

La supervisión de los Grupos Económicos en el nuevo Régimen de Valores.

Ana Isabel Díaz de Barragán
Directora Nacional de Registro
de Valores
Comisión Nacional de Valores

I. A manera de introducción.

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

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

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

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

II. Los Estándares Internacionales.

Las diferentes autoridades de supervisión de mercados de valores en el mundo, llámense Comisiones o Superintendencias de Valores, cuentan con un Organismo Internacional llamado ORGANIZACION INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES (o IOSCO por sus siglas en inglés), que funge principalmente como foro de discusión, capacitación, estudio y recopilación de importante información en lo que a Supervisión y Regulación de Mercados de Valores se refiere.

El tema de la supervisión de conglomerados económicos en materia de valores, ha sido abordado por IOSCO en algunos documentos de la pasada década ¹ y más recientemente en un documento expedido en conjunto con el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés), fechado febrero de 1999. El Documento se titula **Supervisión de Conglomerados Financieros** y considero que es de un gran valor para todos los reguladores del área, pues proporciona fundamentos, técnicas y recomendaciones para la adecuada supervisión de grupos económicos, poniendo el acento en un presupuesto esencial para la misma: **la fluida y armónica cooperación e intercambio de información entre los diferentes reguladores del Sector Financiero**. En nuestro país, la cooperación interinstitucional entre los Reguladores es aún muy tímida, pero hay esperanza: a raíz de sonados casos que han brindado abundante material periodístico ha surgido una iniciativa para cimentar las bases de una futura y mejor labor conjunta de los Supervisores, que en muchas ocasiones, comparten a sus regulados.

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

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

- a. Detectar y regular situaciones de doble o múltiple mando o dirección, en las que el mismo capital es usado simultáneamente como un amortiguador para evitar riesgo en dos o más entidades;
- b. Detectar y regular situaciones en que una empresa madre emite deuda y distribuye en cascada los fondos obtenidos en forma de capital, lo que puede resultar en apalancamiento excesivo;
- c. Incluir mecanismos para detectar y regular los efectos de doble, múltiple o excesiva dirección a través de compañías tenedoras intermedias (*intermediate holding companies*) no sujetas a regulación especial, con participación en afiliadas del sector financiero.
- d. Incluir mecanismos para afrontar los riesgos que toman entidades no reguladas dentro de conglomerados financieros que llevan a cabo actividades similares a las de las entidades reguladas con fines de solvencia (v.gr., *leasing, factoring, reaseguradoras*).

¹ Al respecto, puede consultarse la página internet de la organización: www.iosco.org.

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

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

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

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

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

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

1. Asegurarse de que las entidades reguladas dentro de un conglomerado financiero sean prudente y adecuadamente operadas, para lo cual deben aplicarse pruebas de calificación y capacidad a administradores y directores de otras entidades dentro del conglomerado, si ejercen influencia significativa en las operaciones de las entidades reguladas.
2. Los accionistas cuyas tenencias sean de importancia o ejerzan control sobre las entidades reguladas en un conglomerado, deben satisfacer las calificaciones y parámetros que establezca el supervisor.

3. Verificación de la calificación y adecuación de los individuos antes mencionados deben ser aplicados durante la etapa de autorización y subsecuentemente, en el evento de que ocurran eventos específicos.
4. Las expectativas del supervisor son que las propias entidades tome las medidas necesarias para garantizar que estos estándares de calificación, probidad y adecuación sean satisfechas.
5. Cuando un administrador o director que se presume ejerce una influencia significativa en las operaciones de una entidad regulada es o ha sido el director o administrador de otra entidad regulada dentro del conglomerado, el supervisor deberá procurar consultar al supervisor de la otra entidad regulada, como parte de su proceso de evaluación.
6. Cuando un director o administrador que se presume ejerce una influencia significativa en las operaciones de una entidad regulada es o ha sido director o administrador de otra entidad no regulada dentro del conglomerado, el supervisor procurará consultar con otros supervisores de entidades reguladores que tengan vínculos con la entidad no regulada, como parte de su proceso de evaluación.
7. Los supervisores deberán entablar comunicación con los supervisores de otras entidades reguladas dentro del conglomerado cuando hayan indicios de que sus administradores o accionistas controlantes no satisfagan los parámetros de calificación, probidad, adecuación u otros.

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

El intercambio de información puede surtirse bajo diferentes circunstancias:

1. **La Creación de un nuevo conglomerado.** Usualmente, es un evento identificable, que se genera por una fusión, adquisición o el desarrollo de un nuevo negocio, y puede ser el que detone la iniciativa del supervisor o los supervisores de entidades dentro del grupo. Sin embargo, los grupos también se expanden y evolucionan tomando gradualmente las características de un conglomerado financiero.
2. **La autorización de una nueva actividad o el inicio de actividades en otra jurisdicción.** Surgen diferentes enfoques cuando un conglomerado financiero se propone establecer presencia en otra jurisdicción. En algunos casos, el trámite de autorización legal se surtirá ante el otro supervisor, para la nueva entidad. En otros casos, el consentimiento previo del supervisor primario es parte integral del procedimiento de autorización, como por ejemplo, en las Recomendaciones del Comité de Basilea. En otros casos, una simple notificación, sin autorización formal, será suficiente.
3. **Desarrollo o eventos en el conglomerado.** La naturaleza dinámica de los conglomerados financieros requieren que los supervisores se mantengan informados sobre eventos y desarrollos, tales como la toma de control de nuevos negocios o la

- reestructuración de control. Estos cambios deben ser evaluados para determinar su impacto en la estructura del conglomerado.
4. **Supervisión continua.** Requerida en las labores habituales del supervisor y que puede ser más efectiva si se revisan los objetivos y enfoques de todos los supervisores involucrados.
 5. **Identificando y abordando preocupaciones del supervisor.** El objetivo clave es identificar los problemas emergentes que puedan afectar a los regulados y tomar medidas tempranas para que la administración actúe en consecuencia. Esto comienza con un buen entendimiento de las actividades del regulado.

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

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

III. La nueva legislación de Valores en Panamá.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Develación en la etapa del Registro.

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

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

Develación en las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Como parte de las modificaciones que la Comisión Nacional de Valores propondrá sobre el texto del Acuerdo No. 4-2000 de 16 de mayo del 2000,² por el cual se regula el proceso de notificación de Ofertas Públicas de Compra de Acciones (mejor conocida como OPA), el oferente se encontrará obligado a describir la estructura del grupo al cual pertenece y su posición dentro del mismo.

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

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

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

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

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

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

² REVISIÓN, enero 2002: Mediante Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001 se subrogó íntegramente el Acuerdo No. 4-2000.

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

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

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

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

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

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

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

Conclusión.

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

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

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

Panamá, 15 de enero de 2001.