

Los poderes de supervisión de las entidades reguladoras del mercado de valores dentro de procesos de administrativos de intervención, reorganización y liquidación forzosa de sujetos regulados

The supervisory powers of the securities market's regulators within the administrative processes of intervention, reorganization and compulsory liquidation of regulated subjects

César Elías Sanjur Araúz
Universidad de Panamá. Panamá
cesar.sanjur@up.ac.pa
<https://orcid.org/0009-0005-4298-0304>

Recibido: 04/07/2024

Aprobado: 23/07/2024

Resumen

Este trabajo plantea, dentro del Derecho Constitucional, del Derecho Administrativo, y del mercado bursátil panameño e internacional, el tema de los poderes administrativos de supervisión y regulación que ostenta la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) como ente regulador del mercado de valores en Panamá, en el contexto de su aplicación dentro de procesos administrativos de intervención, reorganización y liquidación forzosa de sujetos regulados por dicha entidad. Se hará referencia a la Constitución Política de la República de Panamá, al Decreto Ley No. 1 de 1999 y sus reformas (Ley de Valores), los acuerdos emitidos por la superintendencia, relevantes a este trabajo, y a otros textos legales nacionales e internacionales.



Palabras clave: Derecho Constitucional, Derecho Administrativo, Decreto Ley No.1 de 1999, Acuerdos, Supervisión, Regulación, Mercado de valores, IOSCO.

Abstract

This paper raises, within the framework of Constitutional Law, Administrative Law, and the Panamanian and international stock market, the issue of the administrative powers of supervision and regulation exercised by the Superintendency of the Securities Market (SMV) as the regulator of the securities market in Panama, in the context of its application and enforcement in administrative proceedings regarding the intervention, reorganization and compulsory liquidation of entities regulated by the SMV. Reference will be made to the Political Constitution of the Republic of Panama, Decree Law No. 1 of 1999 and its amendments (Securities Law), the Agreements issued by the SMV relevant to this work, and other national and international legal texts.

Keywords: Constitutional Law, Administrative Law, Decree Law No.1 of 1999, Agreements, Supervision, Regulation, Securities market, IOSCO.

Introducción

Los mercados de valores suelen estar regulados por una agencia gubernamental de supervisión, creada mediante una ley formal y facultada para regular este mercado y sus miembros, ya sean mercados de valores, corredores, bolsas de valores, etc.

Para ello debemos tener en cuenta en primer lugar el tipo de sistema jurídico en el que se encuentra un mercado de valores. Los sistemas jurídicos de todos los países provienen de varios orígenes o familias: el derecho inglés o consuetudinario, el derecho civil romano, el derecho civil alemán y el derecho escandinavo, dando cabida a otros sistemas como el derecho islámico (La Porta, 2006). La Porta, López de Silanés y Shleifer han detallado los



dos primeros, comentando las características de cada sistema y recogiénolas afirmando que estos orígenes jurídicos difieren de manera considerable en características muy importantes como la divulgación, los estándares de responsabilidad y la aplicación pública (La Porta, 2006). En lo concerniente al tema de este artículo, se ha pensado que los países de derecho civil son menos fuertes en lo que respecta a la regulación (Black, 2001) y aplicación (Black, 2001) de los valores que los sistemas de derecho consuetudinario. Según un estudio de Johnson, en una escala de 1 a 10 que mide la eficiencia de los sistemas judiciales, los países latinoamericanos fueron considerados aún más débiles (Johnson S. , Coase and the Reform of Securities Market, 2000). Siguiendo un comentario hecho por La Porta, López de Silanés y Shleifer, como la aplicación pública de la ley solo puede ser eficaz en países con burocracias gubernamentales eficientes (La Porta, 2006), los mercados de valores como los de EE.UU. y el Reino Unido se destacarán como fuertes y eficaces dado el hecho de que tienen todo un sistema legal, administrativo y legal que les ha permitido regular los mercados y hacer cumplir efectivamente las reglas entre sus miembros (Choi, 2008).

La regulación de los valores es una cuestión no solo de interés nacional, sino también de interés internacional. La regulación de los mercados de valores y sus organismos supervisores ha sido estudiada y codificada por organismos internacionales como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), asociación cuyos miembros son los reguladores de valores o financieros de 110 países de todo el mundo. La IOSCO emitió en 2003 un documento llamado “Objetivos y principios de la regulación de valores” (Commissions, 2003), en el que la organización, respecto de sus tres objetivos principales¹,

¹ En los considerandos de este documento, IOSCO enuncia estos tres principios: la protección de los inversores; garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y la reducción del riesgo sistémico.

delineó 30 principios por los cuales la organización reconoce que serán suficientes para cumplir los objetivos establecidos por los tres principales objetivos; por supuesto, los principios tendrán que estar sujetos al sistema legal local para poder ser trasplantados o adaptados legalmente. Los primeros cinco principios que se ocupan de la regulación son:

1. Las responsabilidades del regulador deben estar claras y objetivamente establecidas;
2. El regulador debe ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes;
3. El regulador debe tener poderes adecuados, recursos adecuados y capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes;
4. El regulador debe adoptar procesos regulatorios claros y consistentes; y
5. El personal del regulador debe observar los más altos estándares profesionales, incluidos estándares apropiados de confidencialidad.

Estos principios, en cada país, dependerán en gran medida del marco constitucional pertinente, el cual a su vez emitirá leyes a través del poder Legislativo que regularán tanto a las agencias reguladoras como al mercado de valores². Las leyes resultantes ejercerán entonces, estos poderes transferidos dentro de los principios propuestos enunciados anteriormente.

² Para obtener una descripción completa de la evaluación del regulador de valores de Panamá en este estudio, ver el informe del Fondo Monetario Internacional, *Panamá: Report on the Observance of Standards and Codes*, disponible en <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06387.pdf>

Tipos de reguladores

Teniendo en cuenta todas las consideraciones anteriores, ¿qué tipo de regulador necesita un mercado? Según Jane Dine (Dine, 2000), existen tipos y modelos de reguladores a partir de los cuales se puede interpretar el propósito de una agencia reguladora:

El regulador como modelo castigador: El gobierno, a través de la imposición de duras sanciones penales o cuasi penales (acusaciones, penas de prisión) busca evitar que los integrantes del mercado de valores incurran en conductas que puedan perjudicar en el corto o largo plazo no solo a otros miembros de dicho mercado, sino también para amenazar el normal funcionamiento y operaciones del día a día del negocio. Visto desde la perspectiva del inversor-accionista, este sistema sería muy bienvenido, porque los infractores serán penalizados y se hará justicia. Pero, desde el punto de vista de los gerentes y ejecutivos, la amenaza de una acusación penal también significa una amenaza económica (especialmente, cuando las noticias de una acusación llegan a los medios de comunicación en estos días de Internet y las redes sociales, dañando la imagen y la reputación de la empresa); por lo que en lugar de contar con la plena cooperación de la dirección de una empresa en un determinado caso lo que probablemente tendrán las autoridades reguladoras es una conducta más inclinada al encubrimiento y al engaño de los investigadores gubernamentales. Es por eso que el fenómeno de la denuncia de irregularidades, aunque reconocido en el caso Enron y otros no solo como crucial para las investigaciones gubernamentales y posteriores procesamientos, sino también como un triunfo para los defensores del gobierno corporativo³, no fue tan bien

³ En el 2003, la edición especial anual de la revista estadounidense Time honró a los denunciantes de varios escándalos corporativos nombrándolos como "Personalidad del año". Ver "Persons of The Year 2002: The Whistleblowers", TIME Magazine, Diciembre 30, 2002.

https://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2019712_2019710_2019677,00.html



recibido por el mundo de los directores ejecutivos y directivos, que no se dieron – o no quisieron darse - cuenta de que el público (sean inversores o no) tenía derecho a saber sobre las faltas corporativas y combatieron las iniciativas desde el principio (Roberts, 2004). Por estos motivos, el regulador es visto como el enemigo por el mundo corporativo (Dine, 2000), y no como un ayudante del comercio y los negocios; es por esto que algunos autores han pensado que la aplicación y el hacer cumplir las leyes es solo una parte modesta del esquema del mercado de valores (La Porta, 2006).

El modelo de doble propósito (o modelo de 'toma y daca'): en este modelo el organismo supervisor sigue siendo una entidad gubernamental que regula y emite advertencias cuando los miembros del mercado no siguen las reglas, imponiéndoles multas y abriendo investigaciones que, de ser esas las circunstancias, desembocarán en un proceso penal. Pero algo que hay que considerar es que el ente supervisor de valores no solo está para imponer duros castigos a quienes trasgreden las normas; esto sería un concepto demasiado limitado. La misión principal de una agencia de valores es ayudar al mercado a funcionar adecuadamente, a través de las regulaciones (Commission, 2003), haciendo que la negociación de valores sea más segura y efectiva para los inversionistas, mediante supervisión y orientación; como reguladores, promueven la apertura y la divulgación que atraerán a los inversores al mercado de valores y asegurarán a los que ya son miembros que sus intereses están siendo vigilados y que, en caso de cualquier irregularidad, pueden buscar asistencia y protección del gobierno.⁴

⁴ Este sería el caso de la Comisión de Bolsa y Valores o *Securities and Exchange Commission* (SEC) en Estados Unidos (equivalente a nuestra Superintendencia del Mercado de Valores) y de las agencias supervisoras creadas en Inglaterra por la Ley de Valores Financieros (*Financial Securities Act*).

Modelo de autorregulación forzada: llamado SRO (*Self Regulated Organizations* u organizaciones autorreguladas) que es el utilizado por las bolsas de valores, requiere que la organización proponga, emita y haga cumplir sus propias normas regulatorias. Este concepto se remonta a la Ley de Bolsa de Valores de 1934 en Estados Unidos. En un discurso de 1962, el entonces presidente de la SEC, William L. Cary, dijo que el concepto de autorregulación tenía nivel de estatuto debido a la Ley de 1934, y debido a esto (haciendo una comparación con la relación entre la agencia y las autoridades gubernamentales en Washington) estableció el principio de que las entidades autorreguladas estaban y debían estar sujetas a supervisión (Cary, 1962).

Como implican las palabras de Cary, toda organización autorregulada estará vinculada por ley a un mecanismo de aplicación pública (Dine, 2000) que tendrá varias ventajas, como la flexibilidad para cambiar y adaptar las reglas del comercio de acuerdo al desarrollo del mismo, entre otras (Dine, 2000).

El modelo de controles internos: los controles internos son aquellos métodos establecidos por una empresa para asegurar la integridad de la información financiera y contable, con el fin de cumplir objetivos operativos y de rentabilidad y transmitir políticas de gestión a toda la corporación (Kenton, 2024). En el tema relevante a este trabajo, el control interno serán los controles o mecanismos de gobierno corporativo interno.

A este respecto, cabe señalar que, las normas internas deben ser reforzadas por normas externas; en Panamá, por ejemplo, la Superintendencia de Bancos sí emite normas sobre los procedimientos de auditoría externa que deben realizarse en el sector bancario, y esto incluye el examen de los controles internos de los bancos, tal como lo dispone el Acuerdo No.004-2010 de 10 de agosto de 2010 de esta superintendencia. La importancia de los



controles internos es que son la primera línea de defensa contra irregularidades dentro de la corporación, dando a la gerencia la oportunidad de corregir cualquier error o práctica o conducta cuestionable respecto de aquellos controles que luego puedan ser un peligro o poner en peligro a la corporación, al tratar con los reguladores. Incluso los propios reguladores no son inmunes a la necesidad de cumplir con controles internos; un ejemplo de esto fue la auditoría realizada por la Oficina de Responsabilidad Gubernamental de Estados Unidos a los estados financieros de la SEC correspondientes a los años fiscales 2008 y 2009, que reveló graves deficiencias en los controles internos de la reguladora del mercado de valores (Katz, *New SEC Finance Chief Will Stress Internal Controls*, 2010).

La mejor solución para un regulador: un poco de todo

Hemos repasado los cuatro tipos de reguladores que existen en el mercado de valores y, entonces, surgen las preguntas. ¿Cuál sería el mejor para una agencia supervisora de valores? ¿El punitivo, el doble propósito, la orientación hacia una autorregulación o dejarlo todo en manos de controles internos?

En cuanto a la modalidad autorregulada, la experiencia en Estados Unidos con la Bolsa de Nueva York y el Nasdaq⁵ muestra que este tipo de organizaciones, bajo la tutela y supervisión de la SEC, han logrado un alto grado de confianza por parte de los inversores, tanto individuales como privados, institucionales. Estas organizaciones también ayudan a reforzar la capitalización de mercado, debido a la competencia entre ellas (de hecho, Nasdaq años atrás participó en una adquisición hostil de NYSE Euronext) (Bazilian, 2005). Las

⁵ NASDAQ o Nasdaq es la abreviatura de *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. Es la segunda bolsa de valores electrónica automatizada más grande de Estados Unidos, después de la Bolsa de Nueva York.



organizaciones autorreguladas son quienes prácticamente dirigen los mercados de valores primarios y secundarios de todo el mundo. Pero son entidades privadas a las que se les ha delegado el poder de monitorear estos mercados; no son parte del gobierno y, por lo tanto, solo pueden hacer cumplir reglas internas que deben ser aprobadas por el gobierno; en caso de irregularidades y reparación, sus miembros tienen que acudir a los tribunales o presentar una solicitud ante la agencia reguladora gubernamental⁶. En Panamá, la Bolsa Latinoamericana de Valores (Latinex) ha regulado con buena trayectoria el pequeño mercado de valores existente, estableciendo estrechas relaciones con la Superintendencia del Mercado de Valores, aunque en ocasiones, chocando con ellas, como ocurrió con el polémico desarrollo de Principios de Gobierno Corporativo para las sociedades inscritas en la Superintendencia⁷.

Pareciera que el “modelo a seguir”, para un regulador efectivo, sería una combinación de los dos primeros. Por supuesto, un “regulador desdentado” nunca podría ser garantía de un seguimiento y supervisión exitosos del mercado de valores. Como hemos mencionado antes, el castigo excesivo ha sido visto como una forma de no disuadir las malas acciones o los delitos financieros, pero tienta a los gerentes y funcionarios corporativos a disfrazar errores, errores e incluso pequeños pecadillos con libros y estados financieros engañosos y alegres

⁶ Ese fue el caso en 2003 con la NYSE y Nasdaq después de las reformas introducidas por la Ley Sarbanes - Oxley de 2002. Ver Approval of the NASDAQ Corporate Governance Rule Proposals by the Securities and Exchange Commission, Kramer Levin Corporate Department Bulletin, Noviembre 2003, <https://www.kramerlevin.com/a/web/1410/CorporateupdateNovember2003.pdf>

⁷ En el año 2003 la Bolsa de Valores de Panamá (antecesora de Latinex) combatió vigorosamente al intento de la entonces Comisión Nacional de Valores o CNV (hoy SMV) de emitir un Acuerdo que regulase los principios de gobierno corporativo en las sociedades inscritas con el regulador, oponiéndose a los esfuerzos de la CNV por hacer obligatorios esos principios (como sí lo son en el sector bancario de Panamá). Ver Edith Castillo Duarte: “Gobierno Corporativo genera controversia”, La Prensa, Octubre 29, 2003: <https://www.kramerlevin.com/a/web/1410/CorporateupdateNovember2003.pdf>



"preparados", para engañar no solo a los inversores, sino también para mantener alejados a los reguladores; pero este castigo es una disuasión necesaria porque, sin represalias por parte de las autoridades, los inversores quedarán indefensos sin ninguna posibilidad de reparación por los daños y perjuicios causados por las transgresiones a las leyes del mercado de valores por parte de emisores e intermediarios.

Características y principios de un regulador.

Los principios de IOSCO que hemos mencionado anteriormente, nos dan tres preceptos para un modelo sobre la aplicación de las regulaciones, a saber:

-Principio 8: El regulador debe tener amplias facultades de inspección, investigación y vigilancia.

-Principio 9: El regulador debe tener amplios poderes de aplicación.

-Principio 10: El sistema regulatorio debe garantizar un uso eficaz y creíble de la inspección, la investigación y la vigilancia.

Siguiendo con estos principios de IOSCO enunciados anteriormente, La Porta, López de Silanés y Shleifel han señalado que la ejecución pública reúne cinco características o atributos para ser considerado un “supervisor”: la autonomía respecto del Ejecutivo y la especialización del área, el alcance de regulación ejercida por los agentes supervisores, los poderes de investigación conferidos a los organismos supervisores, el uso de sanciones no penales por transgresiones de las leyes de valores y las sanciones penales por violaciones de las leyes de valores (La Porta, 2006). Para los propósitos de este artículo, examinemos los tres primeros, tomando como ejemplos las reglas relevantes de Estados Unidos, Colombia y Panamá.

Autonomía del Ejecutivo y especialización de áreas

Los autores se refieren con este término a la independencia administrativa que debe gozar cada entidad gubernamental autónoma para no experimentar interferencias indebidas del Poder Ejecutivo y/o emisores poderosos. Esta independencia administrativa se reflejará en tres ámbitos: el sistema de nombramiento diseñado por ley para la designación de la persona o personas que encabezarán el organismo supervisor; la capacidad del supervisor para nombrar y despedir a su personal clave basándose en un proceso administrativo que cumpla con el principio del debido proceso sin ninguna influencia o presión externa; y la especialización en el área correspondiente, en este caso los valores.

En Colombia, la Superintendencia Financiera de Colombia, que es el ente supervisor del mercado de valores, es una entidad autónoma, pero está adscrita al Ministerio de Finanzas y Crédito Público (Ministerio de Finanzas y Crédito Público). En Panamá, en cambio, la Superintendencia del Mercado es una entidad totalmente autónoma, y su Superintendente y la Junta Directiva de la entidad son designados por el Presidente, siendo confirmados en sus respectivos cargos por la Asamblea Legislativa⁸.

Ámbito de regulación

Esta característica surge de la primera. ¿La independencia de la autoridad supervisora significa que el alcance de las regulaciones comprende áreas que serían de su competencia exclusiva o que tiene que obtener su autoridad para emitir regulaciones de una autoridad matriz (es decir, un ministerio)? Al respecto, observamos que tanto la Comisión de Bolsa y Valores como la Superintendencia Financiera y la Superintendencia del Mercado de Valores

⁸ Artículos 5 y 12 del Decreto Ley No.1 de 1999 (Ley de Valores).

no necesitan solicitar autorización ni permiso a ningún otro ministerio o secretaría para regular las ofertas primarias o regular las reglas que rigen las bolsas de valores; las propias leyes les otorgan dichas facultades, debido a las características regulatorias/supervisoras de estas agencias y al nivel de especialización en el campo de valores.

Los poderes de investigación

Cada vez que hay una posible violación de las leyes de valores, el regulador debe poder recopilar toda la información posible de las partes presuntamente involucradas. Para ello, el organismo supervisor debe estar facultado por ley para llevar a cabo las indagaciones necesarias, mediante métodos de investigación que incluyan la autoridad de emitir citaciones (una orden emitida bajo la autoridad de un tribunal para obligar a la comparecencia de un testigo en un procedimiento judicial) y cuya desobediencia acarrea el cargo de desacato al tribunal) (Gifis, 2003). La eficacia del esquema regulatorio depende de la naturaleza y alcance de las herramientas de aplicación (Fishman, 1991).

En Colombia, la Superintendencia Financiera ha sido facultada por el Decreto 2555 del 15 de julio de 2010 (reglamento sobre valores) para ejercer las facultades de control y vigilancia, supervisión, prevención y sanción. Entre las facultades de control y vigilancia tenemos las siguientes: adelantar consultas y obtener los datos probatorios que requiera de personas, instituciones o empresas ajenas al sector financiero; interrogar bajo juramento y con observancia de las formalidades previstas para esta clase de prueba en el procedimiento judicial, a cualquier persona cuyo testimonio sea útil para el esclarecimiento de los hechos, durante el desarrollo de sus funciones de inspección e investigación.

En Panamá, el Decreto Ley No.1 de 1999 faculta a la Superintendencia del Mercado de Valores a investigar cuando sus funcionarios consideren que ha habido posibles violaciones



a las leyes de valores⁹. Al respecto, la ley establece que podrán obtener de todos aquellos que estén sujetos a la supervisión de la superintendencia toda la información (documental o mediante declaraciones) necesaria para las consultas; si una de dichas personas o empresas se opone o no entrega la información requerida o se niega a realizar declaraciones y declaraciones solicitadas, los funcionarios de la superintendencia tienen la facultad de obligar a dichas personas, naturales o jurídicas, a cumplir íntegramente con sus solicitudes; si la información no ha sido proporcionada o si se ha hecho de manera incompleta o incluso evasiva, la superintendencia podrá solicitar a los tribunales de justicia que ordenen a estas personas comparecer ante la Comisión y cumplir íntegramente la orden; a diferencia de la Comisión de Bolsa y Valores (Weaver, 2009), la superintendencia tiene la facultad de citar y debe solicitar a los tribunales dicha orden para poder emprender la investigación. Si la persona citada aún se niega a cumplir, será declarada culpable de desacato y podrá enfrentar cargos penales. Sin embargo, este panorama ha sido cuestionado por estudios realizados por el Fondo Monetario Internacional en el 2004 (Internacional, 2004), el Banco Mundial en 2009 (Mundial, 2009), y el Global Corporate Governance Forum y la Red de Institutos de Gobierno Corporativo de Latinoamérica en 2011 (Latinoamérica, 2011). Sintetizando los resultados de estos tres estudios de acuerdo con el de 2004, la opinión concurrente, basada en casos y decisiones judiciales, era que se debía modificar las leyes de valores para evitar más decisiones adversas dictadas por la Corte Suprema de Justicia contra actuaciones administrativas hechas en base a regulaciones de la Superintendencia; y también con el objeto de reforzar la autoridad y competencia del regulador no solo en áreas relativas a gobierno

⁹ Artículo 262 y siguientes del Decreto Ley No.1 de 1999.



corporativo sino también poder facultar a la superintendencia para investigar a los auditores externos y a los miembros del directorio de las empresas por incumplimiento de las leyes y regulaciones del mercado de valores.

Los procesos de intervención, reorganización y liquidación forzosa

En la última década y media se han dado varios procesos de intervención, reorganización y liquidación forzosa de casas de valores en la República de Panamá. Estas medidas administrativas fueron tomadas por la Superintendencia del Mercado de Valores después de haberse iniciado los procesos administrativos de inspección, los cuales desembocaron en las medidas mencionadas. Dentro de esta discusión encontramos un tema muy importante: los poderes de regulación de una entidad supervisora.

Dentro de un Estado, todos los mercados económicos son supervisados y regulados por una entidad estatal, con el fin de salvaguardar la integridad de dicho mercado, al igual que proteger los derechos de los ciudadanos dentro este mercado. En este sentido, tenemos que, por ejemplo, la actividad bancaria es supervisada por la Superintendencia de Bancos; el ramo de seguros por la Superintendencia de Seguros y Reaseguros; las cooperativas por el Ipaccop; el mercado bursátil por la Superintendencia del Mercado de Valores.

En el caso que nos ocupa, la Superintendencia del Mercado de Valores, en virtud del Decreto Ley No.1 de 1999 y de la Ley No.67 de 2011, es la entidad especializada y encargada de supervisar el mercado bursátil en la República de Panamá, y tiene como fin propiciar y coadyuvar a la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado de valores, garantizando la transparencia de este, estableciendo reglas para la protección de los derechos de los inversionistas.

La superintendencia es parte de una organización internacional llamada Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO por sus siglas en inglés), la cual agrupa a los reguladores de valores del mundo y los mercados de futuros bursátiles. Como mencionamos anteriormente, la IOSCO se rige por un cuerpo de principios, entre los cuales destacamos el No.1, 2 y 3, referentes a los reguladores:

1. Las responsabilidades del ente regulador deben ser clara y objetivamente definidas por ley.
2. El ente regulador debe ser operacionalmente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
3. El ente regulador debe tener por ley los poderes y recursos necesarios, la capacidad de ejercer sus funciones y hacer uso de sus poderes.

Estos principios, especialmente, el número 3, a nuestro parecer, fueron plasmados debidamente, en el Decreto Ley No.1 de 1999 aunque, con las modificaciones que se le hicieran mediante la Ley No.67 de 2011, se diluyeron un poco estos poderes otorgados a la SMV para realizar sus fines de supervisión.

De esta manera, el ente regulador del mercado bursátil siempre ha tenido, dentro de los límites que le impone las leyes, plenas facultades para investigar y recabar información tanto de personas naturales o jurídicas; y con base en dichas pesquisas, tomar todas las decisiones y actuaciones necesarias para hacer cumplir las leyes y las regulaciones que gobiernan el mercado de valores en Panamá.

Sin embargo, desde la época de su antecesora, la Comisión Nacional de Valores (CNV), la superintendencia ha visto estos poderes y facultades supervisoras y de regulación ser objeto

de acciones judiciales ante la Corte Suprema de Justicia, con el fin de suspender o anular las actuaciones administrativas realizadas por la superintendencia dentro de investigaciones llevadas a cabo sobre empresas reguladas por esta entidad.

En un informe sobre el mercado de valores de Panamá hecho por el Fondo Monetario Internacional en el 2006, una de las conclusiones que hiciera dicho estudio estimó que, para reforzar la autoridad reguladora de la comisión, se debía, mediante nuevas leyes, no solamente delinear más claramente los poderes de investigación y supervisión del ente regulador, sino que se hiciera de tal forma que dichos poderes regulatorios no fuesen fácilmente anulados mediante decisiones judiciales. Creemos que aún se está a tiempo para ello, para beneficio del mercado de valores de Panamá y de los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros.

En la primera parte de este artículo, nos referimos a los poderes otorgados por la ley a las entidades reguladoras, poderes que convierten a la Superintendencia del Mercado de Valores en la entidad supervisora y reguladora del mercado de valores en Panamá. También acotamos, en esa ocasión, que estos poderes han sido cuestionados ante la Corte Suprema de Justicia y cabe, entonces preguntarse: ¿Debe la Corte Suprema pronunciarse sobre estos temas o debe dejarlos en manos del ente regulador?

Las modernas teorías sobre gobierno preconizan la autonomía administrativa y la independencia de las entidades supervisoras, decantándose por la descentralización de los poderes del Estado, a través de entidades especializadas, las cuales tendrán la tarea de administrar, supervisar y regular, además de los servicios públicos, distintos temas y sectores, tales como la banca, seguros, valores y otros. Esta autonomía también involucra una

independencia basada en la especialización del área de regulación a cargo de la entidad estatal.

En la primera parte mencionamos el principio No.3 de la IOSCO, mediante el cual se tiene que el ente regulador de un mercado de valores debe tener, por ley, los poderes y recursos necesarios, la capacidad de ejercer sus funciones y hacer uso de dichos poderes para la consecución de sus fines. En el caso que nos ocupa, es decir, la Superintendencia del Mercado de Valores, se trata de garantizar la seguridad jurídica y la transparencia del mercado de valores de Panamá, con especial énfasis en la protección de los derechos de los inversionistas.

Pero, si las normas jurídicas han sido redactadas o modificadas en el transcurso del tiempo, de forma tal que estos poderes no están lo suficientemente delimitados y reforzados desde el punto de vista legal, estas normas serán recurridas y enfrentadas ante los tribunales de justicia. Sin embargo, los tribunales de justicia también pueden afirmar la autonomía administrativa y la independencia de las entidades supervisoras; existen dos ejemplos de ello, uno proveniente de los Estados Unidos y otro de nuestra vecina Colombia.¹⁰

En el caso del fallo constitucional colombiano, la Sala Plena estableció que hay una "imprescindible necesidad que las funciones de inspección, vigilancia y control sean ejercidas preferentemente por organismos técnicos especializados". En este sentido, ¿cuál

¹⁰ En el fallo *American Power & Light Co. v. SEC*, 329 U. S. 90 (1946), el magistrado de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, Félix Frankfurter, confirmó el principio de legalidad administrativa de las actuaciones de la Comisión de Bolsa y Valores, estableciendo que, siendo la agencia gubernamental la encargada por ley de aplicar las normas en materia bursátil, tenía todas las facultades para emitir y hacer cumplir las regulaciones administrativas necesarias para lograr los fines de la ley y la institución.

En el caso de Colombia, la Sala Plena de la Corte Constitucional, mediante Sentencia C-205 de 2005, reafirmó los principios de delegación y desconcentración de las funciones del Órgano Ejecutivo en las superintendencias, considerando a la descentralización, la desconcentración y la delegación como herramientas administrativas necesarias para ejecutar las funciones asignadas por la Constitución al Ejecutivo.

ha sido la filosofía legal y doctrinal en el caso en Panamá? ¿Ha sido la Corte Suprema de Justicia garante de estos principios administrativos en materia del mercado de valores? Basándonos en dos casos muy conocidos de comienzos de la primera década del 2000, la respuesta ha sido no.

En el primero de ellos, la Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, en un fallo de 28 de octubre de 2004, declaró ilegal la multa impuesta a uno de los directivos de una de las empresas del Grupo Adelag por la entonces Comisión Nacional de Valores, a través de la Resolución CNV No. 244-01 de 28 de junio de 2001, por la presentación de estados financieros que la Comisión consideró que contenían información falsa. A pesar de que la Procuraduría de la Administración consideró la actuación de la Comisión "ajustada a derecho", la Corte decretó ilegal la multa.

En su salvamento de voto, el entonces magistrado, Adán Arnulfo Arjona, considerando la actuación del directivo de Adelag como "falta tan grave y trascendente", expresó que si la autoridad encargada de vigilar y regular el funcionamiento del mercado de valores no podía reprimir severamente las fallas de las personas reguladas, entonces el fallo debilitaba la autoridad de la comisión, minando y erosionando la confianza de los inversionistas en nuestro mercado bursátil. Debemos acotar que entidades como la Asociación de Bancos de Panamá se hicieron eco públicamente de los pronunciamientos del magistrado Arjona.

En el segundo caso, la comisión, luego de una formal denuncia presentada ante esta institución por uno de los accionistas del diario La Prensa, se encontraba en el proceso de investigación formal de las solicitudes de voto para la asamblea general de accionistas que estaban siendo recabadas por otros accionistas, con el fin de obtener estos poderes de votación para la asamblea general del 2001. De acuerdo con el accionista denunciante, estos



accionistas no estaban siguiendo los lineamientos establecidos por la Comisión, a través del Acuerdo No.16-2000.

A mitad de los procedimientos comenzados por la Comisión, el Acuerdo No.16-2000 fue objeto de una demanda de inconstitucionalidad ante la Corte Suprema de Justicia. Eminentes constitucionalistas como el Dr. César A. Quintero (q.e.p.d.) y el Dr. Jorge Fábrega Ponce (q.e.p.d.) intervinieron a favor de la comisión, defendiendo la autonomía administrativa de la entidad reguladora. Pero el Pleno falló a favor de los que interpusieron el recurso y se declaró la inconstitucionalidad del Acuerdo No.16-2000. Este fallo fue criticado por erosionar los poderes de investigación y sanción de la comisión.

Luego de estos casos, y, después de la reorganización realizada en el 2011, la Superintendencia del Mercado de Valores continuó con su labor de supervisión y, a pesar de que las reformas diluyeron en algo los poderes de investigación que poseía antes la Comisión, ello no se tradujo en pasividad por parte del regulador bursátil. Todo lo contrario: la Superintendencia del Mercado de Valores ha logrado llevar a cabo procesos de intervención, reorganización y liquidación forzosa de acuerdo con lo estipulado en el Decreto Ley No.1 de 1999¹¹ y el Acuerdo respectivo que regula esta medida (Acuerdo No.1-2016 de 13 de enero de 2016).

El Decreto Ley No.1 de 1999 contiene un apartado, mediante el cual se define las causales para decretar la intervención, reorganización o liquidación forzosa¹² de un sujeto regulado, específicamente, las casas de valores que no sean bancos, las bolsas de valores, las bolsas,

¹¹ Capítulo V del Título XIII del Decreto No.1 de 1999

¹² La Ley de Valores permite la liquidación voluntaria, solicitada por el sujeto regulado (ej. una casa de valores) – ver artículos 280 a 283 del Decreto Ley No.1 de 1999.

las centrales de valores, las sociedades de inversión, y los administradores de sociedades de inversión. En ese sentido, la SMV actúa, tal como rezan muchos de los considerandos de sus resoluciones ordenando estas medidas, con el fin de “garantizar la debida protección de los derechos de los inversionistas, así como del mercado de valores...” y también garantizando los derechos de los acreedores que pueda tener el sujeto obligado al momento de que la medida administrativa sea decretada por la superintendencia.

Previo a ordenar que se lleve a cabo cualquiera de estas medidas, la superintendencia realizará inspecciones especiales que derivarán de las inspecciones regulares *in situ* y *extra situ* que ya están contempladas en la Ley de Valores y en los respectivos Acuerdos de la superintendencia. Estas inspecciones especiales tienen como objetivo verificar hallazgos realizados en las visitas regulares o en inconsistencias halladas en la documentación que debe ser enviada con determinada regularidad a la Superintendencia (reportes, estados financieros, declaraciones juradas, etc.). Luego de que los resultados son analizados y discutidos por los funcionarios de la superintendencia, se decidirá si, de acuerdo con la gravedad de los hallazgos, la entidad deberá ordenar la reorganización del sujeto regulado. A este efecto, se designa a un reorganizador (por lo general, un profesional versado en el mercado de valores, pero también puede ser un auditor/contador público autorizado, un abogado, un financista o similares), quien llevará a cabo este procedimiento de acuerdo con lo estipulado en la Ley de Valores.

En caso de que el sujeto regulado haya incumplido con el plan de reorganización propuesto por la superintendencia, o en ausencia de una reorganización, la gravedad de los hallazgos es evidente, entonces se procede a decretar la intervención según lo dispuesto en el capítulo V del Título XIII del Decreto Ley No.1 de 1999, el cual establece que la SMV podrá intervenir



un sujeto regulado y tomar posesión de sus bienes y asumir su administración en los términos que la superintendencia determine, ya sea que su capital pagado neto ha sufrido menoscabo al punto de que no cumple con los requisitos de capital o de liquidez establecidos por la superintendencia; si está llevando a cabo sus operaciones de modo ilegal, negligente o fraudulenta; si no puede continuar con sus operaciones sin que corran peligro los activos financieros de los inversionistas; si se encuentra en estado de suspensión de pagos; si después de ser requerido debidamente, el sujeto regulado se niega a exhibir los registros contables de sus operaciones u obstaculiza de algún modo su inspección por la superintendencia; si su activo no es suficiente para satisfacer íntegramente su pasivo.

El procedimiento de intervención (e igualmente el de reorganización) tiene una duración de treinta días, el cual puede ser prorrogado indefinidamente hasta que el interventor eleva un informe final a la superintendencia con sus recomendaciones: devolver el control de la entidad supervisada a sus dueños, o decretar la liquidación forzosa de la misma. La Junta Directiva de la Superintendencia dará o no su aprobación a la recomendación del interventor, y, en caso afirmativo, el proceso de liquidación forzosa comenzará con la designación de un liquidador (el cual usualmente suele ser quien estaba ejerciendo el cargo de interventor) y todos procedimientos decisiones y acciones tomadas por el liquidador serán realizadas conforme a lo dispuesto en la Ley de Valores¹³ y al Acuerdo No.1-2016.

En este sentido, y como ya se había mencionado, la superintendencia ha llevado a cabo varias intervenciones y otras tantas liquidaciones forzosas en los años posteriores a la

¹³ Artículos 302 al 322 del Decreto Ley No.1 de 1999.

reorganización de la superintendencia (y otras tantas en curso); entre ellas, destaca el caso de la liquidación forzosa de la casa de valores Panama Wall Street (PWS) de 2016, el cual ha quedado como una reivindicación del poder regulatorio y supervisor de la Superintendencia del Mercado de Valores ~~en~~ respecto al mercado de valores panameño.¹⁴

Conclusión

El regulador del mercado de valores de un país, esté o no plenamente desarrollado, tiene como misión principal supervisar dicho mercado y sus integrantes, actuando como salvaguarda de las leyes y reglamentos de valores y como garante de que dichas reglas serán acatadas por todas las partes involucradas, reforzando la protección otorgada por las leyes comerciales y civiles a los inversores; su objetivo final debe ser garantizar que el mercado de valores siga siendo una fuente de financiación segura y regulada para las corporaciones y también para el Gobierno. Pero estos elevados objetivos solo serán posibles en la medida en que las funciones y herramientas de las agencias reguladoras hagan cumplir las regulaciones sobre valores que estén claramente delineadas por ley, dándoles, a las agencias, plena autonomía libre de interferencias políticas y una base legal sólida para no tener sus decisiones y acciones constantemente impugnadas o revocadas por los tribunales de justicia.

En virtud de lo expresado en el laudo arbitral del caso Panama Wall Street, el cual, tal vez, algún día, será sujeto a análisis y discusión por parte de los medios y de los profesionales del

¹⁴ Este caso se convirtió, posteriormente a la orden de liquidación forzosa dictada por la Superintendencia, en un proceso arbitral en el año 2017, el cual fue interpuesto por el dueño de PWS contra el Estado panameño basándose en el Convenio para la Promoción y Protección Recíproca de las Inversiones entre Panamá y los Países Bajos; pero mediante un laudo arbitral de 3 de junio de 2024, los árbitros del el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) desestimaron la demanda del dueño de dicha casa de valores.



mercado de valores nacionales y foráneos, es nuestra opinión que las actuales normas que regulan a la Superintendencia del Mercado de Valores deben seguir siendo revisadas, con el fin de proporcionarle el debido refuerzo legal a la Superintendencia del Mercado de Valores para que sea una eficaz entidad supervisora del mercado bursátil y protectora de los derechos de los inversionistas.

Referencia bibliográfica

Bazilian, E. (5 de Mayo de 2005). *Adweek*.

<http://www.adweek.com/news/technology/linkedin-issue-ipo-nyse-131363>

Black, B. S. (2001). *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities*

Markets. UCLA Law Review , 48, 781-855.

Cary, W. L. (1962). Self-regulation in the Securities Industry. En U. S. Commission (Ed.),

U.S. Securities and Exchange Commission. Hollywood Beach, Florida. Obtenido de

<http://www.sec.gov/news/speech/1962/112862cary.pdf>

Choi, S. J. (2008). *Securities and Regulations: Case Analysis*. New York City: Thomson

West.

Commission, U. S. (4 de Noviembre de 2003). *U.S. Securities and Exchange Commission*.

<https://www.sec.gov/news/press/2003-150.htm>

Commissions, I. O. (Mayo de 2003). *International Organization of Securities Commissions*.

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>



Dine, J. (2000). *The Governance of Corporate Groups*. Cambridge: Cambridge University Press.

Fishman, J. J. (1991). *Enforcement of Securities Laws Violations in the United Kingdom*. Pace Law Faculty, New York City. <http://digitalcommons.pace.edu/lawfaculty/109>

Gifis, S. H. (2003). *Law Dictionary* (5a Edición ed.). Barron's.

Internacional, F. M. (Junio de 2004). *Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá*. https://supervalores.gob.pa/wp-content/uploads/2021/03/inf_Int_rosc_cg_pan_esp.pdf

Johnson, C. (3 de Junio de 2005). President Names Cox as New SEC Chair. *Washington Post*. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2005/06/02/AR2005060200641.html>

Johnson, S. (2000). Coase and the Reform of Securities Market. *Building an Infrastructure for Financial Stability . Conference Series 44*, págs. 1-18. Boston: Federal Reserve Bank of Boston. https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/conference/44/cf44_15.pdf

Katz, D. M. (24 de Mayo de 2010). *CFO.com*. <https://www.cfo.com/news/new-sec-finance-chief-will-stress-internal-controls/669286/>

Kenton, W. (14 de Junio de 2024). *Investopedia*. <http://www.investopedia.com/terms/i/internalcontrols.asp>



La Porta, R. L.-d.-S. (2006). What Works in Securities Laws? *The Journal of Finance*(61),

1-32. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2006.00828.x>

Latinoamérica, G. C. (2011). *Instituto de Gobierno Corporativo Panamá (IGCP)*. (C. F.

(IFC), Ed.). [https://igc-panama.org/wp-content/uploads/2023/09/Gobierno-](https://igc-panama.org/wp-content/uploads/2023/09/Gobierno-Corporativo-en-Latinoamerica-2010-2011.pdf)

[Corporativo-en-Latinoamerica-2010-2011.pdf](https://igc-panama.org/wp-content/uploads/2023/09/Gobierno-Corporativo-en-Latinoamerica-2010-2011.pdf)

Mundial, B. (Abril de 2009). *Banco Mundial*.

<https://documents1.worldbank.org/curated/en/934101468067133336/pdf/625980WP>

[00SPAN00Box0361486B0PUBLIC0.pdf](https://documents1.worldbank.org/curated/en/934101468067133336/pdf/625980WP00SPAN00Box0361486B0PUBLIC0.pdf)

Roberts, Y. (7 de Noviembre de 2004). *Let whistle-blowers blow whistles*.

<http://www.guardian.co.uk/politics/2004/nov/07/freedomofinformation.uk>

Weaver, E. H. (11 de Agosto de 2009). *The Lebrecht Group*. (T. L. Publications, Ed.)

[http://www.thelebrechtgroup.com/index.php/publications/tlg-publications/134-the-](http://www.thelebrechtgroup.com/index.php/publications/tlg-publications/134-the-sec-expands-its-subpoena-power)

[sec-expands-its-subpoena-power](http://www.thelebrechtgroup.com/index.php/publications/tlg-publications/134-the-sec-expands-its-subpoena-power)