REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
OPINIÓN N° 4 - 2013
De 9 de Agosto de 2013

Tema: Respecto a si un inversionista institucional que ha adquirido valores en Panamá bajo la excepción de registro contenida en el artículo 129 (3) de la Ley de Valores puede revender estos valores a personas domiciliadas fuera de Panamá (i) transcurrido menos de un año después de haber adquirido los valores y (ii) después de expirado el plazo de un año antes señalado.

Solicitante: **Estif Aparicio**
Arias Fábrega & Fábrega

Criterio del Solicitante:

A continuación se transcribe hechos y posición del solicitante del solicitante con su respectivo criterio.

I. *HECHOS.*

PRIMERO: Que uno de nuestros clientes planea adquirir valores valiéndose de la exención de registro para inversionistas institucionales del artículo 129 (3) de la Ley de Valores;
SEGUNDO: Que este cliente ha considerado la posibilidad de revender dichos valores dentro del término de un año después de haber adquirido los mismos a inversionistas domiciliados fuera de Panamá; y
TERCERO: Que este cliente ha considerado hacer parte de esta reventa después de expirado el plazo de un año, también a inversionistas domiciliados fuera de Panamá.

II. POSICION DEL CONSULTANTE.

Respecto a la consulta ya descrita, a nuestro juicio, un inversionista institucional que adquiera valores ofrecidos en Panamá bajo la excepción de inversionista institucional puede revender estos valores a personas domiciliadas fuera de Panamá en menos de un año después de haber adquirido los valores. Esta posición se basa en las siguientes consideraciones.

1. La reventa no sería considerada "oferta pública" de valores sujeta a registro.

La reventa de valores por parte de un inversionista institucional domiciliado en Panamá que ha adquirido estos valores en Panamá no es una "oferta" pública de valores, por lo que no requiere registro ante la SMV. Según establece el artículo 128 de la Ley de Valores, el criterio central para requerir el registro ante la SMV es que haya una "oferta" pública de valores en la República de Panamá. El mismo artículo aclara que cualquier oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de Panamá, no es considerada una "oferta hecha en la República de Panamá", por lo que la obligación de registro ante la SMV no existiría en estos casos.

Dado que el artículo 128 de la Ley de Valores no establece distinción o calificación alguna a la regla general por la que se requiere registro, en aplicación al principio ubi lex non distingui, non distinguere debemus (no debemos distinguir donde la ley no distingue), no sería válido considerar vía interpretación que de alguna manera, la reventa por parte de un inversionista institucional de valores adquiridos en Panamá a personas domiciliadas fuera de Panamá, es "oferta" sujeta a registro ante la SMV.

Como se expondrá más adelante, la Ley de Valores panameña tiene como objetivo la protección del público inversionista domiciliado en Panamá, por lo que una interpretación tanto sistémica como teleológica obligaría a restringir el requisito de registro ante la SMV en cualquier caso en que no se busque la protección de un inversionista domiciliado en Panamá, como lo sería la venta de valores a personas domiciliadas fuera de Panamá

aunque ésta sea hecha menos de un año desde la adquisición de estos valores por parte del inversionista institucional.

Como la SMV tiene como objetivo expreso dado por la Ley de Valores "la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen ***en la República de Panamá*** *o desde ella" y sabiendo además que la oferta hecha desde Panamá a inversionistas domiciliados fuera de Panamá no se considera oferta pública en Panamá. Por este motivo, consideramos, que dado que la reventa no se haría en panamá ni a inversionistas domiciliados en Panamá, la SMV carecería de competencia para regular el asunto o requerir el registro de la venta de estos valores a inversionistas domiciliados fuera de Panamá.*

2. ***El inversionista institucional que revende no sería considerado un "oferente".***

Los dos supuestos de reventa son (i) si la reventa a personas no domiciliadas en Panamá se ha hecho dentro del primer año luego de haber adquirido los valores por medio de la excepción de inversionista institucional y (ii) si la reventa a personas no domiciliadas en Panamá se da después de expirado el período de un año ya mencionado.

(i) *Un inversionista institucional que revenda valores a personas no domiciliadas en Panamá dentro del término de un año después de haber adquirido los valores en Panamá no cae dentro de la definición de "oferente" de la Ley de Valores. La Ley de Valores considera que un "oferente" es una persona que realiza alguna de las siguientes tres acciones:*

A. *Que ofrezca o venda valores de un emisor en representación de dicho emisor o de una persona afiliada a esta como parte de una oferta sujeta a registro;*
B. *Que compre o adquiera de un emisor o de una persona afiliada a este valores emitidos por dicho emisor con la intención de ofrecer o revender dichos valores como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro; o*
C. *Que compre o adquiera de un emisor o de una persona afiliada a éste o de otro oferente de valores emitidos por dicho emisor mediante una colocación privada dentro de un período de un año.*

Los primeros dos casos claramente no aplican a los presupuestos fácticos de esta consulta. El tercer caso, que podría sostenerse aplica al supuesto consultado, en realidad debe leerse tomando en cuenta la regulación sobre oferta pública de valores expuesta en la sección anterior, hecha a personas domiciliadas en Panamá. La reventa de la que se habla no es más que una "oferta" más, por lo que para que sea requerido el registro, esta reventa debe cumplir con los requisitos de la oferta.

La interpretación hecha se apoya en el acuerdo 1-2001 por el cual se reglamentó la oferta y venta de valores a inversionistas institucionales. El artículo 8 de este acuerdo, aclara que en caso de que la reventa no se haga a otros inversionistas institucionales, ésta deberá registrarse al igual que se requiere el registro de cualquier oferta pública, hecha a personas no domiciliadas en Panamá. Sin embargo, dado que la oferta a inversionistas domiciliados fuera de Panamá no es oferta pública, tampoco el inversionista institucional que revende los valores a inversionistas domiciliados fuera de Panamá sería considerado "oferente" obligado a registro ante la SMV.

(ii) *Para el caso de reventa de valores luego de expirado el período de un año, en aplicación del principio de territorialidad que informa la Ley de Valores, el inversionista institucional podrá revender los valores libremente a personas domiciliadas fuera de Panamá sin calificación o requerimiento adicional alguno.*

3. ***Subsidiariamente, la SMV tiene la potestad legal de considerar el caso consultado como una excepción al requerimiento de mantener los valores por un período de un año luego de la adquisición de los mismos por parte del inversionista institucional.***

Aún en el caso de que la SMV considere que la reventa de valores a personas domiciliadas fuera de Panamá es una "oferta pública" hecha por un "oferente" en Panamá, ésta tiene la potestad legal de eximir de registro este tipo de ofertas por no poner en riesgo al público inversionista domiciliado en Panamá. Al definir el término "oferente", la Ley de Valores expresamente indica que la SMV puede permitir la reventa de valores

adquiridos por inversionistas institucionales dentro del término de un año después de adquirir los valores:

> *"Oferente. Persona que realice una o más de las siguientes actividades:*
>
> *3) Compre o adquiera de un emisor o de una persona afiliada este o de otro oferente valores emitidos por dicho emisor mediante una colocación privada u oferta hecha a inversionistas institucionales que esté exenta de registro, y que revenda dichos valores o parte de ellos, dentro de un período de un año desde la última compra, **salvo que lo haga en cumplimiento con las restricciones o limitaciones que al respecto establezca la Superintendencia**."*

Dado que la reventa de valores a inversionistas domiciliados fuera de Panamá no pone en riesgo al público inversionista domiciliado en la República, solicitamos que en caso de que la SMV considere que esta reventa es una oferta pública, exima de registro a aquellas reventas que se hagan por parte de inversionistas institucionales domiciliados en Panamá a inversionistas no domiciliados en Panamá.

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

Pasamos a resolver cada una de las interrogantes presentadas por el solicitante con su respectivo criterio.

1. Un inversionista institucional que ha adquirido valores en Panamá bajo la excepción de registro contenida en el artículo 129 (3) de la Ley de Valores puede revender estos valores a personas domiciliadas fuera de Panamá (i) transcurrido menos de un año después de haber adquirido los valores.

El artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores establece las ofertas, ventas y transacciones que están exentas de registro ante la Superintendencia del Mercado de Valores, de esta manera el numeral tercero (3) establece a los **inversionistas institucionales** dentro de esta exención así:

> *Artículo 129: Ofertas Exentas. Están exentas de registro en la Superintendencia las siguientes ofertas, ventas y transacciones en **valores**:*
>
> *1…*
>
> *2…*
>
> *3. **(inversionistas institucionales)** la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales que, **debido a su experiencia en los mercados de valores,** según lo determine la Superintendencia, tengan los conocimientos y la capacidad financiera para evaluar y asumir los riesgos de invertir valores sin necesitar la protección del presente Decreto Ley. **La Superintendencia dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos por inversionistas institucionales**. Mientras la Superintendencia no dicte normas que regulen la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales, no se podrán hacer ofertas públicas de valores no registrados, a base de esta excepción.*
>
> *6... (el resaltado es nuestro)*

Tal como podemos apreciar de la norma transcrita, será la Superintendencia del Mercado de Valores, quien dictará los parámetros necesarios para permitir la oferta y venta subsiguiente de valores no registrados adquiridos por inversionistas institucionales, por lo que antes de hacer una interpretación sui generis al respecto, lo ideal es realizar un análisis de estos parámetros especialísimos que se han establecido al respecto.

De esta manera, la norma es clara al señalar que en efecto está permitida la oferta y venta subsiguiente de valores adquiridos bajo la exención establecida a los inversionistas institucionales, de acuerdo a las normas que sobre la oferta y venta de valores a

inversionistas institucionales haya dictado la Superintendencia, tal como señala el numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores.

Así las cosas, tenemos que el Acuerdo No.1 de 17 de enero de 2001, el cual se encuentra vigente a la fecha, reglamentó la Oferta y Venta de Valores a Inversionistas Institucionales y la reventa subsiguiente de dichos valores adquiridos bajo esa exención, por lo tanto esta norma es de aplicación puntual en lo que respecta a inversionistas institucionales, de esta manera nuestros regulados deben remitirse y ceñirse a dicha disposición especial.

El artículo 1 del Acuerdo No.1-2001 establece su ámbito de aplicación.

> ***Artículo 1: Ámbito de Aplicación.*** *Las disposiciones del presente Acuerdo aplicarán a las ofertas, ventas o transacciones hechas por emisores de valores no registrados que estén domiciliados en la República de Panamá* ***a inversionistas institucionales, según se definen más adelante.***
>
> *En el caso de emisores de valores no registrados domiciliados fuera de la República de Panamá, y que provengan de jurisdicciones reconocidas según las determina el Acuerdo No. 11-00 de 23 de julio del 2000, serán de aplicación las disposiciones legales y reglamentarias que regulen el tipo y el contenido de la información y documentación que estarían obligados a entregar dichos emisores a los inversionistas institucionales en sus jurisdicciones de origen. Si los referidos emisores no provienen de jurisdicciones reconocidas, serán de aplicación las disposiciones de este Acuerdo.* (el resaltado es nuestro)

De esta manera, el citado Acuerdo será de aplicación única a las ofertas, ventas o transacciones entre emisores de valores no registrados ***que estén domiciliados en la República de Panamá*** e **inversionistas institucionales**. Para entender mejor el alcance de la norma debemos definir qué se entiende como un inversionista institucional.

Así las cosas el artículo 3 del Acuerdo No.1-2001 define quienes califican como inversionista institucional así:

> ***Artículo 3: Calificación****. Para los propósitos de la exención de registro establecida en el numeral 3 del Artículo 83 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, califican como Inversionistas Institucionales las siguientes personas jurídicas:*
>
> *1. Bancos, Compañías Aseguradoras, Compañías Reaseguradoras, Sociedades de Inversión registradas ante la Comisión Nacional de Valores, fideicomisos de inversión administrados por sociedades con Licencia Fiduciaria, Fondos de jubilaciones y pensiones regulados por la Ley 10 de 16 de abril de 1993, y Casas de Valores, por su propia cuenta y riesgo y en cuentas de inversión debidamente segregadas.*
>
> ***Todas las personas jurídicas antes mencionadas deben encontrarse debidamente autorizadas para operar por la correspondiente Autoridad reguladora****. En el caso de Sociedades de Inversión registradas, fideicomisos de inversión y Fondos de Jubilaciones y Pensiones regulados por la Ley 10 de 16 de abril de 1993, deberá atenderse a las políticas de inversión previamente establecidas para cada uno de los mencionados vehículos.*
>
> *2.* ***Personas jurídicas*** *(tales como, pero sin excluir a otras, sociedades anónimas o fundaciones de interés privado)* ***domiciliadas en la República de Panamá****, con operaciones habituales en el manejo de inversiones por al menos dos años antes de la fecha de la oferta y/o venta que se les haga, que cuenen con un patrimonio de por lo menos Un Millón de Balboas (B/.1,000,000.00) según sus últimos Estados Financieros Auditados y cuyos Ejecutivos Principales, o en su defecto, la*

mayoría de Directores y Dignatarios tengan por lo menos dos años de experiencia en el manejo habitual de inversiones.

Las personas jurídicas que bajo esta categoría sean parte en operaciones sobre valores no registrados en la Comisión, deberán certificar por escrito que satisfacen los requisitos mencionados en este numeral y que, en consecuencia, no requieren de la protección de las disposiciones del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999. La certificación a que hace referencia este numeral deberá ser suscrita por el Representante Legal de la persona jurídica de que se trate.

*3. **Los Estados soberanos, debidamente representados**. Quedan incluidas en esta categoría las entidades de carácter público que por su naturaleza estén facultadas para hacer inversiones (por ejemplo, pero sin excluir, al Fondo Fiduciario para el Desarrollo y la Caja del Seguro Social). (el resaltado es nuestro)*

Como podemos observar, para los propósitos del numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores; el numeral 1 del artículo 3 del Acuerdo 1-2001 antes transcrito distingue entidades que por su actividad especial requieren algún tipo de autorización.

Para el caso de Sociedades de Inversión la norma expresamente señala que deben estar registradas ante *la Superintendencia* del Mercado de Valores y para el caso de fideicomisos de inversión administrados por sociedades con Licencia fiduciaria y fondos de jubilación y pensiones deben estar regidos en base a lo dispuesto en la Ley 10 de 16 de abril de 1993.

Este mismo numeral califica adicionalmente como inversionistas institucionales a los Bancos, Compañías Aseguradoras, Compañías Reaseguradoras y Casas de Valores, las cuales según el segundo párrafo del mismo numeral deben estar autorizadas para operar por la correspondiente Autoridad reguladora. No obstante la norma no especifica ni limita que estas entidades reguladas deben estar expresamente domiciliadas en el territorio nacional.

Por su parte el numeral 2 del artículo 3 del Acuerdo 1-2001, contempla personas jurídicas que estén domiciliadas en la República de Panamá, es decir, sociedades anónimas con operaciones o domicilio en el territorio panameño y el numeral 3 es amplio al establecer a los estados soberanos dentro de la calificación para los propósitos de ofertas exentas.

Ahora bien, el punto medular de la consulta radica en si los valores adquiridos bajo la exención de registro establecida en el numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores, o sea los valores adquiridos por inversionistas institucionales, podrán ser revendidos a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá, antes y después de cumplir un año desde la fecha de su compra. La respuesta a esta pregunta es resuelta por el artículo 8 del Acuerdo No.1-2001, de la siguiente manera:

***Artículo 8: Oferta y venta subsiguiente**. La regulación adoptada por el presente Acuerdo supone que el inversionista institucional no tiene la intención de actuar, respecto de los valores así adquiridos, como Suscriptor, según lo define el Artículo 1 (Definiciones) del Decreto Ley No. 1 de 8 e julio de 1999. En tal virtud, la venta de todo o parte de los valores que haga el inversionista institucional de los valores adquiridos bajo la exención de registro regulada en este Acuerdo, **dentro del período de un año desde la fecha de su compra, podrá hacerse únicamente a otros inversionistas institucionales cuando no sea hecha en forma pública, en cuyo caso será obligatorio el registro de los valores y su oferta ante la Comisión**, según disponen los Títulos V y VI del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999. (el resaltado es nuestro)*

De lo anterior, a norma parte de la premisa base que el inversionista institucional NO tiene la intención de actuar como suscriptor o sea que no ofrecerá todos o parte de dichos valores adquiridos bajo la exención regulada en el artículo 129 numeral 3 de la Ley del Mercado de Valores, dentro del período de un año desde la fecha de su compra.

Ahora bien, si el inversionista institucional desea realizar la reventa de todo o parte de los valores adquiridos bajo la exención antes señalada, la norma dispone **excepcionalmente** que **únicamente** éste podrá realizarla a **otros inversionistas institucionales de forma directa y privada.** No podrá realizar la venta subsiguiente en forma pública; de ser así entonces sería obligatorio el registro de los valores y su oferta ante la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como dispone el artículo 8 del Acuerdo No.1-2001.

De esta manera la primera respuesta a la consulta presentada es que un inversionista institucional puede vender los valores adquiridos bajo la exención del numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores dentro del periodo de un año y de forma privada a inversionistas institucionales que clasifiquen en la definición del artículo 3 del Acuerdo 1-2001 dentro del cual pudieran ser Bancos, Compañías Aseguradoras, Compañías Reaseguradoras y Casas de Valores no domiciliadas en la República de Panamá. Para el caso de sociedades de inversión estas deben estar registradas en la Superintendencia y para los fideicomisos de inversión y fondos de jubilación y pensiones regidos por la Ley 10 de 1993.

Tal como señala el solicitante, aplicamos el principio Ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus, ya que en el caso que nos ocupa el texto de la norma o sea del numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores y el Acuerdo No.1-2001 son claros y contundentes en sus señalamientos, por lo que no se prestan a interpretación, por ende éstos deben ser aplicados en el sentido que indican sus propios términos, sin que sea dable hacer distinciones que no dimanan de ellas.

Finalmente queremos aclarar que contrario a lo aseverado por el solicitante cuando señala que la Ley del Mercado de Valores tiene únicamente como objetivo la protección del público inversionista domiciliado en Panamá. Sobre este punto, el artículo 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores es claro al señalar que el objetivo general de la Superintendencia del Mercado de Valores la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas. De lo anterior se colige que las actividades del mercado de valores que sean realizadas en o desde la República de Panamá cuentan con el amparo regulatorio de esta Ley, así las cosas, la misma brinda a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros la protección de sus derechos.

2. Un inversionista institucional que ha adquirido valores en Panamá bajo la excepción de registro contenida en el artículo 129 (3) de la Ley de Valores puede revender estos valores a personas domiciliadas fuera de Panamá (ii) después de expirado el plazo de un año antes señalado.

En cuanto a la consulta sobre si un inversionista institucional puede revender los valores, emitidos bajo la exención de registro del numeral 3 del artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores, que haya adquirido, después de expirado el plazo de un año desde la fecha de la adquisición de dichos valores, podemos señalar, siguiendo el criterio anteriormente expuesto, que el artículo 8 del Acuerdo No.1-2001, solo limita la venta subsiguiente realizada por un inversionista institucional, cuando éstas se realicen dentro del término de un año desde la adquisición de los valores.

Por esta razón, luego de transcurrido el término de un año desde la compra por parte del inversionista institucional de los valores adquiridos bajo la exención del artículo 129 numeral 3, éste podrá realizar la venta de los mismos a personas domiciliadas fuera de Panamá sin limitación alguna, dado que el artículo 128 de la Ley del Mercado de Valores establece que la oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considera como una oferta pública sujeta a registro en esta Superintendencia.

La conclusión anterior, da respuesta a la solicitud de que la Superintendencia exima de registro a aquellas reventas que se hagan por parte de inversionistas institucionales domiciliados en Panamá a inversionistas domiciliados fuera de Panamá. En este sentido, debemos aclarar que no se trata de un eximente, sino del cumplimiento de lo estipulado en el artículo 128 de la Ley del Mercado de Valores.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Acuerdo No.1 de 17 de enero de 2001.

NOTIFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Alejandro Abood Alfaro
Superintendente

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
REPÚBLICA DE PANAMÁ

A los _____ días del mes de _____
dos mil _____
a las _____ notifique
al señor (a) _____

_____

Que antecede.

El notificado (s).

_____

Se notificaem por medio de escrito presentado el día 13 de marzo de 2013