REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 03-2003

(de 9 de abril de 2003)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores (en adelante la "CNV") **aclarar** la Opinión No. 2-2003 de 20 de febrero de 2003 (en adelante "la Opinión") expedida a los mismos solicitantes en respuesta en consulta de 29 de enero de 2003 (en adelante "la solicitud"), referente a la factibilidad de obtener de parte de la CNV el registro de las Acciones de una compañía panameña, listadas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. para su negociación en mercado secundario y el trámite bajo el cual estas acciones deberán ser registradas en la CNV. (Fundamento Jurídico aplicable: Artículo 69, numeral 3, y artículo 83, numeral 4, literal "c" del Decreto Ley No. 1 de 1999)

Solicitante: **MORGAN & MORGAN** (abogado Inocencio Galindo).

Antecedentes: Con nota de 30 de enero de 2003, la firma forense MORGAN & MORGAN en su propio nombre y representación, solicitó a la CNV que ésta sentara su posición administrativa respecto de la viabilidad de un registro de acciones de una sociedad con ciertas características que se describen en dicha nota (básicamente, acciones de una sociedad panameña afiliada a otra sociedad extranjera listada en el mercado electrónico de NASDAQ). En lo medular, la solicitud de la opinión planteaba como criterio del solicitante que en el caso concreto que allí se exponía, no era de aplicación una disposición contenida en el Artículo 17-A del Acuerdo 6-2000, a saber, el requisito de que las acciones que se registraran bajo el numeral 3 del Artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999 hubiesen estado en circulación por un período no inferior a un año, fundamentalmente bajo argumentos de aplicación territorial de la ley panameña.

Con fecha 20 de febrero de 2003, la CNV emitió la Opinión 2-2003, en la que luego de analizar la normativa aplicable al caso, sentó su posición administrativa en el sentido de que, y citamos:

- *"(...) Dicho todo lo anterior, la Comisión Nacional de Valores considera que la documentación a presentar consistirá en un Prospecto Informativo y el Formulario R-2(sic). La Información que se conforma dicho Prospecto, podrá ser modificada según se aplique. El mismo Prospecto se pondrá a disposición de todos los inversionistas, como se hace con cualquier oferta pública.*

- *Una **persona que ha adquirido acciones producto de una colocación privada** tiene la siguiente opción, conforme a la legislación vigente: Revende dichos valores, o parte de ellos, dentro de un período de un (1) año desde la última compra con lo cual se convierte en un oferente (artículo 1 Decreto Ley de valores) y debe proceder al registro en la CNV de los valores para su oferta pública (artículo 82 Decreto Ley de valores), utilizando para ello un prospecto informativo y en particular, en su relación con el emisor, atendiendo a lo dispuesto en el artículo 84 del Decreto ley 1 de 1999.(...)"*

El solicitante plantea la siguiente situación:

El solicitante requiere aclaración con respecto al contenido de la Opinión No. 2-2003 considerando que *"…al revisar la Opinión, hemos notado que la CNV no ha podido emitir un concepto claro sobre la aplicación del Artículo 17-A del Acuerdo 6-00, debido a que, en su opinión, de la forma en que se transcribe la transacción la CNV no tiene mayores elementos para determinar si se reúnen las condiciones de lo que según la legislación panameña se entiende como una colocación privada. Toda vez que este es un punto medular de nuestra Solicitud, a continuación procedemos a dar las explicaciones necesarias para que la CNV pueda aclarar la Opinión y pronunciarse más en concreto sobre este tema.*

Como mencionamos en la Solicitud, somos de la Opinión que debido a que las Acciones serán listadas en la Bolsa, el artículo 69, numeral 3 del Decreto Ley 1 de 1999 aplica, lo cual hace obligatorio el registro de las Acciones con la CNV. Es decir, el registro de las acciones una vez listadas en la Bolsa es obligatorio, y lo que quedaría por ver es la manera en la cual se debe tramitar el registro."(…)

Continúa el solicitante al explicar que *"…Como mencionamos al describir la transacción en la Solicitud, las Acciones serán distribuidas como parte de una reorganización corporativa que se realizará fuera de Panamá* ***(en la Solicitud utilizamos la palabra "reestructuración", la cual puede haber causado confusión, pero que debe entenderse para todos los efectos como sinónimo de "reorganización").*** *(El resaltado es propio)" (…)*

Aunado a lo anterior, el solicitante señala que *"(…) En efecto, lo que ocurrirá en la transacción descrita en nuestra Solicitud es que fuera de Panamá se dará una distribución de las Acciones como parte de una reorganización corporativa, la cual estará exenta de registro conforme a las leyes de la jurisdicción en la cual se realizará la distribución, y luego que se distribuyan las Acciones,* ***el emisor de dichos valores (una compañía panameña), listará los mismos en la Bolsa para que sus tenedores puedan negociarlos en el mercado secundario.*** *(…)". (El resaltado es propio)*

CRITERIO DEL SOLICITANTE:

El Solicitante sostiene que la legislación de valores de Panamá no le es aplicable a la distribución de las Acciones, visto que dicha transacción se realizará fuera de la República de Panamá, situación tal que lo lleva a colegir que ésta no califica como una colocación privada de la manera en que ésta es concebida en el Decreto Ley 1 de 1999, siendo inaplicable, por ende, el numeral 2 del Artículo 17-A del Acuerdo 6 de 2000. Acota éste que *"En vista de lo anterior, no puede aplicar a nuestra transacción el requisito establecido en el mencionado numeral 2 referente a que las Acciones estén en circulación por un período no inferior a 1 año para poder solicitar el registro de dichos valores ante la CNV. En cuanto a este tema, es importante también mencionar que en su análisis la CNV no debe circunscribirse solamente a la aplicación de los numerales 1 y 2 del artículo 17-A del Acuerdo 6-00, debido a que dicho artículo no establece una lista taxativa de los valores que se pueden registrar una vez listados en una bolsa en Panamá. Por el contrario, tal y como el mismo artículo indica claramente, la categoría tratada en el mismo "comprende", es decir, incluye los valores listados en los numerales 1 y 2 del Artículo 17-A, no siendo esta una lista taxativa. Y es que para poder cumplir con el requisito de registro establecido en el artículo 69 (3) del Decreto Ley 1, se hace necesario que dicha lista no sea taxativa porque de lo contrario un valor listado en una bolsa en Panamá que no esté comprendido dentro de los numerales 1y 2 del artículo 17-A del Acuerdo 6-00 no podría ser registrado, lo cual resultaría en la violación del artículo 69 (3) del Decreto Ley 1."*

Con respecto a la forma en la cual se debe hacer el registro de las Acciones, el solicitante estima *"… que de conformidad con el artículo 18 del Acuerdo 6-00, la solicitud de registro de las Acciones (que en este caso correspondería a valores listados en una bolsa) debe tramitarse suministrando la información requerida por el Formulario RV-2 (además de la documentación accesoria que se pide en el acuerdo). En nuestra opinión no se debe solicitar un prospecto informativo debido a que éste es un documento que contiene información sobre una* ***oferta o emisión de valores,*** *lo cual no ocurre en este caso, por lo cual no se podría completar adecuadamente el prospecto. En el caso que nos interesa, como mencionamos antes, las Acciones serán distribuidas fuera de Panamá y se solicitará el registro de las mismas luego de listadas en la Bolsa para su negociación en el mercado secundario. Por lo tanto, nos parece que no debe ser requisito la presentación de un prospecto informativo para el registro de las Acciones."(…)*

POSICIÓN DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES:

La CNV observa que una vez confrontados los hechos narrados en la consulta que originó la Opinión (fechada al 29 de enero de 2003), con los hechos plasmados en esta consulta (fechada al 10 de marzo de 2003), existen discrepancias entre ellas. Veamos:

Con relación a la descripción de la transacción, la consulta que originó la Opinión señalaba:

"Una compañía estadounidense de biotecnología listada en NASDAQ (la "Compañía Madre") está en proceso de ***reestructurar*** *su negocio, el cual contempla transferir ciertos bienes inmuebles de la Compañía Madre (localizados en el extranjero), a una subsidiaria panameña de la Compañía Madre (la "Subsidiaria"). Tales bienes serán a su vez arrendados por la Subsidiaria a la Compañía Madre (en un transacción de leaseback). Como parte de la transacción las acciones emitidas por la Subsidiaria, de propiedad de la Compañía Madre, serán distribuidos a los accionistas de la Compañía Madre (todo esto ocurrirá fuera de Panamá).*

La Compañía Madre desea, como parte de la transacción, listar las acciones emitidas por la Subsidiaria*, y repartidas a los accionistas de la Compañía Madre (las "Acciones"), en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (la "Bolsa") para facilitar la negociación de dichos valores en el mercado secundario". (…)*

No obstante, en la solicitud de aclaración de la Opinión 2 -2003 el solicitante se aleja de las premisas originales (*véase página primera)* al señalar:

1. *"Las Acciones serán distribuidas como parte de una* ***reorganización*** *corporativa que se realizará fuera de Panamá.* ***(El resaltado es propio)***
2. *El* ***emisor de dichos valores (una compañía panameña)*** *listará los mismos en la Bolsa para que sus tenedores puedan negociarlas en el mercado secundario."* ***(El resaltado es propio)***

Por otra parte, se introducen nuevos elementos a la descripción de la transacción que coadyuvan a un mejor entendimiento y análisis del escenario planteado, verbigracia, el mecanismo de distribución de las acciones de la compañía panameña a los accionistas de la Compañía Madre y su carácter de excepción de registro en la jurisdicción donde se lleva a cabo.

A continuación, abordaremos los tres (3) puntos básicos que han sido cuestionados por el solicitante, con la intención de clarificar la posición administrativa de la Comisión.

1. ¿Es necesario el Registro de las Acciones?

El artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999 dispone:

"*Artículo 69: Registro obligatorio*
Deberán registrarse en la Comisión los siguientes valores:

(1) Los valores que hayan sido objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión.
(2) *Las acciones de emisores domiciliados en la república de Panamá que, el último día de su año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas que estén domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagado de dicho emisor.*
(3) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.
(…)"

De conformidad con el régimen legal vigente, el primer supuesto de registro obligatorio ante la Comisión es el concerniente a valores que sean objeto de ofrecimiento público. El procedimiento de registro por esa circunstancia ha sido ampliamente desarrollado en el Acuerdo 6-2000, en sus artículos 1 al 16.

El segundo supuesto de registro obligatorio lo constituye el caso de emisores domiciliados en Panamá que tengan cincuenta (50) o más accionistas domiciliados en Panamá, que reúnan las características que en el numeral 2 del artículo 69 se establecen. El procedimiento de registro de tales valores ha sido desarrollado en el mismo Acuerdo 6-2000, fundamentalmente en sus artículos 17, 18 y 19, registro que se solicitaría a través del Formulario RV-2, que requiere básicamente la misma información del emisor que se requiere a los emisores que hacen ofrecimientos públicos, omitiendo la información que es propia al **ofrecimiento público inicial** de un valor. Esto se entiende a partir del hecho de que tales acciones fueron emitidas y puestas en circulación bajo cualquier mecanismo distinto del ofrecimiento público y en fecha

anterior. En este supuesto, la obligatoriedad del registro deviene de un factor meramente cuantitativo, a saber, el hecho de que un emisor con esas características alcance el número de cincuenta (50) o más accionistas, que representen al menos el 10% del capital pagado del emisor.

Finalmente, el numeral 3 del artículo 69 arriba trascrito fue desarrollado en el Acuerdo 6-2000, específicamente a través de su artículo 17-A, que fue adicionado mediante Acuerdo 15-2000.

Así las cosas, descansando en el presupuesto de que el emisor a que se refiere la consulta, logre el listado de sus acciones en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., es evidente la obligatoriedad del registro de estas acciones ante la CNV.

2. ¿Es aplicable o no el numeral 2 del artículo 17-A del Acuerdo 6-2000?

El artículo 17-A del Acuerdo 6-2000, **Del registro de valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá**, determina qué tipo de valores están comprendidos bajo este registro obligatorio: 1) Valores listados bajo la vigencia de Decreto de Gabinete 247 de 1970 y sus reglamentos; 2) Valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales el emisor de tales valores solicite su registro para negociación en mercado secundario, siendo necesario que estos valores hayan estado en circulación por un período no inferior a un año.

Queda claro que la situación a que se refiere el numeral 1 del artículo 17-A es transitoria y diseñada para atender a una situación específicamente generada por el cambio de legislación (registros voluntarios otorgados bajo el Decreto de Gabinete No. 247 de 1970 –anterior regulación del mercado de valores), en la que no se encuentra el emisor del caso que nos ocupa.

Eso deja como única opción de registro, al menos bajo el numeral 3 del artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999 **como a la fecha se encuentra desarrollado por el artículo 17-A del Acuerdo 6-2000** al que nos hemos referido, a aquellos valores emitidos y puestos en circulación a través de una colocación privada (oferta exenta por definición en el artículo 83 del Decreto Ley) que una Bolsa admita para negociación, pero sujetos a la condición establecida por reglamento de que los mismos hayan estado en circulación al menos por un año.

El solicitante argumenta que esta última condición de que el valor haya estado en circulación al menos por un año no le es aplicable, porque los valores en cuestión no fueron emitidos y puestos en circulación por el mecanismo de una colocación privada, sino como resultado de una reorganización corporativa del grupo del cual hace parte el emisor. En consecuencia, alega que no tratándose de una colocación privada, no le es aplicable tampoco el segundo predicado de la norma (que haya estado en circulación al menos un año).

Adicionalmente, el solicitante aduce principios de territorialidad de la norma, al señalar que no debe ser calificado bajo los lineamientos del Decreto Ley 1 de 1999 una transacción que es efectuada y que surte sus efectos jurídicos en el extranjero, ello es evidente para la CNV, así como resulta evidente que la exención a que pudiera estar sujeta la oferta o venta de esos valores en el extranjero tampoco es aplicable, exigible u oponible dentro de la jurisdicción panameña.

Para una mayor ilustración, el **Vocabulario Jurídico,** publicado bajo la dirección de *Gérard Cornu* señala:

"**Territorialidad:**

1. **(…)**
2. **Postulado según el cual el derecho en vigencia en un territorio de una parte, sólo es aplicable en este territorio, y de otra parte no tiene efecto fuera de este territorio.**
3. **(…)"**[1]

De lo anterior colegimos que, para el escenario planteado, los valores en cuestión no son el producto de una colocación privada sujeta a la legislación panameña, por lo cual no le es aplicable la restricción de un período de negociación no inferior a un (1) año

[1] **ASOCIACION HENRI CAPITANT**: VOCABULARIO JURÍDICO. Editorial Temis, S.A., 2da. Edición, Santa Fe de Bogotá, 1995. Página No. 858.

para admitir el registro de éstos ante la Comisión establecida por el numeral segundo del Artículo 17-A del Acuerdo 6-00, modificado por el Acuerdo 15-00.

3. ¿Cuál es la manera adecuada de tramitar el registro de las acciones?

Atendiendo a la interrogante del solicitante en el sentido de si los supuestos de registro regulados en el Acuerdo 6-2000 son una lista taxativa o enunciativa, debemos manifestarnos en el sentido de que el acto administrativo que constituye la concesión de un registro de valores en la CNV, es uno que debe satisfacer las condiciones de seguridad jurídica y existencia de procedimiento previo que se establecen tanto por la norma especial (Decreto Ley 1 de 1999) como por norma general de procedimiento administrativo (Ley 38 de 2000 y Código Administrativo).

Más que una lista taxativa o enunciativa, se trata del desarrollo de los tres supuestos de registro de valores establecidos en el Decreto Ley. Es menester expresar que la consulta que nos ocupa ha dejado en evidencia que sí existen escenarios adicionales a los contemplados en la norma que desarrolla el numeral tercero del artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999. Ello es así, y obliga a esta autoridad ha considerar la necesidad o conveniencia de reglamentar el registro de valores que hayan sido emitidos y puestos en circulación por medio de otras oferta exentas de registro además de la colocación privada *(verbigracia: inversionistas institucionales, traspasos corporativos, ofertas a empleados)* según dispone el artículo 83 del Decreto Ley 1 de 1999.

El Prospecto Informativo como es entendido por los distintos mercados de valores es, *per se*, un instrumento concebido para la venta u ofrecimiento mediante oferta pública inicial de valores, característica inexistente en la consulta planteada en la cual se hace referencia a una sociedad que ha colocado (o planea colocar previamente) sus acciones como producto de una reorganización corporativa fuera del territorio de la República de Panamá, y que desea, luego de haber realizado la colocación inicial de dichas acciones, listar las mismas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.: A nuestro criterio la posterior negociación en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. representa una negociación en mercado secundario. Bajo esta perspectiva, mal podría la CNV exigir al solicitante el registro de las acciones de la sociedad ante la CNV bajo el formulario RV-1 y documentos adicionales a éste.

En consecuencia, y dándole fiel cumplimiento al artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999 esta Comisión Nacional de Valores, en su calidad de autoridad que reglamenta, supervisa y fiscaliza el mercado de valores de Panamá, estima que el trámite idóneo para el registro de las acciones bajo los presupuestos planteados es a través de la presentación del Formulario RV-2 y de los documentos requeridos según los artículos 20 y ss del Acuerdo 6-00, como fuera modificado por el Acuerdo 15-00.

Culminamos enfatizándole al solicitante la importancia que reviste la transacción previa que da origen a las acciones objeto de esta consulta, y recomendamos se abunde sobre ella, así como en la historia y desarrollo de la sociedad madre, en aras de proporcionar al público en general el grado de información necesaria para que prospectivos inversores tomen una decisión debidamente informados.

Fundamento Legal: Artículo 69, 82 y 83 del Decreto Ley 1 de 1999.

Dado en la Ciudad de Panamá, a los nueve (9) días del mes de abril de dos mil tres (2003).

PUBLIQUESE

CARLOS A. BARSALLO P.
COMISIONADO PRESIDENTE

ROLANDO DE LEON DE ALBA
COMISIONADO VICEPRESIDENTE

ROBERTO BRENES P.
COMISIONADO