REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 5 - 2019

De 18 de Noviembre de 2019

Tema: Se ha solicitado a la Superintendencia del Mercado de Valores se sirva emitir su posición administrativa en el sentido de si:

A. ¿Puede el liquidador de una casa de valores regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, dentro de un proceso de liquidación forzosa administrativa, disponer de los bienes de los clientes de dicha casa de valores para el pago de obligaciones registradas con un tercero a nombre de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa?

B. ¿En el caso de faltante de activos financieros en cuentas de clientes de una casa de valores en liquidación forzosa administrativa debe el liquidador devolver a los clientes de la casa de valores los activos financieros remanentes en forma proporcional de manera que todos los clientes sin distinción, compartan el faltante?

Solicitante: Dr. Carlos Barsallo.

Criterio del solicitante:

"Expresión de mi posición, opinión o criterio como solicitante de la consulta en torno al punto o tema objeto de la consulta y fundamento legal de la posición.

Con relación a la solicitud de Opinión identificada con la letra A:

1. *En Panamá la liquidación forzosa administrativa de una casa de valores es regulada por:*

   a. *Los artículos 302 a 322 del Capítulo V, Liquidación Forzosa, del Título XIII, Intervención y Liquidación del Texto Único ordenado por la Asamblea Nacional, que comprende el Decreto Ley 1 de 1999 y sus leyes reformatorias y el Título II de la Ley 67 de 2011 sobre el mercado de valores en la República de Panamá y la Superintendencia del Mercado de Valores (de aquí en adelante "ley de valores") y,*

   b. *El Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016: "Por el cual se desarrollan las disposiciones contenidas en el Capítulo V del Título XIII sobre la liquidación forzosa de Instituciones Registradas ante la Superintendencia del Mercado de Valores."*

      Conforme el artículo 322 de la ley de valores se aplican con carácter supletorio normas del Código Civil, del Código de Comercio y del Código Judicial que no sean incompatibles con la ley de valores.

      "Artículo 322. Improcedencia de la quiebra. No se podrá solicitar la declaratoria de quiebra de las instituciones registradas. Sin embargo, a la liquidación forzosa se aplicarán con carácter supletorio las normas del Código Civil, del Código de Comercio y del Código Judicial en lo que no sean incompatibles con las disposiciones de este Decreto Ley.

      No obstante, lo anterior, tan pronto como la Superintendencia considere que se configuran los supuestos de la quiebra culposa o fraudulenta de que trata el Código de Comercio remitirá al Ministerio Público copia de la actuación pertinente para los efectos penales que correspondan."

      Estas normas son:

   c. *Código Civil. Título VI del Libro Segundo - Artículos 400 y siguientes. De la comunidad de bienes. Capítulo I, del Título V del Libro Tercero - Artículos 915 y siguientes. De la partición.*

   d. *Código de Comercio. Capítulo XII del Título VIII - Artículos 529 y siguientes. De la liquidación de las sociedades.*

   e. *Código Judicial. Sección 2, del Capítulo III, del Título XII - Artículos 1347 y siguientes. División y venta de bienes comunes.*

2. *El artículo 279 del Capítulo I, Consideraciones Generales, del Título XIII, Intervención y Liquidación, dispone que este título será de aplicación general a las casas de valores que no sean bancos, las cuales se conocerán como instituciones registradas.*

"Artículo 279. Ámbito de aplicación. Este Título será de aplicación general a las casas de valores que no sean bancos, las bolsas de valores, las bolsas, las centrales de valores, las sociedades de inversión y los administradores de sociedades de inversión que para los efectos de este Título se conocerán como instituciones registradas, y se procederá de conformidad con lo establecido en los artículos siguientes para su liquidación, disolución, intervención y reorganización.
La disolución, la liquidación, la reorganización y la intervención de una casa de valores que también sea un banco se regirán por el Texto Único del Decreto Ley 9 de 1998 y sus modificaciones, pero las cuentas de custodia no se considerarán parte de la masa de la liquidación establecida en el artículo 164 de dicho Texto Único, y el faltante en las cuentas de custodia por incumplimiento del artículo 236 del presente Decreto Ley se pagará de la masa de la liquidación con preferencia sobre los depósitos y otros créditos mencionados en el numeral 6 del artículo 167 del Texto Único del Decreto Ley 9 de 1998." (resaltado es nuestro).

3. *Al tenor del artículo 310 de la ley de valores, la masa de liquidación en caso de una liquidación forzosa administrativa la integran todos los bienes y derechos presentes y futuros de la institución registrada en liquidación.*

"Artículo 310. Masa de la liquidación. Integran la masa de la liquidación todos los bienes y los derechos presentes y futuros de la institución registrada en liquidación.

No forman parte de la masa de la liquidación:
1. *Los activos financieros de intermediarios en la medida en que dichos activos financieros sean necesarios para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que el intermediario haya reconocido en cuentas de custodia con respecto a dichos activos financieros.*
2. *Los dineros remitidos a la institución registrada en desarrollo de una comisión, un mandato o un fideicomiso, siempre que haya prueba escrita de la existencia del contrato en la fecha en que se decretó la liquidación. Quedan comprendidos en este numeral los fondos de cesantía, los fondos de pensión y de jubilación y demás dineros que la institución registrada administre.*
3. *En general, los títulos, los bienes o los activos identificables que, a pesar de que se encuentren en poder de la institución registrada, pertenezcan a otra persona, lo que se deberá demostrar con pruebas suficientes.*
4. *Los bienes muebles o valores que mantenga Ja institución registrada en calidad de depositario o custodio.*

El liquidador deberá devolver a los inversionistas y los reclamantes los bienes y los activos financieros que no forman parte de la masa, dentro de los treinta días calendario siguientes a la fecha en que quede ejecutoriada la resolución de que trata el párrafo segundo del artículo anterior. A solicitud de un inversionista, el liquidador podrá transferir la cuenta o cuentas de custodia de este a otra institución registrada, junto con todos los activos financieros que la conforman, en cualquier momento durante el periodo señalado. Dicha devolución no entraña pronunciamiento alguno del liquidador sobre la titularidad de los bienes o los activos financieros."

4. *Las cuentas de custodia (y los activos financieros reflejados en esta) están expresamente excluidos de la masa de la liquidación por así disponerlo el artículo 309 de la ley de valores.*

"Artículo 309. Resolución sobre objeciones. Vencido el término de treinta días calendario a que se refiere el artículo anterior el liquidador dictará una resolución motivada en que resolverá las objeciones formuladas y dispondrá lo siguiente:
1. *Los bienes que integran la masa de la liquidación;*
2. *Los créditos que hayan sido aceptados y aquellos que hayan sido rechazados, indicando su naturaleza y su cuantía;*
3. *El orden de prelación con que los créditos contra la masa serán pagados.*

Del mismo modo, en cuaderno separado, el liquidador dictará una resolución con la lista de los bienes y los activos financieros excluidos de la masa de la liquidación. Las cuentas de custodia (y los activos financieros reflejados en esta) están expresamente excluidos de la masa de la liquidación, a no ser que esté en duda la cuenta de custodia por algún fraude o acto doloso relacionado con la liquidación o por la violación de alguna ley, lo cual deberá ser fundamentado por el liquidador. Las resoluciones de que trata este artículo deberán ser publicadas en un diario de circulación nacional por cinco días hábiles, y podrán ser impugnadas ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia dentro de los tres días hábiles siguientes a la última publicación mediante recurso de apelación o por la vía de incidente. La substanciación se surtirá ante el liquidador, quien a su prudente arbitrio podrá ordenar la acumulación de todos o varios de los incidentes o las apelaciones, según sea el caso. Surtido el trámite, el liquidador enviará los distintos cuadernos a la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia con el propósito de que las impugnaciones sean decididas. El liquidador podrá proceder a cancelar los créditos reconocidos en

la resolución que no hayan sido impugnados, siempre que se dejen a salvo aquellos créditos que habiendo sido rechazados hayan sido objeto de impugnación."

5. *El artículo 310 de la ley de valores, anteriormente citado, dispone que el liquidador deberá devolver a los inversionistas y los reclamantes los bienes y los activos que no forman parte de la masa, dentro del plazo indicado en la norma.*

6. *El objetivo de la liquidación, conforme el artículo 3 del Acuerdo 1-2016 es gestionar la enajenación y la realización de todos los bienes, los activos, los derechos y los demás activos de la institución registrada en las condiciones más ventajosas posibles, procurando liquidar al mayor valor los activos que integren la masa de liquidación, incluyendo todos los bienes y los derechos presentes y futuros de la institución.*

   "Artículo 3. (Objetivo de la Liquidación).
   Durante el Proceso de Liquidación Forzosa Administrativa, el o los liquidadores designados deberán velar por los intereses y derechos de los inversionistas y de los acreedores gestionando la enajenación y la realización de todos los bienes, los activos, los derechos y los demás activos de la institución registrada en las condiciones más ventajosas posibles, procurando liquidar al mayor valor los activos que integren la masa de liquidación, incluyendo todos los bienes y los derechos presentes y futuros de la institución."(resaltado es nuestro).

7. *El liquidador se encuentra facultado expresamente para gestionar la enajenación y la realización de todos los bienes, los activos financieros, los derechos y los demás activos de la institución registrada conforme lo señala el artículo 317 de la ley de valores.*

   "Artículo 317. Liquidación de activos. El liquidador gestionará la enajenación y la realización de todos los bienes, los activos financieros, los derechos y los demás activos de la institución registrada en las condiciones más ventajosas posibles, ..." (resaltado es nuestro).

   La ley de valores, ni el Acuerdo 1-2016, que reglamenta la liquidación forzosa administrativa, contienen norma que faculte expresamente al liquidador de una casa de valores para, dentro de un proceso de liquidación forzosa administrativa, disponer, enajenar o realizar los bienes de los clientes de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa para el pago de obligaciones registradas con un tercero a nombre de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa.

   Para que el liquidador tenga la facultad de disponer, enajenar o realizar los bienes de los clientes de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa para el pago de obligaciones registradas con un tercero a nombre de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa requiere de norma jurídica que así lo faculte expresamente.

Con relación a la solicitud de Opinión identificada con la letra B:

8. *En caso de que exista un faltante de activos financieros en las cuentas de custodia en una institución registrada, el faltante total de activos financieros debe ser distribuido de forma equitativa entre todos los clientes de la casa de valores sin distinción alguna, es decir de forma prorrateada y proporcional.*

9. *El concepto de distribución a prorrata es cónsono con el objetivo de la liquidación señalado en el artículo 3 del Acuerdo 1-2016, anteriormente citado, y que es velar por los intereses de los inversionistas. El artículo 3 no hace distinción entre inversionistas por lo cual se debe velar por los intereses de todos los inversionistas.*

10. *El concepto de distribución a prorrata está contenido en el artículo 311 de la ley de valores y es cónsono con el concepto de comunidad de pérdidas que es consustancial y de la esencia en los procesos concursales en general.*

    "Artículo 311. Faltante de activos financieros en una institución registrada. Si una institución registrada en su carácter de intermediario no mantiene activos financieros suficientes para satisfacer todos los derechos bursátiles reconocidos en las cuentas de custodia a favor de sus tenedores indirectos, todos los activos financieros de dicha clase que tenga la institución registrada se excluirán de lo masa de liquidación según el artículo 230, y estarán o disposición de los tenedores indirectos o quienes el intermediario hubiese reconocido derechos bursátiles en las cuentas de custodia. Los activos financieros excluidos serán distribuidos a prorrata entre los tenedores indirectos para cada tipo de activo financiero registrado a nombre de la institución registrada. Cualquier faltante en activos financieros será un reclamo del tenedor indirecto contra la masa de liquidación, el cual gozará de la prelación establecida en este Decreto Ley."

11. *El ejercicio de dicha liquidación a prorrata recae en la figura del liquidador y sus funciones han de complementarse con lo dispuesto en el Código de Comercio, por remisión del artículo 322 de la ley de valores citado con anterioridad.*

12. *Los artículos 540 y 541 del Código de Comercio fijan funciones y deberes de los liquidadores de las sociedades, por lo que estas funciones y deberes serán de aplicación en la liquidación forzosa de una casa de valores, por mandato del artículo 322 citado con anterioridad.*

> *"Artículo 540. La representación de la sociedad en liquidación corresponderá exclusivamente a los liquidadores, quienes estarán sujetos a las mismas responsabilidades que los administradores, por el cumplimiento exacto del mandato y de las prescripciones de la ley.*
>
> *Los liquidadores deberán ceñirse en su gestión a las reglas especiales de la sociedad que liquiden."*
>
> *"Artículo 541. Los actos del liquidador y obligaciones contraídas por él para los fines de la liquidación y en el límite de sus poderes, obligarán a la sociedad y a los socios como si hubieran sido realizadas por el gerente durante la existencia de la compañía."*

Cualquier faltante total de activos financieros, por ejemplo, faltante de efectivo, debe ser distribuido de forma equitativa entre todos los clientes de la casa de valores sin distinción alguna, es decir de forma prorrateada y proporcional."

Posición administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Previo a sentar la posición administrativa, registraremos las normas aplicables y relacionadas al tema:

1. **Texto Único de la Ley del Mercado de Valores**[1], del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

> ***Título X***
> *Custodia, Compensación y Liquidación de Valores*
>
> ***Capítulo III***
> *Régimen de Tenencia Indirecta de Valores*
>
> *"**Artículo 233.** Creación de derechos bursátiles sobre activos financieros. Sujeto a lo establecido en el último párrafo de este artículo, una persona adquiere derechos bursátiles desde el momento en que el intermediario realiza alguno de los siguientes actos:*
> 1. *Acredita un activo financiero a favor de dicha persona mediante anotación en la cuenta de custodia.*
> 2. *Recibe de dicha persona o de un tercero un activo financiero y acepta acreditarlo en la cuenta de custodia de dicha persona.*
> 3. *Resulta obligado por otra ley o reglamento a acreditar un activo financiero en la cuenta de custodia de dicha persona.*
>
> *De darse alguno de los supuestos descritos en los numerales 1, 2 y 3, el tenedor indirecto adquiere un derecho bursátil, aun cuando el intermediario no haya adquirido a su vez título o derecho sobre el activo financiero o no tenga en dicho momento activos financieros de la misma clase en cantidades suficientes para satisfacer todos los derechos bursátiles reconocidos por este en cuentas de custodia a favor de tenedores indirectos con respecto a activos financieros de dicha clase.*
>
> *Los activos financieros que sean traspasados a un intermediario para ser acreditados en cuentas de custodia deberán ser emitidos a nombre o a la orden del intermediario, o endosados en blanco o mediante endoso especial a favor del intermediario o a su orden, o cedidos al intermediario o anotados en cuenta a favor de este, **en forma tal que el intermediario pueda traspasar, gravar o disponer de dichos activos financieros libremente sin requerir consentimiento ni actos de terceros.** Si un intermediario mantiene un activo financiero en favor de otra persona y dicho activo financiero ha sido emitido, anotado, endosado o cedido a favor de dicha persona o a su orden, dicho activo no estará sujeto al régimen de tenencia indirecta contemplado en este Capítulo."*
>
> *"**Artículo 234**. Fungibilidad. Cuando un activo financiero sea emitido, cedido, endosado o anotado en cuenta a favor de un intermediario con el objeto de que quede sujeto al régimen de tenencia indirecta contemplado en este Capítulo, dicho **activo financiero pasará a ser un bien fungible** y, por lo tanto, **el tenedor indirecto no tendrá derechos bursátiles sobre un bien en particular, sino que adquirirá derechos bursátiles sobre activos financieros de igual clase y de iguales características que el acreditado en su cuenta de custodia**."*

[1] Comprende el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y sus reformas, al igual que el Título II de la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, tal como lo establece el artículo 121 de la Ley 67 de 2011.

*"**Artículo 236.** Obligación del intermediario de mantener activos financieros suficientes. Todo intermediario tendrá la obligación de **adquirir y mantener activos financieros en cantidad suficiente para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles** que con respecto a dichos activos financieros hubiese reconocido a tenedores indirectos en cuentas de custodia. **Los intermediarios podrán mantener dichos activos financieros directamente o a través de otro u otros intermediarios**.*

Se entenderá que el intermediario ha cumplido con la obligación establecida en este artículo siempre que hubiese actuado en la forma acordada con el tenedor indirecto o que, en ausencia de acuerdo entre las partes, hubiese actuado con diligencia de acuerdo con los usos de comercio generalmente observados en la plaza con el fin de obtener y mantener dichos activos financieros."

*"**Artículo 243.** Prelación entre tenedores indirectos y acreedores prendarios. Salvo en el caso contemplado en el último párrafo de este artículo, los activos financieros que tenga un intermediario **serán usados, en primera instancia, para satisfacer los derechos bursátiles** que con respecto a dichos activos financieros hubiese reconocido el intermediario en cuentas de custodia a favor de tenedores indirectos, y luego para cumplir con obligaciones propias del intermediario contraídas a favor de terceros, inclusive en aquellos casos en que estas obligaciones estén garantizadas con prenda u otros gravámenes sobre dichos activos financieros.*

***No obstante lo establecido en el párrafo anterior, el acreedor de un intermediario que tenga un derecho de prenda sobre un activo financiero del intermediario tendrá prelación sobre los tenedores indirectos a quienes el intermediario haya reconocido derechos bursátiles con respecto a dicho activo financiero si el acreedor obtiene poder de dirección sobre dicho activo financiero** o si el intermediario es una central de valores."*

Título XIV[2]
Intervención y Liquidación

Capítulo V
Liquidación Forzosa

*"**Artículo 309.** Resolución sobre objeciones. Vencido el término de treinta días calendario a que se refiere el artículo anterior **el liquidador dictará una resolución motivada en que resolverá las objeciones formuladas** y dispondrá lo siguiente:*

1. *Los bienes que integran la masa de la liquidación;*
2. *Los créditos que hayan sido aceptados y aquellos que hayan sido rechazados, indicando su naturaleza y su cuantía;*
3. *El orden de prelación con que los créditos contra la masa serán pagados.*

***Del mismo modo**, en cuaderno separado, **el liquidador dictará una resolución con la lista de los bienes y los activos financieros excluidos de la masa de la liquidación. Las cuentas de custodia (y los activos financieros reflejados en esta) están expresamente excluidos de la masa de la liquidación**, a no ser que esté en duda la cuenta de custodia por algún fraude o acto doloso relacionado con la liquidación o por la violación de alguna ley, **lo cual deberá ser fundamentado por el liquidador**.*

***Las resoluciones de que trata este artículo deberán ser publicadas en un diario de circulación nacional por cinco días hábiles, y podrán ser impugnadas ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia** dentro de los tres días hábiles siguientes a la última publicación mediante recurso de apelación o por la vía de incidente. La substanciación se surtirá ante el liquidador, quien a su prudente arbitrio podrá ordenar la acumulación de todos o varios de los incidentes o las apelaciones, según sea el caso. Surtido el trámite, el liquidador enviará los distintos cuadernos a la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia con el propósito de que las impugnaciones sean decididas.*

El liquidador podrá proceder a cancelar los créditos reconocidos en la resolución que no hayan sido impugnados, siempre que se dejen a salvo aquellos créditos que habiendo sido rechazados hayan sido objeto de impugnación."

*"**Artículo 311.** Faltante de activos financieros en una institución registrada. Si una institución registrada en su carácter de **intermediario no mantiene activos financieros suficientes para satisfacer todos los derechos bursátiles reconocidos en las cuentas de custodia a favor de sus tenedores indirectos, todos los activos financieros de dicha clase que tenga la institución registrada se excluirán de la masa de liquidación** según el artículo 230, **y estarán a disposición de los tenedores indirectos** a quienes el intermediario hubiese reconocido derechos bursátiles en las cuentas de custodia. **Los activos financieros excluidos serán distribuidos a prorrata entre los tenedores indirectos para cada tipo de activo financiero registrado a nombre de la institución registrada.***

[2] Antiguo Título XIII, en atención al cambio de numeración de los títulos del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, dado por la reforma introducida por la Ley 66 de 9 de diciembre de 2016.

Cualquier faltante en activos financieros será un reclamo del tenedor indirecto contra la masa de liquidación, el cual gozará de la prelación establecida en este Decreto Ley."

2. **Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016**, del cual destacamos lo resaltado y subrayado a continuación:

*"**Artículo 3. (Objetivo de la Liquidación).***

*Durante el Proceso de Liquidación Forzosa Administrativa, el o los liquidadores designados **deberán velar por los intereses y derechos** **de los inversionistas y de los acreedores gestionando la enajenación y la realización de todos los bienes, los activos, los derechos y los demás activos de la institución registrada en las condiciones más ventajosas posibles**, procurando liquidar al mayor valor los activos que integren la masa de liquidación, incluyendo todos los bienes y los derechos presentes y futuros de la institución"*

*"**Artículo 8. (Responsabilidad del Liquidador).***

De conformidad con las disposiciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores, es responsabilidad del Liquidador o de los Liquidadores designados, las siguientes, sin limitar:

*a. **Actuar en el mejor interés y derechos de los inversionistas y de los acreedores** de la institución registrada.*

...

*e. **Garantizar la transparencia y la publicidad durante todo el proceso de la Liquidación Forzosa Administrativa**.*

...

*l. **Cumplir con las disposiciones establecidas en la Ley del Mercado de Valores con relación a los derechos bursátiles reconocidos** en las cuentas de custodia a favor de los tenedores indirectos.*

..."

Los artículos 282 y 284 de la Constitución Política determinan que el ejercicio de las actividades económicas corresponde primordialmente a los particulares, pero que el Estado las reglamentará; además, que el Estado intervendrá en toda clase de empresas, dentro de la reglamentación que establezca la Ley, para hacer efectiva la justicia social a que se refiere dicha Carta Magna y, en especial, para exigir la debida eficacia en los servicios.

Estas normas constitucionales fueron analizadas por la Corte Suprema de Justicia y son, a juicio de esta, el soporte para la creación y existencia de la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia del Mercado de Valores), a través de la cual el Estado interviene en este capítulo de la economía nacional: el mercado de valores panameño[3].

El alcance de esta intervención del Estado en toda clase de empresas, que instituye la norma constitucional, ha sido analizado por la Corte Suprema de Justicia para el caso de nuestro homólogo: la Superintendencia de Bancos de Panamá, de quien ha indicado se observa en las funciones consagradas en su Ley, tales como: la inspección, la intervención y la liquidación de los bancos[4]; de tal forma, podemos apreciar que, para el caso de la Superintendencia del Mercado de Valores, el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores contempla, entre las atribuciones de este ente del Estado, ordenar la intervención, la reorganización y la liquidación forzosa de las casas de valores.

La liquidación forzosa ordenada por la Superintendencia del Mercado de Valores sobre una casa de valores es, por lo tanto, un —proceso de naturaleza administrativa— y, como tal, se rige por las normas adjetivas o de procedimiento contenidas en el Título XIV, Capítulo V, del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, porque así lo determina el artículo 279 de este Texto Único.

Pero la liquidación forzosa no es cualquier proceso administrativo, ni siquiera permite el artículo 322 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores se solicite la declaratoria de quiebra de las casas de valores, de manera que estamos ante un mecanismo de control y resolución fluida de circunstancias críticas de índole económico y de especial atención para el derecho público, que se escapa del manejo de particulares, para darle paso a la autoridad administrativa competente y a la aplicación, en rigor, de un régimen legal especialmente establecido.

---

[3] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 24 de mayo de 2002: Advertencia de inconstitucionalidad promovida por Galindo, Arias y López, en representación de Ricardo Alberto Arias, contra disposiciones legales del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, al igual que el Acuerdo No. 16 de 21 de septiembre de 2000 y el Acuerdo No. 5 de 18 de mayo de 2000, expedidos por la Comisión Nacional de Valores.

[4] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Pleno, Fallo de 12 de abril de 1996: Demanda de inconstitucionalidad interpuesta por la firma de abogados Alemán, Cordero, Galindo & Lee, en representación de la Asociación Panameña de Bancos, contra la frase "Asociación Bancaria Nacional" contenida en el literal d) del artículo 5 del Decreto de Gabinete No. 238 de 2 de julio de 1970.

Es de especial atención para el derecho público, al punto de que el artículo 305 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores determina que la orden de liquidación forzosa, si bien puede ser impugnada ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia, no se suspenderán sus efectos con dicha impugnación, ni podrá el juzgador ordenar la suspensión provisional; mientras que, aun cuando es cierto que el citado artículo 322 prescribe que a este proceso le son aplicable supletoriamente las normas del Código Civil, del Código de Comercio y del Código Judicial, es este mismo artículo el que establece que dichas disposiciones se aplicarán en lo que no sean incompatibles con el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Con esto queremos llegar al hecho de que, si bien es potestad de la Superintendencia del Mercado de Valores ordenar la liquidación forzosa de una casa de valores, porque así le da la facultad el artículo 302 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, no debemos perder de vista que esta decisión es el resultado de una situación sumamente especial, en sí: **difícil, crítica y/o compleja**, que viene afrontando la casa de valores, quien estaba siendo objeto previamente de una medida especial de intervención y/o reorganización también ordenada por la Superintendencia, donde es necesario que esta autoridad administrativa, finalmente, designe a uno o más liquidadores, para que sean estos quienes, amparados en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, —ejerzan su rol, es decir: desempeñen las funciones, lleven a cabo las actuaciones y adopten las decisiones necesarias— que encaminen este proceso concursal administrativo, con el objeto de que satisfagan las acreencias y reconozcan los derechos que hubiere, no sólo en los términos que dictaminan las normas adjetivas que contiene el citado Texto Único, sino también en observancia del alcance del **régimen especial de propiedad** que instituye el Título X, Capítulo III, de dicho cuerpo normativo, del cual hablaremos más adelante.

Sergio Rodríguez Azuero, Erick Rincón Cárdenas y Juan Jacobo Calderón Villegas, ilustres abogados colombianos, manifiestan sobre el tema lo siguiente:

> *"**Se trata**, asimismo, **de una función de policía administrativa, necesaria especialmente para garantizar la confianza en el sistema** financiero, **bursátil** y asegurador, que va más allá de las simples funciones de inspección, vigilancia y control, y que les permiten a las autoridades adoptar y ejecutar decisiones de toma de posesión para administrar o liquidar, remover administradores, adoptar seguridades especiales, etc."*[5]
>
> (Destacamos lo resaltado)

La Corte Suprema de Justicia ha manifestado, respecto del proceso de liquidación forzosa ordenado por la Superintendencia de Bancos de Panamá y la potestad de ordenar su inicio, lo sucesivo:

> *"La liquidación forzosa administrativa de un banco **constituye un conjunto de fases o etapas ordenadas sistemáticamente por la Ley**, en la cual, precisamente, se le cataloga como un "proceso" dirigido a liquidar con la mayor prontitud posible los bienes del banco en liquidación a fin de satisfacer las acreencias que hubiere (artículo 115). **Este proceso se caracteriza esencialmente por la fijación o establecimiento de una serie de términos dentro de los cuales deben ejercer y/o exigir sus derechos y obligaciones las instancias administrativas y los particulares que intervienen en calidad de deudores o acreedores**."*[6]
>
> (Destacamos lo resaltado)

Llegado a este punto, en el que identificamos la naturaleza jurídica de la liquidación forzosa de una casa de valores y el papel que ejerce la Superintendencia del Mercado de Valores, pasamos a adentrarnos en el rol del liquidador designado por esta, justamente porque ambas interrogantes formuladas por el consultante giran en torno a éste.

En ese sentido, tenemos que en **la primera interrogante** se plantea ¿si cabe la posibilidad de que un liquidador, dentro del proceso de liquidación forzosa, pueda disponer de "*los bienes de los clientes de la casa de valores*", con el objeto de pagar "*obligaciones*" registradas con "*un tercero*" a nombre de la casa de valores? Ahora bien, identificamos ciertos términos entre comillas, debido a que consideramos que es necesario, por un lado, ubicar correctamente los conceptos que gobiernan dentro del régimen especial de propiedad en el que opera una casa de valores y, luego entonces, referirnos a la obligación que una casa de valores pueda mantener con un tercero, debido a que en la consulta no se detalla el tipo, el alcance o la naturaleza de la obligación y la calidad del tercero.

---

[5] RODRÍGUEZ AZUERO, Sergio; RINCÓN CÁRDENAS, Erick; CALDERÓN VILLEGAS, Juan Jacobo: "Temas de Derecho Financiero Contemporáneo"; Editorial Universidad del Rosario; Universidad Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, Facultad de Jurisprudencia, Bogotá, D.C., 2006.

[6] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 13 de diciembre de 2004; Incidente interpuesto por la firma forense Morgan & Morgan, en representación de Osten Business, Inc., contra la Resolución No. 007-2002 de 4 de abril de 2002, por medio de la cual los liquidadores de Banco Disa, S. A., resolvieron rechazar cualquier pretensión de crédito de esta sociedad.

En principio, debemos tener claro que en la relación entre una casa de valores y sus clientes opera, por mandato de ley, un régimen especial de propiedad, denominado: **—régimen de tenencia indirecta de valores o tenencia fiduciaria—**, el cual, conforme indicamos en párrafos previos, se encuentra desarrollado en el Título X, Capítulo III, del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

De acuerdo a este régimen especial, a partir de lo dispuesto en los artículos 49 (numerales 2, 19, 35 y 66)[7], 64, 227, 230 y 233 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, tenemos que: los valores, el dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble, que sean traspasados a favor de una casa de valores para que esta lo acredite en la cuenta de inversión de un cliente, incluyendo aquellos que la casa de valores reciba, adquiera o mantenga acreditados en dicha cuenta de inversión, pasan a ser **—activos financieros—**, de modo que dicho cliente se constituye en un —tenedor indirecto—, quien ostenta propiamente **—derechos bursátiles—** reconocidos por la casa de valores respecto a los activos financieros acreditados en la cuenta de inversión, donde debe entenderse por —derechos bursátiles— un derecho patrimonial (derechos personales y reales, incluyendo los de propiedad y de prenda) proporcional en el título o derecho que sobre dicho activo financiero tenga la casa de valores, quien actúa como intermediario.

A lo largo de esta posición administrativa, debe entenderse que los términos "cliente", "tenedor indirecto" e "inversionistas" se refieren a la misma persona.

Tengamos presente que este régimen especial demanda, en virtud del artículo 233 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, que los activos financieros (valores, dinero en efectivo o cualquier otro bien mueble) deben ser traspasados (emitidos, endosados, cedidos o anotados en cuenta) a favor de la casa de valores, en su calidad de intermediario, con el objeto de que esta pueda —traspasar, gravar o disponer de dichos activos financieros libremente, sin requerir el consentimiento ni actos de terceros—; mientras que el artículo 234 del citado Texto Único determina que, al momento en que los activos financieros son traspasados a una casa de valores para que esta los acredite en la cuenta de inversión de un cliente, dichos activos financieros pasan a ser **—bienes fungibles—**, por lo que el cliente, en su calidad de tenedor indirecto, —no tiene derechos bursátiles sobre un bien en particular, sino sobre activos financieros de igual clase y de iguales características que el acreditado en su cuenta de inversión—.

Ahora bien, pese a que dichos activos financieros hayan sido traspasados a favor de la casa de valores, lo que le permite a esta traspasarlos, gravarlos o disponer de ellos libremente, hay que tomar en cuenta que, en virtud del artículo 230 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, los derechos que la casa de valores adquiere sobre tales activos financieros están sujetos al mencionado régimen de tenencia fiduciaria, es decir: que son derechos adquiridos a —título fiduciario—, en nombre y beneficio de sus clientes, para satisfacer y respaldar los derechos bursátiles reconocidos a estos sobre dichos activos financieros en las cuentas de inversión, de manera que no son parte del patrimonio personal de la casa de valores, ni pueden ser secuestrados, gravados o embargados, ni de otro modo sujetos a reclamos o acciones por parte de acreedores de la casa de valores, ni forman parte de la masa de bienes de la casa de valores en un proceso de liquidación forzosa, —salvo en el caso contemplado por el artículo 243 del citado Texto Único—, tema del que hablaremos posteriormente.

Expuesto lo anterior, no es preciso, por lo tanto, referirse a *"los bienes de los clientes de la casa de valores"*, sino, más bien, a los activos financieros que, en virtud del artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, la casa de valores está obligada a adquirir y mantener, en cantidad suficiente, para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que, con respecto a dichos activos financieros, hubiese reconocido a sus clientes en las cuentas de inversión.

Tampoco es preciso referirse a *"los bienes de los clientes de la casa de valores"*, cuando ya hemos visto que los clientes de la casa de valores ostentan propiamente derechos bursátiles sobre activos financieros reconocidos por esta en la cuenta de inversión y que dichos activos financieros son bienes fungibles, de modo que el cliente no tiene derechos bursátiles sobre un bien en particular, sino sobre activos financieros de igual clase y de iguales características que el acreditado en su cuenta de inversión.

Debemos entender entonces, con base en lo anterior, que **la primera interrogante** gira en torno a ¿si cabe la posibilidad de que un liquidador, dentro del proceso de liquidación forzosa, pueda disponer de —los activos financieros— (que la casa de valores debe mantener, en cantidad suficiente, para satisfacer y respaldar los derechos bursátiles de sus clientes), con el objeto de pagar "*obligaciones*" registradas con "*un tercero*" a nombre de la casa de valores?

A primera vista, la respuesta a esta interrogante es negativa, en la medida en que, como hemos venido indicado disponen los artículos 230 y 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, tales

[7] El orden de estos numerales cambió por la modificación al Texto Único de la Ley del Mercado de valores, introducida por la Ley 66 de 9 de diciembre de 2016.

activos financieros están llamados a satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que, con respecto a dichos activos financieros, la casa de valores tiene reconocido a sus clientes en las cuentas de inversión, no así reclamos de terceros u obligaciones propias de la casa de valores.

No obstante, existe una excepción a lo expuesto en el párrafo anterior, la cual perfilamos reconoce el artículo 230 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y se encuentra en el artículo 243 de este Texto Único, cuyo contenido consideramos importante transcribir nuevamente:

> *"**Artículo 243.** Prelación entre tenedores indirectos y acreedores prendarios. Salvo en el caso contemplado en el último párrafo de este artículo, los activos financieros que tenga un intermediario **serán usados, en primera instancia, para satisfacer los derechos bursátiles** que con respecto a dichos activos financieros hubiese reconocido el intermediario en cuentas de custodia a favor de tenedores indirectos, y luego para cumplir con obligaciones propias del intermediario contraídas a favor de terceros, inclusive en aquellos casos en que estas obligaciones estén garantizadas con prenda u otros gravámenes sobre dichos activos financieros.*
>
> ***No obstante lo establecido en el párrafo anterior, el acreedor de un intermediario que tenga un derecho de prenda sobre un activo financiero del intermediario tendrá prelación sobre los tenedores indirectos a quienes el intermediario haya reconocido derechos bursátiles con respecto a dicho activo financiero si el acreedor obtiene poder de dirección sobre dicho activo financiero** o si el intermediario es una central de valores."*
>
> (Destacamos lo resaltado y subrayado)

Para entender este escenario que plantea la norma legal, tomaremos en cuenta el artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, el cual permite a las casas de valores mantener los activos financieros (que están llamados a satisfacer y respaldar los derechos bursátiles reconocidos sobre estos a sus clientes en las cuentas de inversión) directamente o a través de otros intermediarios, de allí que el artículo 58 del citado Texto Único establece que las casas de valores pueden entablar relaciones de corresponsalía (abrir cuentas de custodia) con casas de valores extranjeras, autorizadas para operar en jurisdicciones reconocidas por la Superintendencia, con el objeto de negociar valores fuera de la República de Panamá a través de dichas casas de valores extranjeras.

Este tipo de cuentas de custodia que abren las casas de valores con otros intermediarios, p.ej.: con casas de valores extranjeras, para atender su obligación fijada en el artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, se les conoce como "cuentas ómnibus" o "cuenta global", debido a que, si bien están a nombre de la casa de valores ante el otro intermediario, los activos financieros que en ella se adquieran, mantengan o reciban, finalmente, están destinados a satisfacer y respaldar los derechos bursátiles que, con respecto a dichos activos financieros, la casa de valores tiene reconocido a sus clientes en las cuentas de inversión.

De forma tal que, aun cuando la cuenta de custodia con otro intermediario esté a nombre de la casa de valores, lo que le da la posibilidad a esta última de traspasar, gravar o disponer de los activos financieros mantenidos, adquiridos o recibidos en dicha cuenta de custodia, es importante tener presente que, en virtud de los artículos 209 y 210 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, tales acciones (traspasar, gravar o disponer) deben darse por parte de la casa de valores con base a (o para atender) instrucciones de sus clientes, de personas legitimadas, precisamente por la tenencia fiduciaria que gobierna legalmente a la casa de valores.

Por tal motivo, el artículo 237 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores establece que la casa de valores, sin mediar acuerdo con su cliente, no puede dar en prenda o de otro modo gravar o comprometer los activos financieros que está obligada a mantener para cumplir con su obligación fijada en el artículo el citado artículo 236; mientras que el artículo 240 determina que, en caso que la casa de valores disponga de un activo financiero o de un derecho sobre este, con base en una orden que no es válida, deberá restablecer el activo financiero o el derecho al tenedor indirecto que fue privado de este, y deberá pagar o acreditar a favor de dicha persona todas las sumas y las distribuciones que dicha persona haya dejado de percibir como resultado de dicho traspaso indebido. Seguidamente, dicho artículo determina que, si la casa de valores no restablece el activo financiero o el derecho, responderá al tenedor indirecto por daños y perjuicios.

Expuesto lo que antecede, podemos entrar en el escenario excepcional que prescribe el artículo 243 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, con el supuesto de una casa de valores que dé en prenda o de otro modo grave o comprometa los activos financieros (que está obligada a mantener para cumplir su obligación fijada en el artículo el citado artículo 236) para respaldar una obligación adquirida, a título propio de la casa de valores (no de sus clientes), con otro intermediario (ej. de la casa de valores extranjera), con quien precisamente mantiene la cuenta de custodia a su nombre, donde se encuentran dichos activos financieros.

Es en este supuesto, y así lo dispone el artículo 243 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, en que tales activos financieros no pueden usados, en primera instancia, para satisfacer los derechos bursátiles que, con respecto a dichos activos financieros, tiene reconocidos la casa de valores a favor de sus clientes en las cuentas de inversión, sino que deben ser usados, antes de esto, para responder por la obligación que adquirió la casa de valores con el otro intermediario (ej. de la casa de valores extranjera), justamente porque el derecho de prenda de este acreedor, que pesa sobre los mismos activos financieros, tiene prelación legal sobre los derechos bursátiles reconocidos a los clientes por la casa de valores, siempre que este intermediario (acreedor prendario) obtenga poder de dirección sobre dichos activos financieros, en los términos que establezca la ley local de la jurisdicción de dicho intermediario.

Es importante tomar en cuenta que el artículo 206 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores establece que la ley local de la jurisdicción del intermediario de un activo financiero, excluyendo las disposiciones sobre conflictos de leyes, será aplicable para determinar las siguientes materias:

a. La adquisición de derechos bursátiles.
b. Los derechos y las obligaciones de un intermediario y de un tenedor indirecto con respecto a activos financieros en cuentas de custodia.
c. Si un intermediario tiene o no obligaciones para con una persona que reclame la reivindicación de un activo financiero en una cuenta de custodia.
d. Si una acción de reivindicación puede ser ejercida contra una persona a cuyo favor un intermediario haya reconocido derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de custodia, o contra una persona que adquiere de un tenedor indirecto derechos bursátiles sobre activos financieros en una cuenta de custodia.
e. Si se ha perfeccionado una prenda, los efectos de haberse perfeccionado o no una prenda, y la prelación conferida por una prenda sobre derechos bursátiles que un intermediario haya reconocido a un tenedor indirecto sobre activos financieros en una cuenta de custodia o sobre dicha cuenta de custodia.

De forma tal que, corresponde al liquidador basarse en las reglas que dicho artículo 206 registra para identificar la ley aplicable, remitiéndose en primera instancia a lo acordado por la casa de valores con el otro intermediario (ej. de la casa de valores extranjera) en el contrato para la apertura y manejo de la referida cuenta de custodia.

Luego de identificar la ley aplicable, entonces corresponde al liquidador identificar:

a. Los derechos y obligaciones del intermediario (ej. de la casa de valores extranjera) y de la casa de valores.
b. Si, efectivamente, se ha perfeccionado una prenda en favor de dicho intermediario sobre los activos financieros mantenidos en la cuenta de custodia a nombre de la casa de valores o sobre dicha cuenta de custodia y cuáles son sus efectos.
c. Si el intermediario tiene poder de dirección sobre dichos activos financieros o sobre la propia cuenta de custodia y si, efectivamente, existe prelación de la prenda sobre los derechos bursátiles que el intermediario mantenga reconocidos a la casa de valores (en liquidación forzosa) respecto de los activos financieros mantenidos en la cuenta de custodia.

Una vez se determine, de conformidad con la ley aplicable: *(i)* que dicho intermediario (ej. de la casa de valores extranjera) tiene poder de dirección sobre los activos financieros mantenidos en la cuenta de custodia a nombre de la casa de valores; *(ii)* que sobre estos activos financieros o sobre la propia cuenta de custodia se ha perfeccionado una prenda y; *(iii)* que esta prenda tiene prelación sobre los derechos bursátiles reconocidos a la casa de valores, podemos responder **la primera interrogante** indicando que **sí cabe legalmente la posibilidad** de que el liquidador, dentro del proceso de liquidación forzosa, pueda disponer de los activos financieros (que la casa de valores debe mantener, en cantidad suficiente, para satisfacer y respaldar los derechos bursátiles de sus clientes), con el objeto de pagar la obligación que adquirió y mantiene la casa de valores con un tercero de la calidad antes expuesta (ej. de la casa de valores extranjera), para que finalmente el liquidador pueda adquirir el poder de disposición de dichos activos, para continuar con el proceso de liquidación y proceder con la devolución de los mismos a los clientes de la casa de valores.

Si bien el consultante es del criterio de que no se contempla, ni en la Ley del Mercado de Valores ni el Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016, una norma que faculte expresamente al liquidador de una casa de valores para que, dentro del proceso de liquidación forzosa, disponga, enajene o realice *"los bienes de los clientes de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa para el pago de obligaciones registradas con un tercero a nombre de la casa de valores en liquidación forzosa administrativa."*, hemos aclarado, por un lado, que los clientes de la casa de valores ostentan propiamente derechos bursátiles, pero no sobre un bien o bienes en particular, sino sobre activos financieros de igual clase y de iguales características que el acreditado por la casa de valores en su cuenta de inversión, y; por otra parte, que es el propio Texto Único de la Ley del Mercado de Valores el que, en su artículo 243, determina excepcionalmente que tales activos financieros deben ser usados para responder al acreedor de la casa de valores, con poder de dirección y derecho de prenda sobre

dichos activos financieros, debido a que se instituyó legalmente prelación al derecho de tal acreedor frente a los derechos bursátiles de los clientes de la casa de valores sobre dichos activos financieros.

En ese sentido, debe tener presente el consultante que es el propio Texto Único de la Ley del Mercado de Valores el que le ha dado a las funciones del liquidador la naturaleza de —funciones administrativas forzosas o transitorias—, lo cual lo lleva a tomar decisiones motivadas sobre los derechos bursátiles de los clientes de la casa de valores, susceptibles de ser impugnadas ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia[8], de modo que, reiteramos, corresponde al liquidador, dentro del proceso administrativo de liquidación forzosa, no solo regir sus actuaciones en las normas de procedimiento contempladas en el Título XIV, Capítulo V, del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, sino que, al momento de dilucidar y decidir precisamente sobre los derechos bursátiles de los clientes de la casa de valores, debe contemplar y aplicar el Título X, Capítulo III, del citado Texto Único, en virtud de que es allí donde se desarrollan las normas sustantivas, precisamente el reiterado régimen de tenencia fiduciaria que gobierna las cuentas de inversión, los activos financieros y los derechos bursátiles de los clientes de la casa de valores, donde el artículo 229 dictamina claramente que dichos derechos bursátiles están sujetos a las limitaciones de dominio, a las restricciones y a las demás disposiciones contenidas en el precitado Capítulo III.

Es por ello que, en atención a los artículos 303 y 307 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, la Superintendencia, a través de la resolución donde ordena la liquidación forzosa de la casa de valores, requiere la comparecencia de los inversionistas y demás acreedores de esta para que presenten sus acreencias, y ordena la publicación de dicha resolución en un diario de circulación por 5 días hábiles. Pero el artículo 307 establece además que, si bien dichos inversionistas y dichos acreedores podrán comparecer hasta que el liquidador dicte el informe preliminar que dispone el artículo 308, —su falta de comparecencia no afecta los créditos cuya existencia prueben los registros de la institución registrada—.

Seguidamente, en este proceso de liquidación forzosa y en virtud del citado artículo 308, le corresponde al liquidador dictar un —informe preliminar—, en el que: *(i)* registra el nombre de los acreedores de la casa de valores, *(ii)* identifica los activos financieros y el título o prueba de estos, al igual que su prelación, y *(iii)* expone la situación patrimonial de la casa de valores; luego, publica dicho informe preliminar en un diario de circulación por 3 días hábiles, de manera que los acreedores, si así lo consideran, soliciten las aclaraciones o formulen las objeciones dentro de los 30 días calendarios a partir de la última publicación.

A continuación, y vencidos los 30 días calendarios antes mencionados, en atención al artículo 309 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, le corresponde al liquidador dictar —2 resoluciones motivadas—, así:

a. Una resolviendo las objeciones formuladas y disponiendo: *(i)* los bienes que integran la masa de la liquidación, *(ii)* los créditos aceptados y rechazados, indicando su naturaleza y cuantía y *(iii)* el orden de prelación con que los créditos contra la masa serán pagados;
b. Otra, en cuaderno separado, con la lista de los bienes y activos financieros excluidos de la masa de la liquidación, de forma tal que, a la luz del citado artículo 309 y del artículo 310 (numeral 1) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, las cuentas de inversión (y los activos financieros reflejados en esta) están expresamente excluidos de la masa de la liquidación.

Ambas resoluciones, según determina el citado artículo 309, deben publicarse en un diario de circulación nacional por 5 días hábiles, justamente para que los inversionistas y demás acreedores de la casa de valores puedan impugnar la decisión que está tomando el liquidador, ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia, mediante recurso de apelación o por la vía de incidente que debe ser interpuesto dentro de los 3 días siguientes a la última publicación.

Es en este momento en el que nos enfocamos en **la segunda interrogante**, donde el consultante plantea que ¿en el caso de faltante de activos financieros en las cuentas de inversión de clientes de la casa de valores en liquidación forzosa, si debe el liquidador devolver a dichos clientes los activos financieros "*remanentes*" en forma proporcional, de manera que todos los clientes, sin distinción, compartan el faltante?

En principio, y de acuerdo a lo que hemos venido desarrollando y resaltando en párrafos previos, la respuesta a esta interrogante es positiva, por lo que pasamos a explicar.

Como bien menciona el consultante, en virtud del citado artículo 310 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, el liquidador debe devolver a los inversionistas y a los reclamantes los bienes y

[8] Las "funciones administrativas forzosas" del liquidador fueron citadas por la Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, en Fallo de 7 de octubre de 2009: demanda contenciosa administrativa de nulidad interpuesta por la licenciada Ana González Belfon, actuando en representación de la empresa Logística Educativa, S.A., para que se declare nulo, por ilegal, el Acto de Subasta Pública de 8 de junio de 2009 emitido por el Banco de Desarrollo Industrial, S.A. (Banco DISA, S.A.) en liquidación forzosa.

activos financieros que no forman parte de la masa, dentro de los 30 días calendarios siguientes a que quede ejecutoriada la resolución que vimos determina el mencionado artículo 309.

Ahora bien, en un —primer escenario—, es evidente que el liquidador solo podrá devolver a los inversionistas **la totalidad** de los activos financieros para satisfacer **la totalidad** de sus derechos bursátiles reconocidos en las cuentas de inversión sobre dichos activos financieros, en la medida en que la casa de valores haya cumplido con su obligación prescrita en el citado artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, es decir: que mantenga activos financieros suficientes para satisfacer y respaldar **todos** los derechos bursátiles que, con respecto a dichos activos financieros, tenga reconocidos a los clientes en las cuentas de inversión.

No obstante, la situación especial que envuelve a una casa de valores en liquidación forzosa puede dar paso a un —segundo escenario—, que es el contemplado en el artículo 311 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, en el que la casa de valores no mantiene activos financieros suficientes para satisfacer todos los derechos bursátiles reconocidos a sus clientes en las cuentas de inversión, donde le corresponde al liquidador, entonces, identificar y excluir de la masa de la liquidación todos los activos financieros de dicha clase, que tenga la casa de valores, para distribuirlos **a prorrata** entre los clientes de la casa de valores y cubrir así el faltante.

Pero este artículo 311 contempla adicionalmente un —tercer escenario—, el cual inferimos es la base de la segunda interrogante del consultante, que no es más que una casa de valores en liquidación forzosa que ni siquiera cuenta con activos financieros propios para cubrir el faltante, en cuyo caso, determina claramente el citado artículo, dicho faltante será un reclamo del tenedor indirecto (los clientes de la casa de valores) contra la masa de la liquidación, el cual goza de prelación según lo dispone el artículo 315 (numeral 1) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Si este es el escenario en que se encuentra la casa de valores en liquidación forzosa, podemos responder **la segunda interrogante** indicando que el liquidador **sí debe devolver** a los clientes los activos financieros "*remanentes*" (entiéndase: aquellos con que cuente la casa de valores) en forma proporcional, de modo que todos los clientes, sin distinción, compartan el faltante.

Lo anterior tiene sustento por el hecho de que, como hemos visto del artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, la obligación de la casa de valores de mantener activos financieros suficientes tiene como finalidad satisfacer —**todos**— los derechos bursátiles reconocidos por esta a sus clientes en las cuentas de inversión, de manera que, en la medida en que el liquidador advierta un faltante que ni siquiera puede ser cubierto excluyendo activos financieros de dicha clase de la masa de la liquidación, todos (cada uno de) estos clientes deberán compartir proporcionalmente dicho faltante. De este modo, el liquidador garantiza la igualdad de trato y la comunidad de pérdidas que deben soportar todos estos clientes de la casa de valores.

El Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, a diferencia de otras leyes en materia de liquidación forzosa (p.ej. de la Ley Bancaria), no establece una prelación especial en la devolución de los activos financieros entre uno y otro cliente de la casa de valores, de allí que todos y cada uno de estos clientes han de concurrir en igualdad de condición en el proceso de liquidación forzosa y, por lo tanto, recibir proporcionalmente los activos financieros que existan.

Lo que hemos expuesto es un principio conocido en derecho como —***par conditio creditorum***—, que significa —igual condición de crédito—, que consiste en la paridad de tratamiento en igualdad de condiciones para los acreedores y cuyo objeto es la satisfacción a prorrata (proporcional) de los créditos de igual naturaleza; es decir, los acreedores van a participar en la liquidación forzosa revestidos de los mismos beneficios y de las mismas restricciones que dispone la ley, sin privilegios cuando se encuentren en igualdad de condiciones. Este principio ha sido citado por la Corte Suprema de Justicia en reiterados fallos que involucran liquidaciones forzosas ordenadas por la Superintendencia de Bancos de Panamá.

De acuerdo a este principio, los acreedores con créditos de igual naturaleza o categoría por ley deben recibir el mismo trato; por ende, está proscrito todo tipo de preferencia que se dé a alguno o algunos en detrimento de los derechos de los demás.

El Dr. Luis Diez-Picazo, ex catedrático de derecho civil y exmagistrado del Tribunal Constitucional de España, manifiesta sobre el tema lo siguiente:

> *"El patrimonio del deudor constituye el soporte de sus obligaciones, sobre él se hace efectiva su responsabilidad. Es, pues, la garantía común de todos los acreedores y el común objeto del poder de agresión por parte de ellos para la satisfacción forzosa de sus créditos...*

> *Partiendo de estas premisas se llega a la conclusión de que* ***todos los acreedores son, por regla general, de igual condición (par conditio creditorum) frente al patrimonio del deudor****, por lo que* ***si tal patrimonio es insuficiente no puede admitirse que los acreedores más despiertos, más veloces o más diligentes cobren por entero en perjuicio de los demás****. El principio de* ***la par conditio creditorum impone entonces el sacrificio de todos para evitar que unos cobren y otros no****, con excepción de los créditos que gozan de un privilegio para su cobro frente a los demás..."*[9]
>
> (Destacamos lo resaltado)

Este principio lo contempla el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y lo vemos, como bien indica el consultante, en el tan mencionado artículo 311, cuando señala que los activos financieros excluidos de la masa de la liquidación, para cubrir el faltante que hubiere, serán distribuidos **a prorrata** entre los tenedores indirectos; aunque, más que todo, lo vemos contemplado en el artículo 315, no sólo en cuanto gradúa o ubica a los acreedores contra la masa de liquidación en distintas categorías, según la naturaleza de su crédito, sino también, en cuanto establece que los acreedores de cada categoría serán pagados **a prorrata** y que cada categoría excluye a las otras según el orden establecido en dicha norma legal, hasta donde alcancen los bienes de la casa de valores, (teniendo como soporte, que contra la masa, se encuentran con mayor prelación, el faltante de las cuentas de custodia por incumplimiento del artículo 236, que corresponde a los clientes de la casa de valores). También se observa este principio en los artículos 308 (numeral 3) y 309 (numeral 3) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, que desarrollan expresamente las actuaciones y decisiones que debe adoptar el liquidador.

Ante este tercer escenario, consideramos que corresponde al liquidador, y así debe motivarlo en la decisión que emita en la resolución que dispone el mencionado artículo 309 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, lo siguiente:

a. Identificar los activos financieros excluidos de la masa de la liquidación, que mantiene la casa de valores para respaldar y satisfacer los derechos bursátiles reconocidos en las cuentas de inversión a sus clientes.
b. Identificar la totalidad de los derechos bursátiles que la casa de valores mantiene reconocidos a sus clientes en las respectivas cuentas de inversión.
c. Poner en conocimiento de dichos clientes que los activos financieros no son suficientes para satisfacer la totalidad de sus derechos bursátiles.
d. Explicar las razones por las cuales la casa de valores no mantiene activos financieros suficientes, ni propios, para satisfacer la totalidad de dichos derechos bursátiles.
e. Identificar el faltante en activos financieros necesarios para satisfacer la totalidad de dichos derechos bursátiles y, por consiguiente, informar cómo esto afectará equitativamente a cada uno de los clientes en sus respectivas cuentas de inversión, de manera que este faltante pase a ser un reclamo de dichos clientes contra la masa de liquidación, tal como lo dispone el artículo 311 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Respecto al literal "a.", también corresponde al liquidador identificar algún gravamen (p.ej.: prenda y otros) que afecte la libre disposición de todo o parte de dichos activos financieros, que mantenga un acreedor de la casa de valores con poder de dirección sobre dichos activos financieros, así como el sustento legal que lo originó frente a la casa de valores, y plantear de qué forma utilizará o dispondrá de los activos financieros para satisfacer el derecho de este acreedor, en virtud de la acentuada prelación que vimos determina el citado artículo 243 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Decimos lo anterior, retomando el supuesto en el que la casa de valores, para garantizar una obligación propia, haya dado en prenda o de otro modo gravado o comprometido dichos activos financieros con otro intermediario (ej. de la casa de valores extranjera), con quien mantiene la cuenta de custodia a su nombre y donde se encuentran tales activos financieros.

En principio, dicha obligación con el otro intermediario, al contraerla personalmente la casa de valores, debe ser asumida por esta; sin embargo, ante este escenario en el que la casa de valores en liquidación forzosa ni siquiera cuenta con recursos propios, solo queda que el liquidador cancele esta deuda con parte de los activos financieros, justamente por el gravamen que sobre estos pesa y del poder de dirección que mantiene el intermediario, dando de esta forma cumplimiento a lo establecido en el artículo 243 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores que, reiteramos, determina que estos activos financieros deben ser usados para responder al derecho de este acreedor prendario con poder de dirección, antes de cumplir con los derechos bursátiles que, sobre dichos activos financieros, tenga reconocidos la casa de valores a sus clientes.

---

[9] DIEZ-PICAZO, Luis; GULLÓN, Antonio: "Sistema de Derecho Civil. Volumen II. El contrato en general, la relación obligatoria, contratos en especial, cuasi contratos. Enriquecimiento sin causa, responsabilidad extracontractual"; Sexta Edición, Editorial Tecnos, S.A., Madrid, España, 1992.

De no cancelarse la obligación con el intermediario, el liquidador no podría disponer de los activos financieros, aunque sea una parte de estos la que esté gravada, lo que haría inviable una devolución a todos y cada uno de los clientes de la casa de valores. Decimos esto, justamente en virtud del principio *par conditio creditorum* que opera en este tipo de procesos, donde el liquidador debe dar igual trato a todos estos clientes, al concurrir por ley con derechos de la misma categoría o naturaleza.

Dicho de otro modo, aun cuando exista una porción de tales activos financieros que no esté gravada, no cabe una devolución parcial de estos a un segmento de clientes, precisamente porque, de hacerlo, el liquidador estaría dando una preferencia, en detrimento de los derechos de los demás, que no es correcta, menos cuando se está en una liquidación forzosa en que existe un faltante en activos financieros, que ni siquiera puede ser cubierto con recursos propios de la casa de valores.

Es importante recordar que, indistintamente del intermediario con quien la casa de valores mantenga estos activos financieros, porque así se lo permite el artículo 236 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, es este artículo el que establece que la obligación de adquirirlos y mantenerlos en cantidad suficiente **recae en la casa de valores**, para responder por los derechos bursátiles reconocidos a sus clientes, de allí que el liquidador deberá disponer de entre la **totalidad** de los activos financieros con que cuente la casa de valores, para cancelar la obligación que exista con el citado acreedor prendario, aunque, previo a dicha actuación, deberá emitir la respectiva resolución motivada, estableciendo todos los escenarios que afecten los activos financieros de la casa de valores, incluyendo los derechos bursátiles reconocidos a sus clientes, con el fin de cumplir con la transparencia y la publicidad que debe imperar en este proceso de liquidación forzosa, tal como lo establece el artículo 8 (literal "e") del Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016.

Dicha decisión del liquidador, plasmada en la resolución antes descrita, debe darse procurando velar por el mejor interés y derechos de los inversionistas y de los acreedores de la casa de valores, tal como lo determina el artículo 3 y 8 (literal "a") del Acuerdo 1-2016 de 13 de enero de 2016, por lo que el uso de los activos financieros, entre la totalidad que mantenga la casas de valores fiduciariamente, para cancelar la citada obligación, debe darse de una forma que no se cause mayor afectación (evite mayores pérdidas) a los clientes y en la medida en que se devuelvan a todos y cada uno de estos, proporcionalmente y sin distinción, los activos financieros que queden disponibles, de modo que el faltante, de acuerdo a los derechos bursátiles reconocidos por la casa de valores en las respectivas cuentas de inversión, sea compartido por estos y pase a ser un reclamo contra la masa de la liquidación, tal como lo dispone el artículo 315 (numeral 1) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Es importante destacar que esta resolución que emita el liquidador es susceptible de ser impugnada ante la Sala Tercera de la Corte Suprema de Justicia, garantizando con ello la oportunidad de los inversionistas (que se sientan afectados por la decisión) de que exista un control jurisdiccional, en el que se revisará la decisión del liquidador.

A lo largo del análisis de las normas contenidas en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, hemos podido apreciar que es esta última la que ha establecido distintos escenarios que pueden darse en la liquidación forzosa de una casa de valores, en que los activos financieros deben utilizarse para satisfacer no solo los derechos bursátiles de los clientes de la casa de valores, sino también otros derechos de terceros, donde le corresponde al liquidador, en las decisiones que adopte para el reconocimiento (pago o devolución) de estos derechos, atender la prelación que dicho Texto Único establece, al igual que actuar en el mejor interés y derechos de los inversionistas y de los acreedores de la casa de valores.

Debemos reconocer que, a diferencia de otras leyes en esta materia (p.ej. de la Ley Bancaria), el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores no es lo completamente expreso en cuanto a las funciones del liquidador, de allí, a través de esta Opinión y facultados en el artículo 19 de dicho Texto Único, hemos procurado dar una posición administrativa respecto a la aplicación de disposiciones del propio Texto Único que, consideramos, son la solución a los casos antes mencionados, sobre todo por el hecho de que, como ente del Estado, estamos llamados a propiciar la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado de valores y a garantizar la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas, donde es necesario que este proceso de liquidación forzosa, ordenado precisamente por esta Superintendencia, se maneje no solo de forma transparente, sino con la fluidez, la celeridad y en estricto apego al respeto de los derechos y prelaciones reconocidos el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Es precisamente sobre estos últimos conceptos que nuestra Corte Suprema de Justicia de forma atinada se ha pronunciado en reiteradas ocasiones, para resaltar las condiciones de estos procesos especiales de liquidación de entidades financieras reguladas, en el tenor de manifestar: *"La sola palabra "Forzosa" denota la naturaleza imperativa de ésta Liquidación Administrativa que se adelanta por separado de la vía judicial por motivos de simple conveniencia para facilitar* ***la***

celeridad del trámite, pero con estricto apego al respeto de los derechos y prelaciones reconocidos en la Ley *(Artículo 115 del Decreto Ley 9 de 1998[10]).*

En ese sentido, p.ej.: de la experiencia que se ha tenido ante la Corte Suprema de Justicia, esta última ha confirmado la **representación legal** que ostenta liquidador designado por esta Superintendencia para la liquidación forzosa de una casa de valores[11]; lo cual tiene todo sentido, no solo por el hecho de que de otro modo no podría llevar a efectos cabalmente sus funciones (entre estas: el pago de las acreencias y el reconocimiento de los derechos que hubieren), sino por el hecho de que si para el interventor y para el reorganizador, también designados por esta Superintendencia en medidas especiales que justamente antecedieron la liquidación forzosa, los artículos 287 y 294 (numeral 1) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores determinan que ejercen privativamente la administración y el control de la institución registrada (p.ej. de una casa de valores) e, incluso, reconocen la representación legal que tiene el interventor respecto a esta última, en el caso del liquidador mal pueden inferirse excluidas dichas atribuciones.

Esta representación legal del liquidador debe llevarlo, le permite y así debe hacerlo, a realizar actuaciones y tomar decisiones en interés común de los acreedores, tal como se desprende del artículo 314 y concordantes del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y hemos descrito para los casos antes expuestos, de allí que es importante recordar que sobre las decisiones motivadas que llegue a adoptar, precisamente sobre derechos de los clientes de la casa de valores, existe un control jurisdiccional, que puede ser invocado por quienes se consideren afectados.

Fundamento legal: artículos 14 (numeral 18), 19 y 20 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

/rd/aa.

[10] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 5 de septiembre de 2003: Recurso de Anulación interpuesto por la firma Tapia, Linares y Asociados, en nombre y representación de BANCO DISA, S.A., contra el laudo arbitral de fecha 31 de octubre de 2002 y la resolución de aclaración de 19 de noviembre del mismo año, proferida dentro del proceso arbitral promovido por CURACAO EXIMPORT ENTERPRISES, CO., N.V., contra BANCO DISA, S.A., llevado a cabo por el Tribunal Arbitral constituido en el Centro de Conciliación y Arbitraje de la Cámara de Comercio e Industrias de Panamá

[11] Corte Suprema de Justicia de la República de Panamá, Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo, Fallo de 12 de abril de 2016: Recurso de apelación interpuesto por el licenciado Joaquín Roger Pérez, en nombre y representación de Financial Pacific, Inc., contra la Resolución No. 1 de 4 de diciembre de 2015, emitida por el liquidador de Financial Pacific, Inc.