

**COMISION NACIONAL DE VALORES  
DIRECCION JURIDICA  
MEMORANDO DJ-004-2011**

Para: Celia Ana Bravo  
Directora de Administración

De: Marelissa Quintero de Stanziola  
Directora Jurídica

Alejandro Abood Alfaro  
Comisionado Presidente

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES  
DIRECCIÓN NACIONAL DE ADMINISTRACIÓN

Recibido por: Marelissa

Fecha: 19/01/2011

Asunto: Informe de Viaje – Reunión del Consejo de Reguladores de Valores de las Américas (COSRA/IARC) y de la Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo organizada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) - Río de Janeiro del 19 al 22 de octubre de 2010.

Fecha: 13 de enero de 2011.

El Comisionado Abood y la Lic. Stanziola participaron en representación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá en reunión de COSRA celebrada en Río de Janeiro del 19 al 22 de octubre de 2010.

Dicha participación tiene mayor relevancia, toda vez que siendo Panamá líder del grupo de trabajo sobre integración de mercados, la Lic. Marelissa Quintero de Stanziola debía presentar informe de avances dentro de este estudio. Dicha presentación se llevo a cabo el día 20 de octubre de 2010.

En la reunión de COSRA se revisaron los siguientes temas:

– **Dirección estratégica de IOSCO 2010-2015 y opciones para su financiamiento.**

- En relación a la dirección estratégica de IOSCO los presidentes de las comisiones de valores, acordaron: (1) Continuar trabajando en el MMOU, (2) La creación de un Función de Investigación (3) Intensificar el trabajo con los grupos de la FSB y el G20, (4) Intensificar el programa de evaluaciones de los principios de IOSCO.
- Con respecto al financiamiento para cada uno de estas tareas estratégicas, se tiene:

	<b>Fondos de la Secretaría General de IOSCO</b>
MMOU	
Investigación	US\$ 504,000
Evaluación principios	US\$222,000
FSB and G20	US\$201,000
Otros	US\$170,000
<b>Total</b>	<b>1,097,000</b>

Respecto de las opciones de financiamiento de la Secretaría General, se aprobó establecer una tarifa diferenciada en base al PIB de cada país y al PIB percapita. En el caso de Panamá, la cuota se mantiene en US\$12,500.

Así mismo, el Comité de Presidentes está evaluando una nueva estructura de la institución, la cual tendrá como base:

- Firmemente basada en funciones
  - El comité directivo tienen una amplia representación más que cualquier otro comité, por lo que, debe mejorar su gobernabilidad
  - Remover distinciones explícitas entre mercados desarrollados y no desarrollados
  - Proveer mejor claridad de liderazgo y la habilidad para hablar en una sola voz.
- **Noticias de los grupos de trabajo de IOSCO para la implementación de los Principios: Los nuevos Principios y la metodología para su evaluación.**  
IOSCO informó de los nuevos principios y de los esfuerzos que está realizando un grupo de trabajo para contar prontamente con una metodología que ayude a su implementación. Estos principios son:
- **Cumplimiento de los principios de IOSCO. Plan de acción de Uruguay.**  
Uruguay presentó la forma y los esfuerzos realizados para evaluar el cumplimiento de los principios de IOSCO. Esta evaluación la realizó sin asesores de IOSCO.
- **Noticias sobre los trabajos del Comité Técnico de IOSCO, el FSB y el G20.**
- (1) Las instituciones financieras de importancia sistémica (SIFIs por sus siglas en Inglés).**  
El FSB está trabajando para desarrollar un paquete de medidas para hacer frente a los problemas asociados con entidades "demasiado grandes para quebrar". Una evaluación de los problemas asociados con las SIFIs y la gama de respuestas políticas a los riesgos asociados con Sifis se presentará en la Cumbre del G-20 noviembre. Este trabajo abarca tres áreas:
- La reducción de la probabilidad y el impacto de un fracaso de una SIFI;
  - Mejorar la capacidad para llevar a cabo una resolución ordenada de una empresa en crisis,
  - Fortalecimiento de la infraestructura básica y de los mercados.
- (2) Reducir la dependencia de Calificaciones de Riesgo.**
- La FSB ha establecido recientemente un grupo de trabajo sobre la reducción de la dependencia de las calificaciones crediticias.
  - El grupo de trabajo hizo circular un proyecto de principios de alto nivel para orientar a las autoridades para reducir la dependencia de las calificaciones externas en agosto 2011
  - La IOSCO/OICV formuló observaciones a la FSB en ese proyecto.
  - La FSB reportará a los ministros de Finanzas y Gobernadores en la reunión de octubre. IOSCO pueden ser invitados por el FSB en el futuro para estudiar las nuevas medidas que podrían adoptarse para traducir estos principios en acciones políticas específicas.
- (3) Marco para fortalecer la adhesión a normas internacionales.**
- El FSB publicado el 9 de enero, un marco para fortalecer la adherencia a los estándares internacionales.
  - Las jurisdicciones miembros del FSB deben predicar con el ejemplo y someterse a revisiones periódicas por temas y de país para evaluar su adherencia a los estándares internacionales.
  - Revisiones de México, Italia y España están programadas para el 2010
  - Exámenes por temas sobre la compensación, divulgación de riesgos y las prácticas de originación de hipotecas también se realizará en 2010.

**(4) Cooperación Internacional y las normas de intercambio de información.**

- Iniciativa mundial para promover la adhesión a la cooperación internacional y las normas de intercambio de información.
- Lanzado en marzo de 2010.
- El enfoque inicial es sobre las jurisdicciones que puedan suponer un riesgo para la estabilidad financiera debido a su importancia sistémica y su adhesión débil para la cooperación internacional y las normas de intercambio de información.
- El FSB ha invitado a estas jurisdicciones para participar en un diálogo con el fin de seguir evaluando su cumplimiento e identificar maneras para mejorar.

**Revisión del Organismo que establece las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).**

- Con miras a promover la estabilidad financiera, el gobierno del organismo que fija las normas internacionales de contabilidad debe mejorarse aún más, incluso mediante la realización de una revisión de sus miembros, en particular, con el fin de garantizar la rendición de cuentas, transparencia y relación adecuada entre este organismo y la independencia de la relevancia autoridades.

**Noticias sobre los trabajos del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO (Brasil).**

Se expuso el trabajo realizado por cada uno de los grupos de trabajo dentro del Comité de Mercados Emergentes, los cuales son:

Grupo	Actividades/investigaciones	Liderado por
1.	Contabilidad y Divulgación	Uruguay/Argentina
2.	Mercados secundarios/Negociaciones de alta frecuencia - High frequency trading-HFT/Intervención de mercados/ transparencia en productos estructurados	Malasia
3.	Intermediarios /conflictos de interés /estándares prudenciales para intermediarios/ Estándares de Idoneidad para productos financieros complejos /Difusión de puntos de ventas / Manejo de riesgo de liquidez en firmas de valores (casas de bolsa	Corea/Paquistán
4	Cumplimiento y cooperación entre reguladores /uso de evidencia digital, cortes especializadas	Polonia
5	Fondos de inversión Emisiones privadas de acciones, Puntos de venta, suspensión de suscripción/redención de fondos/ETF/Principios para evaluar los portafolios de inversión, riesgos asociados con CIS.	China
EMC	Riesgos sistémico OTC derivados Programas de entrenamiento	Brasil

- **Mercado de bonos en las Américas. Estudio realizado por un grupo de trabajo dentro de IOSCO referido a Mercado de bonos corporativos**  
Alcance del estudio: Incluye bonos emitidos por corporaciones. El objeto es identificar los aspectos que contribuyen al éxito en el desarrollo de mercado de bonos. Además, el estudio pretende hacer una comparación entre marcos de referencia de mercados de bonos desarrollados y los mercados en vías de desarrollo.

Entre los beneficios de contar con un mercado de bonos, se encuentran: (1) Los mercados de bonos corporativos son recursos alternativos de financiamiento doméstico local. (2) la presencia de un mercado de capitales doméstico activo y eficiente, particularmente, de bonos corporativos, da una alternativa a las corporaciones para financiarse, en el evento de que los bancos no puedan hacerlo. (3) Un mercado corporativo doméstico de bonos, ayuda a las corporaciones a reducir sus costos de financiamiento. (4) mercado de bonos corporativos reduce riesgos de mercado asociado a maduración de los bonos y desajustes entre obligaciones de corto plazo y activos de largo plazo de las entidades (o viceversa) (5) Un mercado de bonos corporativo y eficiente amplían los mercados de capitales, al ofrecer a los ahorristas oportunidades de inversión en un rango importante de activos. (6) La existencia de un mercado de bonos corporativos funcionando adecuadamente puede conducir al establecimiento de un eficiente precio del riesgo de crédito, dado que las expectativas de los participantes en el mercado de bonos están incorporadas en el precio de los bonos. (7) El mercado de bonos corporativos mejora la estabilidad financiera al reducir el riesgo de crédito concentrado en y soportado por el sector bancario. (8) el mercado de bonos corporativos ayuda a la transparencia y al manejo de las compañías a través de motivar más transparencia, presionando a las compañías a difundir información en mercados públicos y forzarlos a un mayor entendimiento de ellos mismos, resultando en una mejor gestión y, (9) el mercado de bonos corporativos permite una distribución eficiente de los ahorros en tanto que hace coincidir prestamistas y ahorrantes.

— **El uso de las normas internacionales de reporte financiero en las Américas. Resultados de la encuesta realizada por el Grupo de Trabajo N° 1 del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO y desafíos que de ella se derivan para los países de la región.**

Los países van avanzando lentamente en la aplicación de normas internacionales de información financiera.

Falta de capacitación en el personal encargado de supervisarlas. Empresas con recursos escasos, después de la crisis para mejorar su nivel de divulgación de acuerdo a las NIIF.

— **Informe del Grupo de Trabajo sobre los resultados de la encuesta sobre Integración de Mercados.**

La Lic. Marelissa Quintero de Stanziola, Directora de Mercado de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional de Valores, expuso su informe de avances en el cual explicó los esfuerzos de integración, en la región y los avances que las diferentes iniciativas han presentado a la fecha del informe.

En Centro America, existe la iniciativa denominada Amerca, la cual esta integrada por los países de Costa Rica, Panamá y El Salvador.

En la región del Caribe existe una iniciativa de integración denominada Caribbean Exchange Network conformada por los países de Trinidad & Tobago, Barbados y Jamaica.

En Sur América, hay 3 iniciativas de integración: 1) Chile, Colombia y Perú (2) Chile y México y (3) Uruguay, Brasil, Argentina y Paraguay (estos son países parte del MERCOSUR).

En el caso de Chile, Colombia y Perú hay un acuerdo firmado por las bolsas y las depositarias y un Memorando de Entendimiento, firmado entre los reguladores de valores.

**Se acordó en la presente reunión por parte de todos los países miembros presentar informe final del grupo de trabajo sobre integración de mercados en la próxima reunión de COSRA.**

- **(IOSCO) Informe sobre programas y talleres de capacitación.** Se informó sobre los siguientes seminarios, organizados para los miembros de COSRA:

- ✓ Seminario FSI / IOSCO sobre Libro de Negociación e Infraestructura de Mercado, Madrid, 16 a 18 noviembre, 2010
- ✓ 3er Seminario de Formación SROCC sobre "Implementación de Principios de IOSCO: Emisores, Instituciones de Inversión Colectiva", Río de Janeiro, Brasil, 30 noviembre-2 diciembre, 2010

- **Cambios recientes en regulaciones propuestas y/o aprobadas en los países miembros de COSRA.**

Informe de Panamá:

- ✓ Se realizó una reestructuración interna administrativa dentro de la Comisión, el propósito principal de esta reestructuración es fortalecer el área de supervisión creando una Dirección de Supervisión, tarea de la cual se encargaba antes la Dirección de Mercados de Valores e Intermediarios conjuntamente con otras funciones de autorizaciones de licencias.  
La Dirección de Registro, se denomina Dirección de Registro y Autorizaciones, quien se encargada tanto de los registros de valores y las autorizaciones de licencias.
- ✓ Por otro lado se está trabajando en la Reforma de la Ley de Valores, la cual se remitirá a la Asamblea a inicio de año.

Principalmente la reforma es para cambiar la estructura de la Comisión para crear una Superintendencia, sería un superintendente con una Junta Directiva en vez de tres comisionados.

En dicha reforma además los panameños están tratando de incorporar los aspectos necesarios para ser firmantes del Anexo A del MMOU de IOSCO, aunque ellos expresan que será un poco difícil llegar a cumplir todo.

- ✓ También se está aprovechando para modificar aspectos técnicos desactualizados.

La Mesa Redonda Latinoamericana sobre Gobierno Corporativo organizada por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), IFC/Banco Mundial y con el apoyo del Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF), fue creada en el 2000 y reúne a creadores de política, reguladores, representantes de corporaciones emisoras, inversionistas, asociaciones y expertos de la región, así como a contrapartes de los países de la OECD, que forman parte del Comité de Gobierno Corporativo. El objetivo es brindar un espacio para que los diversos gobiernos y otros interesados en el tema, puedan intercambiar experiencias, "buscar respuestas a problemas comunes, identificar buenas prácticas y trabajar en la coordinación de políticas locales e internacionales" Guía Práctica de Gobierno Corporativo (2010), para mejorar el gobierno corporativo de la región.

**En la MESA REDONDA LATINOAMERICANA SOBRE GOBIERNO CORPORATIVO, se analizaron los siguientes temas:**

## **1. Regulación y cumplimiento de uso de información privilegiada.**

Esta es una primera encuesta desarrollada en conjunto COSRA/OCDE que refleja los problemas que tienen los países

## **2. Implementación del “White Paper” sobre Inversores institucionales y el gobierno corporativo: Progresos y desafíos a futuro.**

El “White Paper” examina la importancia de un buen gobierno corporativo para la región, discute las tendencias y características particulares de ésta y, fija las recomendaciones de la Mesa Redonda y prioridades para reformas. Utiliza de base los Principios de Gobierno Corporativo de la OECD como un marco de trabajo conceptual para su análisis y discusión.

Los objetivos del White Paper, son:

- Otorgar a los creadores de políticas y a los líderes del sector privado, incluyendo a inversionistas institucionales e internacionales, expertos e instituciones multilaterales, un panorama de los principales asuntos y desarrollos en la región Latinoamericana, proporcionando elementos para medir progresos
- Proporcionar un conjunto de recomendaciones para mejorar el gobierno corporativo en la región, para su implementación por las autoridades de gobierno e instituciones multilaterales y del sector privado y,
- Constituir un inicio a la evaluación de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE

En esta versión del *white paper* se ha focalizado en el fortalecimiento del rol de los inversionistas institucionales (IIs) en el gobierno corporativo en América latina, debido a que la existencia de inversionistas activos e informados pueden influenciar la existencia de buenos gobiernos corporativos, como es el caso de los fondos de pensiones de Chile y Perú. Además, por las características de los mercados de bonos de América Latina, los fondos de pensiones, están más interesados en creación de valores de las empresas en el largo plazo, por lo que resultan de vital importancia para promover prácticas de buen gobierno corporativo en las entidades donde invierten. No obstante, es necesario encontrar el equilibrio entre requisitos legales, la autorregulación y las prácticas voluntarias para que los IIs ejerzan responsablemente sus derechos de propiedad. Además, se debe:

- Fomentar la comunicación entre IIs y sociedades en las cuales invierten
- Fomentar la comunicación entre los diversos IIs
- Mejorar el funcionamiento de los consejos de administración
- Fortalecer la rendición de cuentas por parte de la gerencia
- Establecer un adecuado gobierno corporativos de los IIs
- Desinvertir fondos de IIs como último recurso.

### 3. Mejorando la efectividad de los Directorios.

*La Mesa Redonda decidió abordar este tema, a través de un trabajo de investigación, en la cual se exploran, aspectos tales como:*

*El señor Marcelo Bianchi, Presidente del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE, introdujo esta sesión, explicando que el directorio está en el corazón del gobierno corporativo y en el corazón de cada problema de gobierno corporativo. Además expuso sobre los problemas de gobierno corporativo que han sido evidentes con la crisis financiera, como lo es, la falta de una gestión de riesgo adecuada y las remuneración de los altos ejecutivos.*

- ✓ Responsabilidades del Directorio
- ✓ Manejo de los Conflictos de Interés de la Junta
- ✓ Selección de los miembros del directorio y Criterios de Estructura
- ✓ Criterios para la Independencia
- ✓ Comités del Consejo
- ✓ Separación del Presidente / CEO
- ✓ Consejo de Gestión de Riesgos
- ✓ Evaluación del Directorio

### 4. El impacto de las bolsas de valores de la región en el gobierno corporativo.

Las bolsas han tenido un impacto importante en el tema de gobierno corporativo, reflejado en las cifras que muestran los cambios que se han producido en la región desde la fecha de la primera mesa redonda hasta el año 2009, por ejemplo:

- El 53% de países en el 2003 tenían legislación o regulación sobre gobierno corporativo, mientras que en el 2009, este porcentaje se incrementó al 88%
- En el 2003, el 71% de los países poseían un código de buenas prácticas empresariales y/o en materia de gobierno corporativo, mientras que en el 2009, este porcentaje fue de 82%
- Al 2009, el 47% de las bolsas de la región Latinoamericana tienen normas específicas sobre Gobierno Corporativo, mientras que en el 53% de las bolsas, las sociedades listadas tienen el deber de informar a la misma sobre su grado de adhesión a las prácticas de gobierno corporativo.
- En el 71% de los países existe algún ente encargado de la difusión y capacitación en los Principios de Gobierno Corporativo.

Atentamente,