propósitos como consecuencia de las prácticas fiscales anticompetitivas *"Offshore Center"* y por tanto, perjudiciales para sus Estados miembros. Pese a las percepciones y señalamientos de la OECD, el país enfrentaba en los años 90 un difícil proceso de negociación con el fin de actualizar sus compromisos financieros, incumplidos unilateralmente desde 1987, amortizando parte del capital vencido (469 millones de dólares) y cancelando intereses atrasados (216 millones de dólares) a las instituciones financieras internacionales (Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional); lo propio ocurrió con el capital pendiente de los países que conforman el Club de París y la Banca privada. (Años 1991 - 1992). Así también, la renegociación con los tenedores privados de bonos permitió su reinserción en el mercado financiero internacional, alcanzando nuevas fuentes de financiamiento para los años 1994-1999, además se crea mediante Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999 la Comisión Nacional de Valores de Panamá, para fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores.

2. Ley 61 de 26 de diciembre de 2002

Durante los primeros años del nuevo milenio, Panamá acumulaba una deuda pública total de 8,514.7 millones de dólares y una deuda externa de 6,317 millones de dólares, cifras al cierre de 2002;[573] es decir, que esta última alcanzaba un significativo 74% del total del endeudamiento público. (Ver anexo 2). Este índice de las finanzas repercutió negativamente en la economía nacional; en esa época tres de cuatro importantes

[573] Contraloría General de la República: Dirección de Estadística y Censo. Panamá, República de Panamá. http://www.contraloria.gob.pa/

sectores que obedecen a la demanda externa (Zona Libre de Colón, exportaciones nacionales, Centro Bancario Internacional) experimentaron serios reveses. Únicamente los servicios prestados por la Autoridad del Canal de Panamá producto de las operaciones marítimas y de tránsito de la vía acuática, obtuvo resultados positivos en el citado período.

La política económica propuesta por el gobierno de turno, se caracterizó por la constitución de un panorama estable a mediano plazo y la reactivación de la economía mediante nuevas políticas fiscales. Conforme a estos lineamientos, durante el período fueron aprobadas leyes para reforzar la transparencia de la gestión pública; para la reactivación económica y cumplimiento de la responsabilidad fiscal y de reordenamiento y simplificación del sistema tributario.

Al respecto, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) por el período 2002-2003, consideró que las referidas medidas fiscales si bien fueron "anticíclicas", el retraso no fue impedimento para lograr algunos objetivos. Así las cosas, expuso entre los rasgos más importantes lo siguiente:

> *"El debilitamiento de la demanda externa se profundizó en el 2002 y afectó decisivamente la economía. La actividad productiva tuvo un incremento del 0,8%, ligeramente superior al del año anterior (0,4%). El producto por habitante se redujo nuevamente. La reactivación del consumo impulsó el crecimiento, ya que la inversión acumuló tres años de descenso. La inflación se mantuvo baja (1,9%), al tiempo que el mercado laboral registró una pequeña mejoría. El déficit del sector público se elevó a un 2,3% del PIB comparado con un 0,8% en el 2001, mientras que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos siguió en un nivel equivalente al 1,5% del producto"*[574]

A fines de 2002, el gobierno panameño en definitiva da vigencia a la reforma tributaria mediante Ley 61 de 26 de diciembre de 2002 "Que dicta medidas de reordenamiento y simplificación del Sistema Tributario". Conforme a su exposición de motivos, ésta se concibió con miras a proporcionar crecimiento económico y fomentar la creación de empleo.

Se propuso en la citada Ley, el mejoramiento de la estructura tributaria mediante la modificación de varios impuestos; elevar a cuerpo normativo aspectos relevantes de

[574] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL): *"Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2002-2003. Separata Panamá, p.1*

su procedimiento y perfeccionar la administración fiscal debido a la complejidad del régimen impositivo existente. Su objetivo, según seguía describiendo:

> *"no era recaudador, aunque tenga naturalmente un resultado en términos de recaudación." (...) "Sus propósitos fundamentales consisten en lograr una distribución más justa de los ingresos de los ciudadanos y de iniciar el reordenamiento estructural del sistema tributario para una economía más eficiente."(...) "Corregir las distorsiones que generan los tratamientos discriminatorios que reciben los bienes frente a la aplicación del Impuesto de Transferencias de Bienes Muebles (ITBM), así como la gran cantidad de exoneraciones y exenciones concedidos en el impuesto sobre la renta de personas jurídicas. Es mucho más conveniente aplicar impuestos de bases amplias, que permitirían aplicar alícuotas más reducidas."* [575]

Un análisis de los ingresos percibidos por el Gobierno Central, según clase para los años comprendidos entre 2002-2004, evidencia la eficiencia de la propuesta de la reforma de 2002 (ver Anexo 3). Se desprende que si bien, el fundamento era reactivar la "eficiencia" de recaudación y la distribución equitativa de los ingresos de los ciudadanos, la propuesta redujo en 3,64% la recaudación del impuesto sobre la renta para el 2003; empero, se obtuvo importantes incrementos en las recaudaciones de los impuestos sobre la propiedad y patrimonio (49,8%); y el impuesto de transferencias de bienes corporales muebles y la prestación de servicios (ITBMS) (44,7%); para 2004 el impuesto sobre la renta repuntó en 12,35% en comparación con el 2003; el de ITBMS 27,6%; y el de recaudaciones sobre la propiedad disminuyó en 8,2%, en relación al año anterior. De lo precedente se colige, que si bien aumentó la recaudación de los ingresos indirectos (efecto de la extensión del ITBMS al sector servicios), el peso económico de la reforma recayó sobre los contribuyentes de facto, es decir, los consumidores; sin embargo, el éxito de esta clase de propuesta está sujeta en gran medida a las condiciones políticas, económicas y jurídicas en la que se encuentre el país. Al respecto y conforme a los planteamientos de Keynes:

[575] Asamblea Nacional de la República: *"Legislación de la República de Panamá". Texto de la Ley 61 de 26 de diciembre de 2002. Dirección Electrónica: http://www.asamblea.gob.pa/busca/index-legispan.asp*

> *"Si la política fiscal se usa como un instrumento deliberado para conseguir la mayor igualdad en la distribución de los ingresos, su efecto sobre el aumento de la propensión a consumir es, por supuesto, tanto mayor y la política que tiende a crear grandes fondos de reserva con el producto de los impuestos ordinarios debe ser considerada, en ciertos casos, como reductora de la propensión a consumir"*[576]

En este estudio, de las tres vertientes teóricas para el análisis de los efectos económicos de los impuestos *(Optimistas, pesimistas e intermedias)*[577] nos inclinamos por los lineamientos de la teoría intermedia, debido a que esta Ley promulgada a finales de 2002 y vigente hasta principios de 2005 promovió, según su exposición de motivos, la necesidad de estabilizar el presupuesto para proporcionar el crecimiento económico, la creación de empleo y una distribución más justa de los ingresos. Si examinamos los indicadores, efectivamente, para este período el Producto Interno Bruto (PIB) creció un 4,1% y la tasa anual de desempleo disminuyó de un 13,5% en 2002 a un 12,8% debido al aumento de medio punto porcentual de la tasa de ocupación. No obstante, el gobierno central imputó para este mismo período, un déficit de 3,4%, comparado con el 2% de 2002 y los ingresos en general disminuyeron en un 2%, pese al aumento de 10,8% de los ingresos indirectos producto de la reforma[578]. De estas variables se infiere que los efectos de la Ley 61 de 2002 no fueron los previstos en su conjunto, porque adicionalmente los gastos totales crecieron en 6,4% y según el Informe 2003-2004 publicado por CEPAL, en Panamá no hubo reducción de la pobreza y la indigencia mantuvo las mismas cifras que el período anterior, reflejando un estancamiento en ese sentido. No fue suficiente esta reforma para generar mayor crecimiento económico, ni garantía para los organismos financieros internacionales de compensación del servicio corriente (aunque en el 2004 se destinó el 20.4% del Presupuesto General de Estado para este rubro, unos 6 mil millones de dólares). Otras medidas adoptadas

---

[576] KEYNES, John M.: *"Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero"*, Fondo de Cultura Económica, México, 1958. Citado por Catalina García en *"Derecho Tributario"* 2a. edición, Ediciones Depalma, Buenos Aires, Argentina. 1999. p.37-38

[577] *Teoría Optimista: por la cual, si existe perfecta correlación de los impuestos, aún cuando los mismos sean gravosos; aumentan la producción toda vez que el incidido aumentará sus actividades para hacer frente a la carga tributaria.*
Teoría Pesimista: según la cual, el impuesto gravoso es un obstáculo para el desarrollo económico.
Teoría Intermedia: considera que los efectos económicos deben observarse con fundamento a la conveniencia de la imposición, según el momento de su aplicación y los fines para los cuales se destinan. Explica que, cuando los impuestos no son gravosos con respecto a la capacidad de pago de los contribuyentes, incrementan sus actividades económicas; de lo contrario, pueden estimular un efecto de reducción de actividades productivas.

[578] Para profundizar este tema, ver publicación del Dr. Horacio Piffano: *"La incidencia de la imposición indirecta en un enfoque de equilibrio Parcial"* Separata de Económica. La Plata, Argentina. Mayo-Diciembre, 1983

por el gobierno Panameño en el período 2000-2004, fue el refinanciamiento de la deuda con la adquisición de bonos Brady por un valor de 318.84 millones de dólares, sufragando la suma de 84.13 millones de dólares.

II. Planteamientos de la Reforma Fiscal 2005

Luego de examinar la perspectiva económica previa a la Reforma Fiscal de 2005, normativa aprobada mediante Ley 6 de 2 de febrero de ese año; pasamos vista del fundamento esgrimido para la propuesta de Ley, como complemento de visión del presente análisis. La referencia para el desarrollo de este punto, la hemos tomado de la exposición de motivos del proyecto de Ley por el cual se implementa un programa de equidad fiscal, presentada el 20 de enero de 2005 ante la Secretaría General de la Asamblea Legislativa. Para mejor ilustración, nos permitimos reproducir aquellos fragmentos que merecen comentarios, de manera que se pueda tomar conocimiento y evaluar con objetividad el alcance de la reforma.
El precitado documento inicia con locuaz alocución, donde se exponen algunas razones genéricas de la propuesta:

> *"El Gobierno Nacional tiene como objetivo que al final de los cinco años de gobierno, los panameños hayamos rescatado el sueño y la ilusión de ser panameños, identificando nuevas oportunidades de empleo y desarrollo personal, la incorporación de los grupos marginados del país a la economía y partícipes del sistema social; un país de panameños mejor educados y preparados para enfrentar los grandes retos nacionales y personales. Mediante la correcta formulación y aplicación de políticas económicas y sociales, enfocadas a la exportación y mejorando la productividad tanto del Estado como los particulares y una administración pública transparente, sentamos las bases para el desarrollo sostenible de Panamá y la reducción del desempleo y la marginalidad.*[579]

Al margen de las sensaciones que nos puedan transmitir estas líneas, se entiende como optimismo político, donde la meta es cambiar el panorama nacional en tan sólo cinco años (período de gobierno); sin embargo, vemos que este primer objetivo

[579] Asamblea Legislativa de la República de Panamá: "Exposición de motivos del proyecto de Ley por el cual se implementa un programa de equidad fiscal." Panamá, 2005. www.asamblea.gob.pa

contrasta con la realidad examinada y los hechos precedentes, en razón a la evidente inequidad y el gran peso de la deuda pública, que hasta ese momento alcanzaba la suma de US $10,026.5 millones.[580]

Son cuatro los objetivos estratégicos que se plantean: reducción de la pobreza, crecimiento económico para la generación de empleos, saneamiento de las finanzas públicas; y el desarrollo del capital humano. (Véase *"Beyond the Washington Consensus: Institutional Matter" (Washington, Banco Mundial, 1998) by Burki & Perry)*. Se argumenta que dichos objetivos serán alcanzados con una *"adecuada seguridad ciudadana y una firme seguridad jurídica como garantía para las inversiones."* Al respecto de esta última intención, el Dr. Carlos Barsallo, Comisionado Vicepresidente de la Comisión Nacional de Valores de Panamá, hace una reflexión sobre la incidencia de las reformas fiscales en el mercado de valores en los siguientes términos:

> *"Se observa que de 1970 a 1991, el mercado de valores Panameño nunca superó, como volumen negociado, la suma de 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 a lo que se denomina bursatilidad o dicho de otra forma, que se negocien activamente. (...) De esta manera pudo incentivar realmente a las empresas 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.*[581]

Se recoge de lo anteriormente expuesto, que si bien los aspectos de atracción de capitales dependen de la confianza y estabilidad que proyecte el país para lograr las metas sugeridas; coincidimos con lo citado anteriormente, en el sentido que el argumento de atraer inversiones (en este caso mercado bursátil) es un tema técnico que no perfeccionó la reforma.

---

[580] Contraloría General de la República: "Informe del Contralor de la República" Marzo, 2005. Cap.I, p.1 www.contraloria.gob.pa

[581] BARSALLO, Carlos: *"Las reformas fiscales y tributarias y el mercado de valores"*. Artículo Publicado en la *Compilación de artículos sobre regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá.* Tomo I, Comisión Nacional de Valores. Panamá, Febrero, 2006. p. 447.

Cabe señalar, que la reforma introduce un cambio a lo establecido en artículo 269 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 sobre la enajenación de valores; haciendo gravables las ganancias derivadas de la enajenación de bonos, acciones, cuotas de participación y demás valores emitidos por las personas jurídicas.
Seguidamente, el fundamento de la creación de la ley, apunta que:

> *"En el modelo económico panameño no hay correspondecia entre el crecimiento económico y la distribución del ingreso, lo que ha generado desigualdades injustificadas dado el alto nivel de riqueza nacional. En este momento la mayor parte de la población y de las comunidades tienen necesidades impostergables las cuales hay que atender para cubrir las mismas, el sistema tributario existente no genera suficientes recursos y peor aun, no hay equidad en la carga tributaria. actualmente las personas empleadas pagan proporcionalmente más que las empresas."*[582]

Lo enunciado en las líneas iniciales, ya fue profusamente constatado en los informes económicos citados de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en cuanto a la pobreza, indigencia y la inequidad de la distribución de los ingresos; por tanto es un presupuesto de hecho y una realidad evidente. Cabe referirse a la evaluación que rinde CEPAL en su informe para 2004-2005, (vigente la Reforma Tributaria de Ley 61 de 2002) período inmediatamente anterior a la Reforma Fiscal, que describe la situación panameña en los siguientes términos:

> *"La economía panameña registró en el 2004 un crecimiento económico de un 6,2% gracias a la pujante demanda externa y al impulso fiscal a la demanda interna. La inflación siguió siendo baja, y la tasa de desempleo disminuyó. La posición financiera del Estado se debilitó, al tiempo que el déficit externo se amplió a un 8,5% del PIB."*[583]

[582] Op. cit. p. 18
[583] Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL): *"Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004-2005. Separata Panamá, p.1*

En relación a la inequidad de la carga tributaria, donde se alega la existencia de personas naturales que tributaban más que las empresas; tenemos que acotar que todo sistema tributario debe fundar sus criterios de estructuración sobre los principios de igualdad (principio que surgió inicialmente con un alcance político y posteriormente jurídico en la Revolución Francesa) y progresividad. Ante este presupuesto, recordemos que el tributo tiene dos elementos como prestación ex lege: cobertura del gasto público y capacidad contributiva. El primer elemento presupone que *"no puede haber tributo allí donde no haya una capacidad económica.* Así mismo, no puede *dejar de existir un tributo allí donde exista una capacidad contributiva."*[584] En cuanto a la capacidad contributiva, sirve como argumento legitimador del tributo y en cambio como criterio de distribución de cargas tributarias, sólo cumple con una de las funciones del principio de igualdad, que es la de mantener la igualdad de hecho. Luego, para que un sistema tributario se considere justo, debe inspirarse en la igualdad relativa de los ciudadanos, pues existe inequidad de distribución de la riqueza; los impuestos deben ser un mecanismo de redistribución, con sentido ético y social.

La comentada reforma fiscal 2005, pretende corregir el desequilibrio de la carga impositiva y por tanto, *"implementar un programa de Equidad Fiscal."* Los subsiguientes argumentos los basa en la insuficiencia del modelo de desarrollo dual, la justicia social, falta de competitividad, combate a la corrupción y mejoramiento de estructuras.

Se enuncian como principios fundamentales:

- Equidad tributaria, que refleja que las personas con mayores niveles de ingreso deben representar los principales contribuyentes.
- Que los ingresos crezcan al ritmo al que crece la economía.
- Que el gobierno se ajuste mediante reducción de gastos corrientes para orientarlos a la inversión.
- Lograr sólidas finanzas públicas, fortaleciendo las normas de control presupuestario y de racionalización del gasto corriente.

III. Evaluación del impacto económico

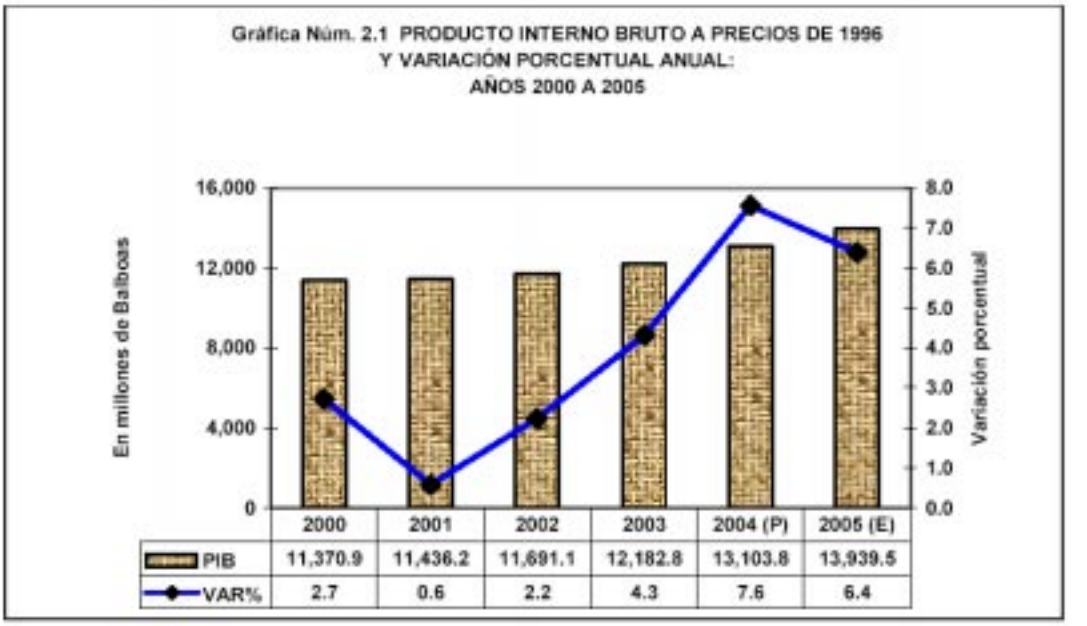
Los criterios vertidos a lo largo de la exposición de motivos de la Ley en estudio, imprimen en suma la necesidad de establecer un sistema tributario más eficaz.

> *"Como se sabe toda redistribución tiene un costo que se debe asumir. Sin embargo, la diferencia estriba en que cuando se establece una regulación ineficiente para redistribuir recursos, no solamente existe una distorsión en la remuneración del trabajo, como existe en el caso de los*

[584] AMATUCCI, Andrea: "Tratado de Derecho Tributario" Editorial Temis. Tomo I, Bogotá, Colombia. 2001. p.229

impuestos, sino que debe agregarse el costo directamente asociado con la ineficiencia de la norma jurídica redistributiva."[585]

Al examinar el Informe emitido por la Contraloría General de la República, tras catorce meses de vigencia de la Ley objeto del presente estudio, se reporta un PIB de 6,4%, reflejando un incremento con respecto al año anterior.



(P) Cifras preliminares.
(E) Cifras estimadas.

Fuente: Contraloría Generak de la República. Informe del Contralor. Año 2005

Para este año, también se registró una disminución del desempleo de 11,8% a 9,8%. Además, la balanza de pagos reflejó una disminución del déficit en la cuenta corriente por US $817 millones, comparado con el año 2004 disminuyó en US $309.6 millones. De acuerdo a un informe del Ministerio de Economía y Finanzas, el balance fiscal del Sector Público no Financiero, registró un déficit de US $500.1 millones, es decir 3.3% del Producto Interno Bruto. De este resultado, se destaca lo siguiente: el incremento de un 15,8% de los ingresos totales del Sector Público no Financiero, la obtención de un ahorro corriente que ha pasado de un déficit de US $217.0 millones en el 2004, a un

[585] SOLA, Juan V.: op. cit. p.774

superávit de US $33.3 millones, un balance primario que pasa de un déficit de US $86.7 millones en el 2004, a un superávit de US $305.5 millones.

Según se desprende de estos indicadores:

> *"Estos resultados son consecuentes con el cumplimiento de las metas financieras trazadas por el Gobierno Nacional, a fin de atender los problemas financieros inmediatos y de mediano plazo; en particular el alto nivel de la deuda pública y el déficit fiscal, el mejoramiento del cumplimiento tributario y de la posición financiera y actual de la Caja de Seguro Social."*[586]

En cuanto a un balance de ingresos y gastos públicos, se puede apreciar que para el año 2005, hubo un incremento de los ingresos por el orden de 14,9% con respecto a 2004. La recaudación de los ingresos tributarios fue 11,0% superior a las recaudaciones de 2004, es decir, US $133.4 millones. *Los impuestos directos* se incrementaron en un total de US $105.7 millones, cifra superior al año anterior debido a las recaudaciones de la *renta jurídica* en 37.2 millones y *salarios* US $38.8 millones. Con esta evidencia, se puede apreciar el efecto recaudador de la Ley 6 de 2005.

Los *impuestos indirectos* también se incrementaron de US $642.8 millones a US $670.5 millones, efectos principalmente de los *Impuestos de Transferencias de Bienes muebles y servicios (ITBMS)* y los *Impuestos de Importación*. Adicionalmente, los *ingresos no tributarios* también reflejaron aumento de US $181.1 millones, siendo los más relevantes los *ingresos por dividendos* y los derivados de los peajes y demás servicios ofrecidos por el Canal de Panamá.

Pero, también los gastos totales del gobierno central se incrementaron por la suma de US$29.6 millones. Aunque, según explica el informe del Contralor de la República, esto se debió a que los intereses de la deuda aumentaron en US $89.3 millones, los *servicios personales* en US $5.1 millones y *bienes y servicios* en US $7.5 millones.

El balance fiscal para el año 2005, (forma en que se financian los gastos no cubiertos por los ingresos corrientes recaudados) fue de 4.0% del PIB corriente. Al comparar este resultado con el 2004 (5.4% del PIB), se aprecia una disminución en el uso de recursos provenientes de la deuda pública. Lo anterior debido al efecto neto de refinanciamiento mediante la colocación de bonos externos por la suma de US $600.0 millones.

---

[586] Contraloría General de la República: "Informe del Contralor General de la República", Panamá, 2005. p. 3.1

En cuanto a la deuda pública, la misma al cierre del año 2005 ascendía a US $10,268.2 millones, la cual se incrementó en US $241.7 millones, con respecto al saldo de 2004. La deuda externa sumó, US $7,579.7 millones, mientras que la deuda interna US $2,688.5 millones.

Después de confirmar los efectos financieros producidos por la Ley y que según el propio informe fueron los previstos por el gobierno nacional, considerados por tanto favorables, es necesario realizar algunas reflexiones para complementar el análisis. Lo primero, es que según puntualiza el informe, se lograron las metas financieras porque fueron atendidas las demandas de la deuda pública, el déficit fiscal, el mejoramiento del cumplimiento tributario y de la posición financiera y actual de la Caja de Seguro Social. Es decir, en diez meses de aplicación de la Ley se logró subsanar en forma parcial, un agravado problema de flujo de efectivo de las arcas estatales. Pero, seguidamente indica que los gastos también aumentaron, en renglones que no son precisamente de inversión (intereses de la deuda y gastos de personal). Entonces nos preguntamos ¿cuán eficiente será esta norma, si el efecto recaudador no es administrado para lo consecución de los fines manifestados en la exposición de motivos? Si bien ha transcurrido un corto plazo y algo prematuro para valorar algunos resultados, ¿dónde quedó la comentada equidad? ¿A qué parte de la sociedad impactó la reforma? Para reflexionar sobre el tema, y sin ánimo de entrar en un debate de clases, concluimos este punto con el siguiente fragmento:

> *"Las recientes reformas fiscales y actualmente polémicas reformas a la seguridad social, apuntan indiscutiblemente al sacrificio de un grupo social importante de la economía: la clase media; clase esta que contribuye fuertemente a la economía del país, pues, cuenta con los recursos necesarios para solventar educación continua, competitividad laboral, producción de ahorros y colocación de inversiones. Panamá se suma al conocido fenómeno de otros países latinoamericanos donde la apertura descontrolada de mercados, imposiciones de organismos financieros, corrupción gubernamental, entre otras razones, coloca la presión de los cambios "reformistas" de nuevos gravámenes a la clase media. Si bien la pobreza y extrema pobreza demanda de nuestras generaciones la atención urgente, tal parece que la solución económica más cómoda para los gobernantes es la de recargar aún más los ingresos de un grupo social específico, que por cierto, no se manifiesta en las calles ni levanta su voz para protestas pues éstas sólo han de "ajustar" sus presupuestos y seguir adelante.(...)*
>
> *Sabido es que en aquellos países con modelos de libre mercado en los que existe una clase media fortalecida y en mayor cantidad que la clase alta y baja, es indicio de una economía en franco ascenso. Luego, si esta clase que agrupa en nuestro país un importante número de intelectuales, profesionales independientes y asalariados, mi-*

cro empresarios, etc. vale preguntarse si los "trajes" económicos importados y demás recetas y hierbas aromáticas del Fondo Monetario Internacional (FMI) a las que somos sometidos, salvarán las economías domésticas o si por el contrario, su efecto inevitable es la de enviar a la clase media a engrosar las filas de los pobres.

El italiano Antonio Gramsci consideró que la clase media podría ser la generadora de cambios importantes en la sociedad, en contraposición con los planteamientos de Marx, quien afirmaba que era la clase obrera la que debía generar estos cambios. A mi juicio, Gramsci y sus ideales del bloque histórico no tomaron en cuenta el hecho de que una importante masa de la clase media podía estacionarse en una conciencia de sus intereses particulares, debilitándola, haciéndola cada vez más vulnerable al devenir de los cambios y aún cuando sí existe en este sector un grupo con capacidad generadora de políticas progresistas, su voz no tiene resonancia alguna. Si no, sólo pasemos revista al caso panameño y las actuales reformas."[587]

IV. Impuesto sobre ganancias de capital (Ley 18 de 19 de junio de 2006)

Al transcurrir poco más de un año de la implementación de la ya analizada Reforma de equidad fiscal de 2005, se introduce otra reforma a la regulación Fiscal, cuyo objetivo es *"corregir la falta de equidad, reducir la elusión tributaria, generación de mayores ingresos, simplificación del cobro y fiscalización del sistema tributario"*.[588]

Se plantea su fundamento en la promoción de la justicia tributaria, por el producto de una serie de operaciones de valores, cuyas ganancias en su enajenación, no estaban gravadas con el Impuesto sobre la Renta. De tal modo la Ley pretende corregir esta inequidad, gravando a las personas con mayor capacidad contributiva para el Estado.

La Ley 18 de 19 de junio de 2006, mantiene los objetivos propuestos que, sobre ganancia de capitales, instituyó el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y luego salvaguardó la Ley 6 de 2 de febrero de 2005; debido a que conserva los incentivos fiscales sobre operaciones de valores registrados en la Comisión, siempre que las mismas fuesen a través de la bolsa de valores u otro mercado organizado; y como resultado de una fusión, una consolidación o una reorganización corporativa, siempre que en remplazo de sus acciones, el accionista reciba únicamente otras acciones en la entidad subsistente o en una afiliada de ésta (Art. 269, num. 1 y 3, DL 1 de 1999). Como presupuesto, se implementa que las enajenaciones de valores deben efectuarse en la Bolsa de Valores de la República de Panamá.

---

[587] TEJEIRA, Marquelda: "Las reformas y la clase media panameña" Artículo. La Prensa. Panamá Junio, 2005

[588] ASAMBLEA NACIONAL: Exposición de Motivos de Proyecto de Ley No.212. Comisión de Hacienda Pública, 31 de mayo de 2006.

La tarifa aplicable es del cinco por ciento (5%) sobre el valor de la enajenación de los valores, según sea: a) sobre valores registrados ante la Comisión Nacional de Valores y se enajenen a través de una Bolsa de Valores extranjera o cualquier otro mercado organizado extranjero; ó b) que sean enajenados como resultado de una Oferta Pública de Compra de Valores (OPA). Asimismo, se instituye una tarifa definitiva del diez por ciento (10%) en la venta de acciones, cuotas de participación y demás valores que no se encuentren registrados ante la Comisión Nacional de Valores, tasa que se aplicará sobre el valor de la enajenación efectiva. Se obliga al comprador a retener el impuesto causado y remitirlo al fisco dentro de los diez (10) días siguientes a la fecha en que surgió la obligación. Lo anterior se estableció para simplificar el cobro y fiscalización del impuesto.

Formular un análisis *ex post* del impacto económico y eficacia de este nuevo tributo, permitirá realizar los ajustes según el plan estratégico y lineamientos macroenómicos propuestos, además permitirá medir el alcance y sentido de su creación y si obedece o no a la denominada "equidad fiscal". Su eficiencia será objeto de posterior estudio.

BIBLIOGRAFÍA

AMATUCCI, Andrea: Tratado de Derecho Tributario. Tomo I, Editorial Temis, S.A. Bogotá, Colombia. 2001. 868 p.

BUSTELO, Pablo: "Desarrollo económico: del Consenso al Post-Consenso de Washington y más allá" Artículo publicado por Editorial Complutense en *"Estudios en homenaje al Profesor Bustelo."* Biblioteca virtual de la Universidad Complutense de Madrid. España, 2003.

CASTRO S., Gustavo: "Proyecto Corporación-Nación vs. Proyecto Estado-Nación" Artículo publicado en el Boletín "Chiapas al día" No.463, Abril 27, 2005

COLOMA, Germán: "Análisis Económico del Derecho Privado y Regulatorio" Editorial de Ciencia y Cultura. Buenos Aires, Argentina. 2001 306 p.

FERRUCCI, Ricardo Jorge: Lecturas de Macroeconomía y Política Económica. Ediciones Macchi. Buenos Aires, Argentina. 2000. 314 p.

GARCÍA V., Catalina: Derecho Tributario, Consideraciones económicas y jurídicas. Tomo I, Parte General. Editorial Depalma, 2ª Edición. Buenos Aires, Argentina 1999. p.414

OCAMPO, José Antonio: "Panorama Social de América Latina" Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) Edición 2001-2002.

PIFFANO, Horacio: "La incidencia de la imposición indirecta en un enfoque de equilibrio parcial" Separata de ECONOMICA, La Plata, Argentina.

SÁNCHEZ G., José Antonio: Manual de Derecho Tributario. Editorial Comares / Dodeca. Granada, España. 2002. 669 p.

SOLA, Juan Vicente: Constitución y Economía. Lexis Nexis, Abeledo-Perrot. Buenos Aires, Argentina. 2004. 911 p.

STIGLITZ, Joseph: *"The Role of Government in Economic Development"*, en M. Bruno y B. Pleskovic eds. *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996. The World Bank*. Washington D.C., citado en *Joseph E. Stiglitz - Autobiography.*

LEYES Y OTROS TEXTOS JURÍDICOS

Constitución Política de la República de Panamá de 1972; reformada por los actos reformatorios de 1978, por el acto constitucional de 1983, por los actos legislativos No.1 de 1993 y No.2 de 1994; y por el acto legislativo No.1 de 2004. Litho Editorial Chen, S. A. Panamá, 2005. 118.

Contraloría General de la República: Dirección de Estadística y Censo. Panamá, República de Panamá. http://www.contraloria.gob.pa/

Ley 31 de 30 de diciembre de 1991: "Por la cual se establece la reforma Tributaria"

Decreto Ejectivo No. 170 de 27 de octubre de 1993: "Por el cual se regulan algunas disposiciones del Código Fiscal"

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 en la República de Panamá"

Ley 61 de 26 de diciembre de 2002: "Que dicta medidas de reordenamiento y simplificación del sistema tributario"

Ley 6 de 2 de febrero de 2005: "Por el cual se implementa un programa de equidad fiscal"

Ley 18 de 6 de junio de 2006: "Que modifica artículos del Código Fiscal"

CAPÍTULO OCTAVO

PROTECCIÓN Y EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA, LICENCIAS Y PROCEDIMIENTOS

PROTECCIÓN Y EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA "INTERNET Y EL MERCADO DE VALORES"

Juan Luis Blanco Modelo
Abogado
Blanco, Ureña & Asociados

Poco tiempo atrás todavía muchos nos preguntábamos ¿qué era Internet?, ¿qué es esto de la red de redes?, ¿cómo me va a afectar a mí?, ¿cuál será su verdadero alcance?; hoy en día cada vez son menos aquellos que no sepan responder estas interrogantes y mucho menos quienes no reconozcan su gran potencial.

Internet es una realidad, un conjunto de herramientas de comunicación que es ahora parte de la gran mayoría de nuestras vidas. Como individuos pertenecemos ahora a una "universalidad" traducida en inmensas comunidades virtuales y comunicación inmediata con otros usuarios, acceso a todos los rincones del mundo cibernético, información, a servicios o productos, publicidad, sistemas de comunicación, etc...

Es en nuestras propias vidas en donde gracias a la red de redes se ha asentado realmente el proceso de globalización.

Los esfuerzos a nivel mundial por reducir la "brecha digital" a través de la educación y la posibilidad de acceder a sistemas de computación a reducidos costes junto con el apoyo a la implementación de accesos a conexiones gratuitas y software libres, además de mejorar cada vez más las conexiones de banda ancha (alta velocidad) que permite la interacción con un sinnúmero de nuevos recursos y tecnologías (multimedia, videoconferencias, etc.).

La posibilidad de acceso remoto a la Red a través de dispositivos inalámbricos como teléfonos móviles, organizadores personales, el futuro desarrollo e implementación del acceso a Internet a través del televisor, entre otros; demuestran cada vez más la necesidad de los individuos de mantenerse "conectados".

Así como nuestras vidas se han visto "revolucionadas", la revolución digital y tecnológica no ha pasado por alto el sector de las finanzas en donde se abrió, como algunos autores señalan, un proceso de "democratización".

Antes de la irrupción de Internet ya existían una serie de sistemas en los cuales los particulares y empresas podían invertir. Pero el acceso a la información financiera de alto nivel, estudios, reportes de analistas, etc. era algo a lo que muy pocos podían acceder.

En muchas ocasiones los particulares tenían que dejarse llevar solamente por su intuición y por la información financiera transmitida por los medios de comunicación social (que en algunos países era mínima o escasa) a la hora de tomar cualquier tipo de decisión relativa a su dinero.

Es verdad que existía la figura del *broker* o intermediario, pero a la hora de transmitir las órdenes las mismas tomaban mucho tiempo en materializarse muchas veces ni siquiera en el mismo día se podían realizar.

El acceso a la información, ya sea desde casa u oficina o desde un terminal móvil, así como a una serie de instrumentos de forma cómoda y sencilla han permitido a los particulares un mayor control sobre su dinero y una mayor y más completa valoración a la hora de tomar algún tipo de posición en el mercado.

Poder conocer en tiempo real las cotizaciones de la mayoría de mercados del mundo, recibir alertas sobre el comportamiento de un valor, evaluación de estados financieros, información corporativa, poder comparar, acceder a foros y salones de charlas especializados en donde se puede consultar a expertos, así como la posibilidad de poder abrir una cuenta de inversiones de manera virtual y poder contar con un *broker online* las 24 horas del día de forma instantánea y sencilla y mucho más accesible desde el punto de vista económico, ha permitido la oportunidad de acceder de una forma más completa a los mercados financieros. El particular sabe de la necesidad de sacar una mayor rentabilidad a su dinero a través de productos que no ofrece un Banco.

Esta posibilidad que tiene el inversor de acceder de forma más directa a la contratación y a una mayor disponibilidad de diversos productos financieros, con diversas características y distintos niveles de riesgo, así como es importante señalar la complejidad que engloba a Internet, es por eso que es importante desarrollar una política de educación y de supervisión por parte de las entidades que regulan y supervisan los mercados financieros.

Así como Internet hoy en día es una herramienta de gran utilidad dentro de los mercados financieros, también se ha convertido en una excelente herramienta para la realización de conductas delictivas asociadas principalmente con el fraude, la manipulación de información, robo de identidad, y violación de otra serie de normas.

El mundo financiero se ha adaptado a nosotros permitiéndonos cada vez una mayor interacción con él. La dura batalla que día a día libran las entidades financieras por la captación de clientes han permitido la creación de un entorno idóneo para la proliferación de campañas publicitarias, reducción de comisiones, creación y manejo de base de datos de carácter personal, técnicas agresivas de mercadeo a través de

plataformas de tele *marketing*, entre otras, que deben ser supervisadas y reguladas de manera individual.

Cada día las entidades financieras optan más por difundir sus informaciones a través de Internet. Es por esto que el usuario de Internet debe siempre plantearse la credibilidad de la fuente.

Al entender que el coste de una transacción realizada por Internet es muchísimo más barata que aquella por medios tradicionales (acudir a una sucursal o mediante un cajero automático) y la previsión de usuarios, han sido determinantes para la entrada de forma masiva de entidades financieras a los entornos virtuales.

Las entidades financieras pasan ahora a ser más responsables por la información distribuida a través de la Red. Deben asumir compromisos relacionados con la calidad, fiabilidad y actualización de la información que envían a los usuarios. Si además ofrecen servicios relacionados con el mercado de valores es fundamental aplicar elevados modelos de control técnico y seguridad.

ASPECTOS POSITIVOS Y NEGATIVOS DE INTERNET PARA LOS MERCADOS DE VALORES (fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores de España - Rincón del Inversor (www.cnmv.es)):

1. BAJO COSTE

Positivo: Difundir información por Internet es por lo general más barato que hacerlo a través de otros medios, y permite alcanzar audiencias muy superiores, en cuestión de segundos. Por eso, permite a las entidades financieras acceder de manera rápida a una red transnacional de clientes, y proporciona a los inversores potenciales grandes cantidades de información detallada, de forma rápida y barata.

Negativo: Debe tenerse en cuenta que parte de esa enorme cantidad de información que está a disposición de los inversores puede estar anticuada o ser poco fiable.

2. INTERACTIVIDAD

Positivo: Internet proporciona una forma de comunicación interactiva, utilizando mensajes escritos, gráficos y sonoros que suelen resultar creíbles y muy atractivos. Así, es habitual encontrar presentaciones interactivas que ofrecen la opción de pagar por vía electrónica o enviar órdenes de negociación. Esta posibilidad permite a los inversores adoptar instantáneamente decisiones de inversión.

Negativo: Es evidente el riesgo de que tales decisiones se tomen de manera impulsiva y poco meditada, con el peligro consiguiente para la integridad de la

inversión y posibles efectos negativos en mercados no transparentes que sean susceptibles de manipulación.

3. HIPERVÍNCULOS

Positivo: Internet permite estructurar los mensajes a través de vínculos (hipertextos), que hacen posible la interconexión de información y materiales dentro del mismo sitio Web (hipervínculos internos) y entre distintos sitios Web (hipervínculos externos). Su utilización ayuda al usuario a desplazarse de forma fácil y rápida a través de los documentos para localizar la información deseada.

Negativo: Sin embargo, puesto que los hipervínculos pueden enviar a los lectores a una página en mitad de un documento o página Web, es posible que la información se proporcione fuera de contexto y sin los necesarios avisos y aclaraciones. Además, el empleo de ciertos enlaces puede dar a una página una falsa apariencia de legitimidad. Por ejemplo, algunas Web que incluyen ofertas no autorizadas de valores facilitan enlaces a las páginas de organismos supervisores, lo que en modo alguno significa que el contenido de la página haya sido revisado o aprobado por dicho organismo.

4. DESCENTRALIZACIÓN E INMEDIATEZ

Positivo: Internet es un sistema abierto y descentralizado, compuesto por millones de ordenadores y subsistemas. Cuando se envía un mensaje a través de Internet, se rompe en pequeñas piezas formando unidades llamadas "paquetes" *(packets)*, de forma que cada una sigue una ruta distinta antes de reunirse en el destino final.

Negativo: Como es difícil mantener la misma capacidad y nivel de calidad en todas las partes de la red, hay riesgos de que se produzcan retrasos y fallos en la conexión. Por ejemplo, podría darse el caso de que algunos inversores recibieran determinada información antes que otros, o de que las órdenes enviadas a los intermediarios no se procesaran con la rapidez necesaria. Estos riesgos pueden remediarse mejorando las tecnologías de la comunicación y aumentando los recursos del sistema.

5. ANONIMATO

Positivo: Internet ofrece herramientas "anonimizadoras" para procurar la privacidad de los usuarios, ocultando sus identidades y países de residencia.

Negativo: Los anonimizadores son una gran ventaja, pero como contrapartida también permiten encubrir muchas actividades fraudulentas, así como enmascarar

las identidades de los oferentes o dificultar el rastro del dinero, en el caso de los productos financieros.

Observaciones: Sin embargo, en la industria de valores es esencial la identificación del cliente y la confianza en la autenticidad e integridad de los mensajes, lo cual requiere el uso de firmas electrónicas, que son incompatibles con el anonimato.

6. FLEXIBILIDAD

Positivo: Internet es un medio flexible para los miembros de la industria de valores, debido a su capacidad para controlar el contenido de sus páginas Web. A diferencia de la televisión y los anuncios en los periódicos, en una página Web es posible borrar, cambiar o añadir contenidos de manera sencilla en cuestión de minutos.

Negativo: El riesgo reside en la facilidad con que una información falsa, incompleta o engañosa puede ser introducida o retirada de una página Web. Como para cualquier otra fuente, el inversor debe valorar la credibilidad que le merece la Web de la que está extrayendo la información.

La ausencia de fronteras en Internet se ha convertido en uno de los mayores quebraderos de cabeza para las entidades supervisoras y reguladoras de los mercados financieros, ya que entendemos que para que cualquiera pueda ofrecer dentro de una determinada jurisdicción cualquier tipo de productos o servicios de inversión se debe contar con cumplir con una serie de requisitos de acuerdo a lo que establece la normativa para de esta forma poder obtener previamente una autorización que les permita desarrollo estos tipos de actividad.

De esta forma es importante que la entidad reguladora estatal pueda contar con un criterio definido sobre lo que realmente es una comunicación que constituye una oferta de inversión que va dirigida a sus nacionales y residentes. Es aquí en donde el ente supervisor, mediante un equipo profesional idóneo, deberá monitorear de forma permanente el canal de Internet frente a las posibles "ofertas" que se encuentren circulando y para lo cual se debe tener en consideración una serie de criterios y deberán asumir una postura homologada a nivel del mercado financiero local en cuanto a que se considera una oferta.

Según la CNMV de España se señala que respecto a lo anteriormente señalado no hay un criterio unificado a nivel mundial, por lo que:

- Algunos reguladores no consideran que la información contenida en una Web sea una oferta, a menos que contenga información detallada y además un medio para suscribirse. En cambio, otros entienden que una información

más genérica también puede constituir una oferta, pero no consideran que esté hecha en su jurisdicción a menos que se dirija de forma expresa a sus residentes.

- Hay reguladores que tratan de determinar su competencia en función de si la recepción de una oferta por Internet es o no voluntaria, ya que dependerá del medio en que se accesó a esa oferta (entrando a una página Web de una entidad no autorizada, o recibiendo la oferta por correo electrónico).

Es recomendable exigir que todos los sitios Web que ofrecen este tipo de servicios financieros cuenten con un apartado del tipo "AVISO LEGAL", que expresamente señale a quien(es) va dirigida dicha oferta y bajo que jurisdicción(es).

IMPORTANCIA DE LA EDUCACIÓN AL INVERSIONISTA EN EL FORTALECIMIENTO DEL MERCADO DE VALORES DE PANAMÁ

Darío A. Sandoval Shaik
Ex Asesor Legal de la Comisión Nacional de Valores

La principal atribución conferida a la Comisión Nacional de Valores por el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 es fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá. En este sentido, el desarrollo de los programas de educación al inversionista es una de las más importantes herramientas con las que cuenta la Comisión para la consecución del ambicioso designio impuesto por su marco normativo.

Se pretende que el inversionista -comprendiendo que el concepto inversionista abarca al consumidor o usuario de servicios de inversión, tanto eventual como potencial- entienda la información que recibe sobre los diversos valores que pueden constituirse en objeto de contratación y sobre las normas jurídicas que los regulan, con absoluta conciencia de sus derechos y deberes, a efectos de prevenir riesgos financieros que puedan derivarse de la falta de conocimientos esenciales. Dicha prevención de riesgos es un factor importante, aunque no definitivo, para evitar cuantiosas pérdidas derivadas de fraudes y escándalos financieros.

La educación es una vía fundamental para que se logre el efectivo ejercicio de los derechos de los inversionistas. Supone que el ciudadano cuente con todos los instrumentos necesarios para poder realizar inversiones racionales e informadas y sea capaz de elegir apropiadamente el producto financiero que mejor se ajuste a sus necesidades, al mismo tiempo que conoce sus derechos y obligaciones, y las formas más adecuadas para ejercerlos.

A través de la educación al inversionista se tiende a desarrollar el sentido crítico y la capacidad de juicio en todo lo concerniente a las características técnicas propias del mercado de valores. Sirve además para que el inversionista disponga de información suficiente y veraz, sepa interpretarla, y para que conozca sus derechos en caso de que afronte problemas.

En el ámbito del mercado de valores el derecho a la educación está íntimamente vinculado a la información financiera que periódicamente están obligados a suministrar los emisores e intermediarios, pero va mucho más allá: incluye también la información que proporciona el propio ente regulador acerca de las disposiciones legales y reglamentarias vigentes, la cual facilita la comprensión de conceptos y la

adquisición de instrumentos para asumir posibilidades de acción en una sociedad de mercados en continuo cambio y de una gran variedad de productos y servicios altamente especializados.

La educación al inversionista comprende poner a disposición del público los mecanismos necesarios para obtener un detallado conocimiento y comprensión acerca de:

a) Todos sus derechos y obligaciones, tanto en la esfera contractual como extracontractual;

b) Los elementos distintivos de los productos y servicios que pone a su disposición el mercado de valores, que le permitan realizar la mejor elección; y

c) El hecho insoslayable de que vivimos en una sociedad con recursos escasos, lo cual sugiere utilizarlos racionalmente.

Con relación al la educación financiera en general, recientemente la Organización para el Desarrollo y la Cooperación Económica (OECD por sus siglas en inglés) comunicó el lanzamiento de una campaña para el mejoramiento de la educación financiera, y publicó una serie de principios y recomendaciones 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.[589]

Medios Recomendados para la educación de los inversionistas.

1. Dar carácter prioritario a la educación al inversionista, incorporándola al diseño curricular de nuestros centros de enseñanza:

La Comisión Nacional de Valores, a través de su Unidad de Educación al Inversionista, viene desarrollando meritorias iniciativas en la materia, entre las cuales destacan la transmisión en vivo del programa semanal de radio "Educando al inversionista",

[589] *Vid.* al respecto, BARSALLO P., CARLOS A., "La necesidad de educación financiera" en *Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá,* Tomo I, Comisión Nacional de Valores, p. 463.

promoción de concursos de monografías, publicación de obras y entrevistas a destacados agentes del mercado de valores, realización de capacitaciones a organismos gubernamentales y centros educativos de enseñanza secundaria y universitaria.

Cabe destacar que el desarrollo de esta materia se encuentra todavía en estado incipiente y aún está lejos de ser aplicada en la enseñanza formal de nuestras escuelas y colegios secundarios.

Para hacer efectivo el derecho a la educación del inversionista, deben fortalecerse una serie de mecanismos e instituciones, con el propio sistema educativo a la vanguardia de los mismos. Es durante la educación inicial de los jóvenes cuando pueden crearse hábitos y valores imperecederos. Por tal razón es trascendental comenzar el proceso desde el principio de la vida escolar.

La introducción de la educación al inversionista en la escuela primaria y secundaria, al menos en sus aspectos básicos, no requiere necesariamente la creación de nuevas asignaturas, sino que puede ser considerada dentro del marco de las que se imparten actualmente, en atención a las afinidades existentes, e incorporándose en aquellas materias donde la temática del mercado de valores encaje de forma natural, pudiendo ser vinculada con otros temas de interés para la juventud, como las nuevas tecnologías y avances científicos en general.

Igualmente las métodos de enseñanza dependerían de la edad de los alumnos, de su estado de madurez y de su medio socioeconómico, sin que esto implique, de forma alguna, actos de discriminación con respecto a los destinatarios.

En cuanto a la metodología aplicable, los métodos didácticos interactivos que propicien la fácil comprensión de los temas parecen los más aconsejables, contándose preferiblemente con el apoyo de material didáctico como sistemas audiovisuales, folletos y manuales de texto. Entre los métodos de enseñanza podrían ser implementados:

- Trabajos en grupo,
- Estudios de casos,
- Proyectos,
- Dramatizaciones,
- Etc.

Es necesario destacar como prerrequisito para la ejecución de estas medidas que es imprescindible contar con la formación de los educadores en materia de mercado de valores. Formar a los que están encargados de instruir a otros es una tarea necesaria,

toda vez que es preciso que los encargados de formar a los demás adquieran los conocimientos adecuados. Desde el año 2005 la Comisión Nacional de Valores viene llevando a cabo el programa de capacitación a educadores, en coordinación directa con la Dirección Nacional de Formación y Perfeccionamiento Profesional del Ministerio de Educación. De esta forma, se han llevado a cabo seminarios para aumentar el conocimiento de los profesores de escuela secundaria en torno a los aspectos más importantes que comprende el mercado de valores, con el objetivo de que tales conocimientos sean traspasados a los estudiantes.

A nivel de educación superior debe fomentarse la formación específica, a través de la puesta en marcha de determinadas asignaturas, ya sean opcionales u obligatorias, en las diferentes carreras universitarias, al igual que la oferta de cursos de post-grado o maestrías, que proporcionen una sólida oferta formativa de especialización profesional.

La educación al inversionista también debe ir dirigida a distintos de colectivos gremiales que puedan actuar como agentes difusores del conocimiento, como los profesionales de la comunicación social, docentes, juristas, economistas, contadores, financistas, entre otros.

2. Dedicación de programas no publicitarios por parte de los medios de comunicación social de titularidad pública.

Es oportuno reiterar la necesidad de mantener y desarrollar los lazos de cooperación con los medios de comunicación social de titularidad pública, de manera que sigan dedicando y creando nuevos espacios y programas, en colaboración con la Comisión Nacional de Valores, a la información y educación de los inversionistas, y así divulgar al público en general los beneficios que un mercado de valores eficientemente, plenamente regulado y fiscalizado, aportan al sistema financiero nacional.

** Las opiniones del autor son personales y no reflejan necesariamente la posición de la CNV ni del personal que en ella labora.*

"A finales de los años ´90, se inicia la reorganización del mercado de valores, creando un nuevo regulador, con mandatos más precisos, entre ellos el de desarrollar la actividad en nuestro país. La Comisión Nacional de Valores, cumpliendo con su misión, se ha dedicado a la educación y la divulgación del tema, lo cual se concreta con la publicación de este compendio de artículos. Obras como la presente, estamos seguros, serán una guía obligada y material de referencia relevantes para quienes, de una forma u otra, se relacionan o tienen interés en el mundo de los valores y que hoy se hace posible gracias al esfuerzo conjunto de profesionales que comparten sus conocimientos y la Comisión Nacional de Valores."

Maruquel Pabón de Ramírez
Ex. Comisionada de la Comisión Nacional de Valores
(2003-2004)

Luego del éxito obtenido en su "Compilación de Artículos sobre la Regulación y el Funcionamiento del Mercado de Valores en Panamá ", Tomo I, la Comisión Nacional de Valores de la República de Panamá nos sorprende con su Tomo II.

Esta nueva compilación nos llena de orgullo a todos los panameños y especialmente a mi como panameño y como ex funcionario de la misma, ya que observamos con mucho placer que esta excelente compilación de artículos cuenta con mas o menos el 50% de autoría de los mismos corresponde a profesionales y estudiantes de nuestro país, quienes consideramos se nutrieron de la savia producida en las hojas de la anterior publicación, y una porción similar de artículos analizados y estudiados por funcionarios de la Comisión Nacional de Valores, quienes mirando mas allá de una labor cotidiana de ocho horas diarias, se prepararon para presentar a la comunidad empresarial y de negocios los artículos plasmados en esta obra.

Es importante mencionar que en esta obra no solo se encuentra regulación sobre el mercado de valores, sino temas tan importantes como un Manual de OPA, últimamente tan de moda, como calcular el valor de una empresa, y nuestra Integración a los Mercados Internacionales, sino que nos pone al día en información de cómo nos ven los Reguladores Internacionales, con elementos sobre los cuales nos miden, y como ven al mercado desde el punto de vista de un fiscal en los aspectos penales y concursales del mercado de valores.

Estamos seguros que esta Compilación al igual que la anterior, será tema obligado de estudio para muchos, legos y expertos, ya que cuenta con temas de mucha actualidad como lo es el Canal de Panamá, el impacto de las Reformas Tributarias, así como temas de importancia.

Aplaudimos una vez más la feliz iniciativa tomada por la Comisión Nacional de Valores, sus Directivos y Colaboradores, e instamos a la comunidad empresarial y estudiantil a hacer de éste, un libro de consulta obligada para todo lo relacionado con el Mercado de Valores en Panamá.

Ellis Cano Plata
Ex. Comisionado de la Comisión Nacional de Valores
(1999-2002)

Tomo II
Febrero 2007

Otras Publicaciones de la Comisión Nacional de Valores

Puede acceder a ellas en
www.conaval.gob.pa

© República de Panamá, Comisión Nacional de Valores. Unidad de Educación al Inversionista. Avenida Balboa, Edificio Bay Mall, Piso 2, Oficina 206. Teléfono 501-1700, Fax 501-1709. Apartado 0832-2281, WTC Panamá.