REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N° 1 - 2019
De 18 de Febrero de 2019

Tema: Si a los Emisores Registrados le aplica el Acuerdo 6-2018 de 10 de octubre de 2018, por medio del cual se adoptan reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo.

Solicitante: Ramírez y Asociados Abogados, en representación de la **CÁMARA de EMISORES DE PANAMÁ.**

Criterio del Solicitante:

"Nosotros, Ramírez y Asociados Abogados, de generales descritas en poder que antecede, actuando en nombre y representación de la CÁMARA DE EMISORES DE PANAMÁ, de generales descritas en poder que antecede, concurrimos ante usted para solicitarle, con base al numeral 18 del artículo 14 y al artículo 19 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, emita una opinión y fije la posición administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores sobre el alcance del Acuerdo 6-2018 de 10 de octubre de 2018, emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores, por medio del cual se adoptan reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo, específicamente si el Acuerdo 6-2018 se aplica a los emisores registrados.

Antecedentes:

La Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante la Superintendencia) emitió el Acuerdo 6-2018 de 10 de octubre de 2018 por medio del cual se adoptan reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo que deben seguir las casas de valores y administradores de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, las administradoras de inversiones de fondos de cesantía y las organizaciones autorreguladas (en adelante Acuerdo 6-2018).

Para dictar el citado Acuerdo 6-2018, la Junta Directiva de la Superintendencia se basó en los numerales 1 y 4 del artículo 10 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 (en adelante Decreto Ley 1), en donde específicamente el numeral 4 mencionado la faculta para 'Adoptar reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deban seguir las personas sujetas a regulación y supervisión por la Superintendencia'.

El artículo primero del Acuerdo 6-2018 textualmente dispone:

> *'ARTÍCULO PRIMERO: ADOPTAR reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo que deben seguir las casas de valores y administradores de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, las administradoras de inversiones de fondos de cesantía y las organizaciones autorreguladas.'*

El artículo 1. Ámbito de aplicación, del Acuerdo 6-2018 establece que dicho acuerdo es aplicable a 'cualquier otra entidad que en el futuro sea regulada y supervisada por la Superintendencia', expresión que no está incluida en el artículo primero del Acuerdo 6-2018 que adopta la reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo.

El artículo 2 del Decreto Ley 1 de 1999 establece que 'La Superintendencia tendrá competencia privativa para regular y supervisar a los emisores, sociedades de inversión, intermediarios y demás participantes del mercado de valores'.

A solicitud de la Superintendencia, la Procuraduría de la Administración fijó su criterio jurídico sobre si los emisores de valores son o no sujetos regulados por la Superintendencia, criterio que le fuera comunicado a la Superintendencia mediante nota C-046-18 de 12 de junio de 2018. El criterio de la Procuraduría de la Administración es que efectivamente los emisores de valores son sujetos regulados por la Superintendencia. A continuación transcribimos dicho criterio.

> *'Criterio de la Procuraduría de la Administración*
>
> *En relación a la interrogante planteada, esta Procuraduría es de la opinión que la emisión de valores y su autorización para la oferta pública es un requerimiento que establece la Bolsa de Valores de Panamá para negociar dichos valores, y que su emisor debe obtener la autorización pertinente de la Superintendencia del Mercado de Valores como entidad supervisora y fiscalizadora. Por consiguiente, al tenor de lo contenido en el Texto Único del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 y sus reglamentos, los emisores de títulos valores son sujetos regulados por dicha Superintendencia, en el alcance de las normativas aplicables del precitado*
> *Texto Único, ya que están obligados al cumplimiento de las normas de la Ley del Mercado de Valores en lo que atañe a la actividad bursátil que ejercen.'*

El numeral 3 del artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999 señala como atribución de la Junta Directiva de la Superintendencia el recomendar la adopción de principios de gobierno corporativa a los emisores registrados. A continuación transcribimos el citado numeral:

> *'Artículo 10. Atribuciones. Son atribuciones de la Junta Directiva:*
> *1.*
> *2.*
> *3. Recomendar la adopción de principios de gobierno corporativo a los emisores registrados.'*

***NUESTRA OPINIÓN**:*

Somos de la opinión de que el Acuerdo 6-2018 no es aplicable a los emisores registrados, aun cuando sean considerados como entidades reguladas y supervisadas, debido a que existe una norma especial y específica que limita las atribuciones de la Junta Directiva de la Superintendencia a solo RECOMENDAR la adopción de los principios de gobierno corporativo a los emisores registrados.

***SUSTENTO DE NUESTRA OPINIÓN**:*

Los principios constitucionales contenidos en los artículos 17 y 18 de la Constitución Política de la República de Panamá disponen que las autoridades de la República están constituidas para '...cumplir y hacer cumplir la Constitución y la Ley.', y que los servidores públicos son responsables '...por extralimitación de funciones.' Esto se resume en el aforismo de que los funcionarios públicos solo pueden hacer lo que está estrictamente contemplado en la ley.

En este sentido la norma dice claramente que la atribución de la Junta Directiva de la Superintendencia es solo RECOMENDAR la adopción de los principios de gobierno corporativo a los emisores registrados. El interpretar o el querer obligar a los emisores registrados a adoptar las reglas de gobierno corporativo, que no está permitido por la ley, sería una extralimitación de funciones por parte de la Junta Directiva o de cualquier funcionario de la Superintendencia.

En materia de interpretación y aplicación de la ley, el Código Civil contiene normas claras que respaldan nuestra opinión de que el Acuerdo 6-2018 no se le aplica a los emisores registrados.

El artículo 9 del Código Civil establece que "Cuando el sentido de la ley es claro, no se desatenderá su tenor literal a pretexto de consultar su espíritu." El tenor literal del numeral 3 del artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999 es claro y se refiere únicamente a RECOMENDAR la adopción, no faculta a la Junta Directiva ni a ningún funcionario a obligar a los emisores registrados a adoptar los principios de gobierno corporativo. Si hubiese sido la intención del legislador facultar a la Superintendencia para obligar a los emisores registrado el adoptar los principios de gobierno corporativo hubiese usado, por ejemplo, la redacción que tiene el numeral 4 del mismo artículo 10, que dicho sea de paso fue el que utilizó de fundamento la Superintendencia para dictar el Acuerdo 6-2018, y la hubiera facultado para adoptar los principios de gobierno corporativo que deben los emisores registrados. Pero no fue así, solo la facultó para recomendar su adopción, mas no la facultó para obligar a su adopción.

En respaldo y relación a lo anterior, el artículo 10 del Código Civil establece que 'Las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará en estos casos su significado legal'. El sentido natural y obvio del verbo recomendar es solo eso, hacer una recomendación, una sugerencia a quien se dirige la recomendación, pero no una imposición, ni una obligación de seguir la recomendación. Así lo contempla el Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española en su vigésima segunda edición donde la acepción aplicable indica que recomendar es 'Aconsejar algo a alguien para bien suyo'.

Además el artículo 13 del Código Civil establece que "Cuando no haya ley exactamente aplicable al punto controvertido, se aplicarán las leyes que regulen casos o materias semejantes..." y el artículo 14 del Código Civil en su numeral l establece que "La disposición relativa a un asunto especial, o a negocios o casos particulares, se prefiere a la que tenga carácter general". En este caso existe una disposición especial aplicable específicamente a los emisores registrados, norma que solo faculta a la Superintendencia a recomendar la adopción de los principios de gobierno corporativo, pero no la faculta para obligar a los emisores registrados a adoptar dichos principios.

El hecho que el artículo 2 del Decreto Ley 1 de 1999 establezca que a los emisores registrados como regulados y supervisados por la Superintendencia y que la Procuraduría de la Administración también los reconozca como sujetos regulados no implica, ni significa que la Superintendencia puede obligarlos a adoptar los principios de gobierno corporativo, por tanto no significa que el Acuerdo 6-2018 le sea aplicable a los emisores registrados porque existe una norma especial que solo faculta a la Superintendencia a recomendar a los emisores registrados el adoptar dichos principios. Por muy bueno y conveniente que sea la adopción de los principios de gobierno corporativo, la Superintendencia no está facultada para obligar a los emisores registrados a adoptarlos.

Ahondando un poco más en el tema de las facultades de la Superintendencia de adoptar y de recomendar, obsérvese en el mismo artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999, que tiene la facultad de recomendarle al Órgano Ejecutivo la reglamentación de la Ley del Mercado de Valores. Esta facultad de recomendación no significa que puede obligar al Órgano Ejecutivo a reglamentar la ley.

Para nosotros es claro que los emisores registrados, como entes regulados y supervisados por la Superintendencia sí deben seguir las reglas de buena conducta comercial y normas éticas que adopte la Superintendencia, de conformidad con el numeral 4 del artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999, salvo en materia de gobierno corporativo en donde la Superintendencia solo está facultada para recomendarle su adopción. Dicho de otro modo, las reglas de buena conducta comercial y normas éticas que la Superintendencia adopte para aplicarle a los emisores registrados no pueden contener reglas ni principios de gobierno corporativo obligatorios para ellos.

Conclusión:

En conclusión, es nuestra opinión que el Acuerdo 6-2018 de 10 de octubre de 2018, emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores, por medio del cual se adoptan reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo que deben seguir las casas de valores y administradores de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fundos de pensiones y jubilaciones, las administradoras de inversiones de fundos de cesantía y las organizaciones autorreguladas, no se aplica a los emisores registrados, de conformidad con lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 10 del Texto Único del Decreto Ley l de 1999.
(…)"

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

Previo a sentar posición administrativa, esta Superintendencia procederá a citar algunas normas que estimamos destacar a fin de aclarar nuestro criterio a la consulta planteada:

1. **Texto Único de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Ley 1 de 1999).** "Sobre el Mercado de Valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores."

> "Artículo 10. Atribuciones. Son atribuciones de la Junta Directiva:
>
> 1. Adoptar, reformar y revocar acuerdos que desarrollen las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.
>
> 2. Recomendar al Órgano Ejecutivo la reglamentación de la Ley del Mercado de Valores mediante decretos ejecutivos.
>
> **3. Recomendar la adopción de principios de gobierno corporativo emisores registrados.**
>
> 4. Adoptar reglas de buena conducta comercial y normas éticas que deban seguir las personas sujetas a regulación y supervisión por la Superintendencia.
>
> (…)" /el resaltado es nuestro)

2. **Acuerdo No. 6-2018 de 10 de octubre de 2018** "Por medio del cual se adoptan reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo que deben seguir las casas de valores y administradores de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, las administradoras de inversiones de fondos de cesantías y las organizaciones autorreguladas."

> "ARTÍCULO PRIMERO: ADOPTAR reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo **que deben seguir las casas de valores y administradores de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, las administradoras de inversiones de fondos de cesantía y las organizaciones autorreguladas**." (el resaltado es nuestro)
>
> "Artículo 1. Ámbito de aplicación.
>
> Este acuerdo es aplicable a las entidades con licencia de casa de valores y de administrador de inversiones, al igual que las administradoras de inversiones de fondos de pensiones y jubilaciones, administradoras de inversiones de fondos de cesantía, organizaciones autorreguladas **y cualquier otra entidad que en el futuro sea regulada y supervisada por la Superintendencia**. A lo largo de este acuerdo se les denominará: entidades (es) reguladas (as) y supervisada (s).
>
> En el caso de bancos oficiales con licencia de casa de valores, las disposiciones de este les serán aplicables en la medida que no sean contrarias a las disposiciones legales y reglamentarias que rigen dichas instituciones." (el resaltado es nuestro)

Tal como lo establece la Ley del Mercado de valores, la Junta Directiva de esta entidad reguladora y supervisora en materia de mercado de valores puede "recomendar", vocablo que según el Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española, implica "*Aconsejar algo a alguien para bien suyo*", en este caso, la adopción de principios de gobierno corporativo a emisores registrados; no obstante, por otra parte, el numeral 4 de dicho precepto legal citado faculta a la Junta Directiva para adoptar normas de buena conducta comercial y normas éticas (normas y prácticas que forman parte de una buena política de gobierno corporativo) para los sujetos regulados y supervisados y en ese sentido, recientemente fueron adoptadas dichas reglas en el marco de esta atribución por Ley establecida a la Junta Directiva a través del Acuerdo 6-2018.

Sin embargo, en el caso específico de los emisores registrados, la Ley es clara, al establecer que para el caso de dichos sujetos regulados (cfr. numeral 3 del artículo 10 del citado texto único-norma especial), la Junta Directiva se encuentra facultada únicamente para recomendar la adopción de principios de gobierno corporativo, es decir, aconsejar su adopción. En este sentido, coincidimos con la posición del solicitante.

Por otra parte, el artículo 1 del mencionado Acuerdo 6-2018, no limita los sujetos a quienes les aplica, más bien, extiende su ámbito de aplicación a otros sujetos que en el futuro sean regulados y supervisados por la Superintendencia, los cuales no pueden ser emisores, en virtud de lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores.

En ese sentido, el Acuerdo 6-2018, no se limita únicamente a las Casa de Valores, Administradores de Inversiones, Administradoras de Inversiones de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, Administradoras de Fondos de Cesantía y Organizaciones Autorreguladas, sino que su alcance se extiende a toda entidad que en el futuro sea regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores, es decir, extiende su alcance a aquellos sujetos que con posterioridad a la entrada en vigencia de este Acuerdo (abril de 2019) pudiesen ser regulados y supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Tal como ha sido descrito en la consulta presentada a esta Superintendencia, la Procuraduría de la Administración mediante Nota C-046-18 de 12 de junio de 2018, ha comunicado que en su opinión los emisores de valores son sujetos regulados por la Superintendencia, opinión que coincidió con el criterio expuesto por esta entidad al momento de elevar la consulta a la Procuraduría de la Administración-Asesor Jurídico del Estado- en el marco de lo establecido en la Ley del Mercado de Valores (Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999) y frente a dudas existentes en el mercado.

No cabe duda de que los emisores de títulos valores, son sujetos regulados y supervisados por la Superintendencia del Mercado de Valores al tenor de lo establecido en la Ley del Mercado de valores, ya que son sujetos que están obligados al cumplimiento de los preceptos legales contenidos en dicha ley y sus reglamentos, en virtud de su calidad de emisores registrados en esta entidad; sin embargo, los emisores adquieren esta calidad de sujetos regulados y supervisados, exclusivamente para el cumplimiento de las disposiciones legales relativas a su condición de emisores mientras mantengan registros de valores en la SMV, y no así para la actividad comercial que desarrollan en la cual ésta Autoridad no mantiene ningún tipo de competencia.

Así las cosas, enfocándonos en el ámbito de aplicación del Acuerdo 6-2018, por el cual se adoptan reglas y principios de buen gobierno corporativo, el alcance de dicho Acuerdo, de conformidad con el tenor literal del Artículo 1, no incluye a los emisores registrados, tal como indica la norma, la misma es aplicable a las Casas de Valores, Administradores de Inversiones, Administradores de Inversiones de Fondos de Pensiones y Jubilaciones, Administradores de Inversiones de Fondos de Cesantía y Organizaciones Autorreguladas,

extendiendo su ámbito de aplicación a las entidades que en un futuro sean reguladas y supervisadas por la Superintendencia del Mercado de Valores, en la eventualidad que por Ley se puedan crear nuevas licencias o actividades que constituyan actividades bursátiles.

En el caso específico de los emisores registrados, aplica es lo dispuesto en el numeral 3 del artículo 10 de la Ley del Mercado de Valores, por lo que, a estos sujetos regulados, solamente se les puede recomendar la adopción de principios de gobierno corporativo.

En conclusión, el Acuerdo No. 6-2018 de 10 de octubre de 2018, referente a las reglas y principios de Buen Gobierno Corporativo no es aplicable a los emisores registrados y por tanto, no es de obligatorio cumplimiento para estos.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y Acuerdo No. 6-2018.

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola

Superintendente

T.Loaiza/D.Jurídica