

**REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES**

OPINION No. 11-2004

(De 2 de agosto de 2004)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa respecto a la forma en que un emisor o persona registrada en la Comisión Nacional de Valores debe cumplir con la obligación de revelar información relativa a la ausencia, adopción total o parcial de procedimientos relacionados a prácticas de gobierno, de conformidad con el Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003.

Solicitante: Licenciada Alexandra Duque de la G., de la firma de abogados Sucre & Asociados.

I. Objeto de la Consulta:

La presente consulta gira en torno al tema de la revelación de información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de procedimientos de gobierno corporativo cónsonos con los principios internacionales promovidos mediante el Acuerdo 12-2003 de 11 de noviembre de 2003, *“por el cual se recomiendan guías y principios de buen gobierno corporativo por parte de emisores o personas registradas en la Comisión Nacional”*.

II. Criterio de la solicitante:

Sostiene la solicitante que *“para los efectos de la Comisión Nacional de Valores, se cumpliría con el deber de revelación de información establecido en el Acuerdo No. 12-03, con la sola declaración del emisor o persona registrada, al momento de presentar solicitudes de registro y/o sus informes de actualización, de que cumple con las guías/principios de buen gobierno corporativo recomendadas por la Comisión Nacional de Valores, o con las adoptadas por jurisdicciones extranjeras y organismos internacionales reconocidos, o con las diseñadas por el propio emisor o persona registrada, o que no se adhiere a ninguna guía ni principios de buen gobierno corporativo preestablecida.”*

En este mismo sentido, opina la solicitante que *“cabría preguntarse si se constituye o no en un hecho relevante o de importancia el que un emisor cumpla con procedimientos corporativos de voluntaria observancia recomendados por la Comisión Nacional de Valores”, además de que “pareciera que el que un emisor cumpla o no con procedimientos corporativos de voluntaria observancia recomendados por la Comisión Nacional de Valores, no se constituye “per se” en un hecho relevante o “de importancia.”*

III. Posición Administrativa de la Comisión:

Antes de entrar en el análisis del tema en cuestión, cabe señalar que tal como ha sido expuesto por la Comisión en uno de los considerandos del Acuerdo 12-2003, *“la existencia o ausencia de procedimientos corporativos cónsonos con los principios y guías en materia de buen gobierno corporativo aceptados internacionalmente, o bien su aplicación total o parcial por parte de las emisores o personas registradas en la Comisión, constituye en efecto información de importancia sobre las operaciones y negocios del emisor al tenor de los artículos 1 y 77 del Decreto Ley 1 de 1999 y por tanto, debe ser materia de los informes periódicos que presentan y divulgan los emisores al público y a la Comisión.”* (El subrayado es nuestro)

De lo anterior se desprende claramente que sin perjuicio de que las guías y principios de gobierno corporativo recomendados por la Comisión a través del referido Acuerdo 12-

2003 sean de voluntaria observancia por parte de los emisores o personas registradas en la Comisión, la información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de tales procedimientos corporativos es a juicio de esta institución, información de importancia que a partir de la entrada en vigencia de dicho Acuerdo, requiere ser incluida tanto dentro de nuevos trámites de registro, como dentro de los Informes Anuales de emisores ya registrados al momento de la entrada en vigencia del nuevo Acuerdo, de conformidad con las fechas establecidas en su Artículo Segundo (sobre entrada en vigencia).

De conformidad con lo establecido en el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, el uso del concepto “de importancia” 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 como actuar.

Observa esta autoridad que la consultante alude al Código de Buen Gobierno¹ que surgió como resultado del informe elaborado por la *Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades*, creada por el Consejo de Ministros de España, en el año 1997. Dicho Código contempla reflexiones y recomendaciones específicas dirigidas a las sociedades que cotizan en los mercados organizados de España, las cuales tienen un propósito meramente orientador, no reglamentario.

El referido Informe destaca además la importancia de la publicidad y transparencia en lo atinente a la adopción y cumplimiento de estándares de buen gobierno corporativo, tal como a continuación transcribimos:

No cabe duda de que las cuestiones de gobierno corporativo son sumamente relevantes, y así lo documenta la experiencia disponible. En general, los expertos en esta materia, analistas y gestores de fondos consideran que los estándares de gobierno corporativo revisten una notable importancia a la hora de adoptar decisiones de inversión, y los sondeos de opinión realizados corroboran esta impresión. Las compañías deben ser transparentes, al objeto de facilitar la evaluación por parte de los mercados de sus sistemas de gobierno. Por esta razón, aconsejamos que las sociedades cotizadas informen públicamente sobre dichos sistemas, debiendo asegurarse que la Comisión delegada de Cumplimiento, cuyo cometido básico es evaluar la eficiencia de sus reglas de control y decisión y vigilar su efectiva observancia, participe en la elaboración de esta información.

En relación a la adopción de las recomendaciones plasmadas en el Código de Buen Gobierno surgido a raíz del precitado Informe Olivencia, cabe destacar lo expuesto por los autores Fernández Rugés y Gómez Ansón:

“el mercado valora positivamente los anuncios que suponen una apuesta decidida por reformar y mejorar la estructura de gobierno corporativo, pero no aquellos anuncios que simplemente se limitan a adoptar ciertas prácticas puntuales sin que las medidas se integren en un proceso más profundo de los órganos de gobierno”.²

Sobre esta misma materia, sostiene el reconocido autor español Cándido Paz-Ares que *“las reglas de buen gobierno pueden ser una pieza fundamental para incrementar el valor bursátil de las empresas y, por consiguiente, para reducir sus costes de capital y ensanchar -en términos de tamaño, profundidad y liquidez- las bases del mercado de capitales”.³*

¹ Este documento es el resultado de lo que se ha denominado comúnmente como “Informe Olivencia”, en reconocimiento al Dr. Manuel Olivencia Ruíz, quien presidió la Comisión Especial redactora del mismo, está disponible en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España (CNMV), en la siguiente dirección electrónica: <http://www.cnmv.es/delfos/tendencias/govsocot.htm>

² E. Fernández Rugés y Silvia Gómez Ansón, “La adopción del Código Olivencia por parte de las empresas españolas: valoración del mercado de capitales”, Universidad de Oviedo, 2002.

³ Paz-Ares, Cándido, “Gobierno Corporativo como Estrategia de Creación de Valor”, Revista Iberoamericana del Mercado de Valores, Edición No. 11, Marzo de 2004, pág. 56.

Como sustento de lo anterior, Paz-Ares cita, entre otras fuentes, un informe de la firma *McKinsey and Company*, en el cual se advierte que en una encuesta efectuada a inversionistas institucionales, las tres cuartas partes consideran que las variables relativas al gobierno corporativo son tan importantes como las relativas a aspectos financieros a la hora de evaluar una empresa para tomar decisiones de inversión.⁴ De allí que, como bien observa el mismo autor, *“los inversores más sofisticados han adquirido plena conciencia de su importancia fundamental y, efectivamente, parecen dispuestos a pagar una prima sustanciosa por los títulos de una compañía bien gobernada”*.⁵

El tema de gobierno corporativo ha tenido distintas soluciones legislativas en otras jurisdicciones, particularmente en el ámbito de los mercados de valores, soluciones que han dependido en gran medida de la estructura básica de Derecho Corporativo vigente en otros sistemas. En nuestro ámbito, la Comisión Nacional de Valores ha considerado, por una serie de razones expuestas en la parte motiva del Acuerdo 12-2003, que la información relativa a la existencia de procedimientos de gobierno corporativo, en referencia a sociedades emisoras de valores registrados ante la Comisión, es de importancia y por ende ha sido incluida tanto como información para nuevas solicitudes de registro, como parte de los Informes anuales que deben presentar los emisores registrados. Esta ha sido la solución adoptada por la Comisión, dentro del marco de sus atribuciones legales y sustentadas en el estudio de experiencias concretas tanto a nivel local como internacional, en que ha quedado reflejado patentemente que la ausencia de controles y asignación clara de responsabilidades, han jugado un papel determinante (pero no el único) en la consumación de actos abiertamente contrarios tanto al interés social, de los acreedores y de los accionistas.

Observamos que la firma solicitante cuestiona si la información relativa al gobierno corporativo dentro de las empresas registradas es de importancia, pero no brinda mayor sustento aparte de las citas hechas a un comentarista del Informe Olivencia en España – a que se ha referido previamente esta Opinión-, país que precisamente evolucionó de un sistema de recomendaciones de voluntaria observancia a uno de normas de obligatorio cumplimiento por parte de sociedades con valores registrados. Nuevamente, considera la Comisión que es su responsabilidad ante los actuales y potenciales inversionistas, así como al público en general, la de proveerles de información que sería tenida en cuenta al momento de tomar la decisión de comprar o vender.

No obstante todo lo anterior, el cuestionamiento parece centrarse no en el carácter voluntario que tienen las guías y recomendaciones emitidas por la Comisión, sino en la forma de su revelación por parte de los emisores registrados. Señala la firma solicitante que a su juicio, mediante la “sola declaración” del emisor o persona registrada de que ha adoptado algún sistema de gobierno corporativo, o de que lo ha hecho parcialmente o de que en su organización no se ha adoptado ningún procedimiento, bastaría. Cuando la solicitante se refiere a “la sola declaración”, hemos inferido que ello es reemplazo o sustitución de la nueva Sección IV del Informe de Actualización Anual adoptada mediante el Acuerdo 12-2003. Durante la elaboración del Acuerdo y con el propósito fundamental de prevenir la recepción de información asimétrica en contenido y calidad, se diseñó una nueva sección IV del Informe Anual, para que en forma tabular se abordaran al menos 4 áreas de medular importancia en el tema de gobierno corporativo: i) contenido mínimo de tales procedimientos; ii) Junta directiva y su composición; iii) Accionistas, y iv) creación y conformación de comités. Con esta fórmula, se pretende homologar la extensión de la información que debe brindarse, permitiéndose no obstante que los emisores expliquen en cada caso, las peculiaridades de su organización, o los mecanismos distintos, sustitutivos, o los remedios que han sido considerados convenientes o necesarios.

El artículo 5 del Acuerdo 12-2003 establece con claridad los medios de divulgación de información relativa a la ausencia, adopción parcial o total de procedimientos corporativos cónsonos con los principios internacionales promovidos a través del mismo, a saber: (1) En las solicitudes de registro y (2) en el Informe de Actualización Anual que deben presentar los emisores o personas registradas a la Comisión, de conformidad con el Decreto Ley 1 de 1999, el Acuerdo 18-2000 de 11 de octubre de 2000, por el cual se adopta el reporte denominado Informe de Actualización y los demás Acuerdos que fueran aplicables. Es así como se realizan concretamente las siguientes modificaciones:

⁴ “*Global Investor Opinion Survey: Key Findings*”, Julio de 2002. Información disponible en la siguiente dirección electrónica <http://www.mckinsey.com/governance>

⁵ Véase nota 4 ut supra.

- a. Modificación del Acuerdo 18-2000, con la finalidad de incluir en el Formulario IN-A una sección relativa al cumplimiento o no de las guías y recomendaciones de buen gobierno corporativo. Véase Parte IV del Formulario en comentario.
- b. Modificación del Acuerdo 6-2000 de 19 de mayo de 2000, por la cual se adiciona un numeral 11 al inciso A (Historia y Desarrollo de la Solicitante) de la Sección III (Información de la Compañía) del artículo 19, a fin de requerir en el Formulario RV-1, información relativa a la ausencia, adopción total o parcial, de principios y procedimientos de buen gobierno corporativo dentro de la organización de la solicitante, de conformidad con estándares internacionales y los Acuerdos que dicte la Comisión al respecto.
- c. Modificación del Acuerdo 6-2000 de 19 de mayo de 2000, por la cual se adiciona un numeral 15 al artículo 13, relativo a la documentación que debe aportarse junto con las solicitudes de registro de valores que sean objeto de una oferta pública, a fin de requerir el cuadro contenido en la Sección IV del Formulario IN-A, sobre Gobierno Corporativo.

Los anteriores constituyen los medios previstos reglamentariamente para la divulgación de información relativa a la ausencia, adopción total o parcial de procedimientos corporativos cónsonos con los principios internacionales promovidos mediante el Acuerdo 12-2003. **Cuando los emisores registrados presenten sus próximos Informes Anuales, deberán proveer la información solicitada en la nueva sección IV del Formulario IN-A tal como fue expresamente modificado el Acuerdo 18-2000 (Informes trimestrales y Anuales); de igual forma, cuando se presenten nuevas solicitudes de registro de valores, deberá presentarse como documento adicional la sección IV del Formulario IN-A, según requiere el Acuerdo 6-2000 sobre Registro de Valores, luego de fuera modificado por el Acuerdo 12-2003 a que se refiere esta Opinión.**

No obstante, la Comisión considera oportuno destacar que tratándose de “información relevante o de importancia”, al tenor de lo normado en el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, la ocurrencia de hechos que susciten o conlleven un cambio o alteración **sustancial**, ya sea positiva o negativa en la estructura de gobierno corporativo de un emisor registrado en la Comisión, constituye información sujeta al régimen de divulgación previsto en el artículo 77 del precitado Decreto Ley.

Fundamento Legal: Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Acuerdo 12-2003.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los dos (2) días del mes de agosto del año dos mil cuatro (2004).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

ROLANDO J. DE LEON DE ALBA
Comisionado Presidente, a.i.

ANA ISABEL DIAZ V.
Comisionada Vicepresidente, a.i.

YANELA YANISSELLY R.
Comisionada, a.i.