REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINIÓN No. 7-2002

De Oficio

De 28 de agosto de 2002

Tema: Posición administrativa de la Comisión Nacional de Valores acerca de los efectos de los pactos entre accionistas que tengan bloques de control en sociedades registradas y potenciales adquirentes de las mismas, en el contexto de una Oferta Pública de Compra de acciones, frente al articulo 100 del Decreto Ley 1 de 1999, sobre Revocación de la Aceptación.

La Comisión Nacional de Valores, en ejercicio de la atribución que le confiere el artículo 10 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá, expresa por este medio y de oficio, su posición administrativa acerca del efecto jurídico que tienen los pactos o convenios celebrados entre accionistas que, individual o conjuntamente, detentan bloques de control en una sociedad registrada, con otras personas o sociedades y que tengan el objetivo de llevar a cambio una operación de toma de control de la sociedad registrada, en el contexto de una Oferta Pública de Compra de Acciones (en lo sucesivo, OPA).

Antecedentes:

En nuestro país, el proceso de toma de control de sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores pasó de un estado de ausencia total de regulación (salvo el régimen de defensa contra ofertas hostiles establecido en el Decreto 45 de 1977 vigente y confirmado en el artículo 103 del Decreto Ley 1 de 1999), a la institución de la OPA facultativa o voluntaria, con la entrada en vigencia del Decreto Ley 1 de 1999.

Sociedades dedicadas a un tipo de actividad cuya explotación son objeto de regulación legal específica (v.gr., bancos, compañías de seguros o casas de valores), serían una excepción en el sentido de que un cambio significativo en la composición accionaría probablemente requeriría de autorización previa del ente regulador de que se tratara, pero bajo un prisma y con unos objetivos completamente distintos desde el punto de vista regulatorio.

A pesar del poco tiempo transcurrido, el mercado de valores panameño ha vivido la experiencia de tres OPAs lanzadas sobre sociedades registradas (Primer Grupo Nacional, S.A., Corporación INCEM, S.A. y Cervecería Nacional, S.A.), cada una con sus peculiaridades y elementos distintivos.

No ha escapado a la atención de esta Comisión que en dos de los tres casos antes mencionados, la OPA lanzada por la totalidad de las acciones estuvo antecedida de la celebración de pactos o convenios privados con accionistas de dichas sociedades registradas que de forma individual o conjunta con otros accionistas, formaban un bloque de control. En ambos casos, el propósito de tales convenios era que, una vez lanzada la OPA, los accionistas suscriptores del convenio se obligaran a aceptar la oferta, estableciendo incluso penalidades en el evento de que los accionistas suscriptores no aceptaran o revocaran la aceptación previamente manifestada de la OPA.

La Comisión considera que el efecto de dichos acuerdos previos en el contexto de una OPA lanzada de conformidad con la legislación vigente, es contrario al tenor literal y espíritu del artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999, cuyo texto transcribimos a continuación:

"*Artículo 100: Revocación de la aceptación*

> *Cualquier tenedor de acciones que haya aceptado un oferta pública de compra de acciones podrá revocar su aceptación antes de que venza el plazo de la oferta.*
>
> *La persona que haga una oferta pública de compra de acciones pude reservarse el derecho de retirar la oferta en cualquier momento o por cualquier razón."*

Llegado este punto, resulta de interés reflexionar sobre algunos de los objetivos de un proceso de OPA. En un proceso de OPA, se busca que todos los tenedores de acciones puedan concurrir a este en igualdad de condiciones, dándose por tanto a todos los accionistas la posibilidad de escoger entre aceptar o no la propuesta de la entidad oferente ya sea por inconveniente o porque surge una oferta competidora más atractiva. Por tanto, el objetivo deseado es garantizar la participación de todos los accionistas, en idénticas condiciones e igual nivel de información y de todas las ofertas que pudiesen suscitarse.

Asimismo existe un principio de transparencia que inspira de forma general los mecanismos prevalecientes en la dinámica de los mercados de valores, piedra angular sobre la cual descansa la confianza del público inversor que, con el más legítimo de los intereses, tiene derecho a saber y conocer de los actos que implican procesos de toma de control de las compañías en las que han depositado la suficiente confianza como para invertir. Es previsible que información de esta naturaleza sea en el futuro objeto de reportes específicos ante esta autoridad, toda vez que accionistas con bloques importantes son personas sobre los cuales existe una presunción de poseer o tener acceso a información privilegiada ("*statutory insiders*"). Sin perjuicio de lo anterior, es información que constituye un hecho de importancia en la vida corporativa cotidiana de la sociedad registrada.

Evidentemente, la institución de la OPA entraña un elemento de protección a los accionistas minoritarios, pues ésta puede constituirse en una oportunidad de vender sus acciones a un precio superior al precio de mercado, en lo que sería la repartición igualitaria de la denominada *prima de control.* Precisamente para ello, la norma dispuso en lenguaje contundente la posibilidad para el accionista de revocar la aceptación ya manifestada antes de que venza el plazo de la oferta. Este derecho adquiere enorme importancia en un escenario donde exista más de un oferente interesado.

Nuestro ordenamiento civil consagra la autonomía de la voluntad, con sujeción a ciertas limitaciones:

> "***Artículo 1106.*** *Los contratantes pueden establecer pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a la ley, a la moral ni al orden público."* (lo subrayado es nuestro).

Como puede observarse, la autonomía de la voluntad es reconocida en el artículo 1106 del Código Civil, pero con límites en normas imperativas, morales o de orden público y por tanto, sujeta a la validez misma del negocio al cual subyace.

Posición de la Comisión:

La Comisión considera que cualquier acuerdo que coarte el derecho del accionista a ejercer su libre derecho de revocar la aceptación previamente manifestada dentro de una OPA, es contrario al artículo 100 del Decreto ley 1 de 1999 y al orden público y por ende, cuestionable su validez legal ante los tribunales de justicia ordinarios como entes facultados de forma exclusiva para hacer tal determinación.

El sustento de esta posición descansa en nuestro ordenamiento civil, en particular el artículo 1106 del Código Civil antes citado y sobre el cual la Corte Suprema de Justicia ha tenido oportunidad de pronunciarse en diversas ocasiones, en cuanto a su efecto sobre los contratos. En sentencia de 14 de julio de 1995, al resolver un recurso

extraordinario de casación que versaba sobre la validez de una cláusula en un contrato, entre particulares manifestó lo siguiente:

> "…..
>
> *La cláusula cuarta de ese contrato pretende, así lo entiende la Sala, sujetar, en beneficio del apoderado, la facultad que tiene el poderdante para revocar libremente el poder cuando lo considere conveniente.* ***Ello contraviene claras normas legales. No es factible aceptar la tesis expuesta por el juzgador de segunda instancia en virtud de la cual debe privar el principio de la libertad de contratación; tal aserto violentaría la última parte del artículo 1106 del Código Judicial, al aceptar una cláusula que contraviene a la ley y al orden público.*** *Se permitiría un enriquecimiento de una parte sin que existiera una causa; en este caso la prestación total del servicio…."* (el énfasis es nuestro). [1]

En el caso que nos ocupa, claramente existe una norma de rango legal que dispone la libertad del accionista de revocar la aceptación previamente manifestada, antes de que venza el plazo de la OPA. En consecuencia, cualquier pacto que menoscabe o prohíba el ejercicio de ese derecho, es a juicio de esta Comisión y por ende ésta es su posición administrativa, contrario el artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999.

Dada en la ciudad de Panamá, a los veintiocho (28) días del mes de agosto del año dos mil dos (2002).

PUBLIQUESE

Fdo.
CARLOS A. BARSALLO P.
Comisionado Presidente

Fdo.
ROBERTO BRENES P.
Comisionado Vicepresidente, a.i.

Fdo.
ANA ISABEL DIAZ V.
Comisionada, a.i.

[1] BANCO NACIONAL DE PANAMÁ recurre en casación en el proceso sumario de lanzamiento que le sigue a Eugene Mcgrath Renauld. Magistrado ponente: Rafael A. González.