REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
OPINIÓN N° 1 - 16

De 12 de Enero de 2016.

Tema: "Con respecto al cambio de control accionario y de conformidad con nuestro criterio, basándonos en la propia normativa para el caso en particular, consideramos que sólo sería necesario realizar una notificación del cambio a la Superintendencia del Mercado de Valores, mas no obtener una autorización previa, para tales efectos."

Solicitante: Alejandra Franco Vernaza
Fernando Castillo & Asociados

Criterio del Solicitante:

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

"...comparecemos ante su Despacho, a efectos de elevar formal consulta respecto a la aplicación de ciertas disposiciones del Acuerdo N° 2-2011, de fecha 1 de abril de 2011 y del Acuerdo N° 01-2015, de fecha 03 de junio de 2015, respectivamente a saber:

El numeral 15, del Artículo 10, del Acuerdo N° 01-2015 ya citado, establece como requisito para mantener la Licencia de Asesor de Inversiones vigente, la siguiente obligación a saber:

> *"...*
> *15. Mantener actualizada toda la información que sobre el Asesor de Inversiones fue presentada a la Superintendencia, para la obtención de la licencia."*
>
> *El artículo 13, del referido Acuerdo N° 01-2015 establece lo siguiente, a saber:*
>
> ***"Las fusiones y las adquisiciones que conlleven un cambio de control de los Asesores de Inversiones se regirán, mutatis mutandis, por las disposiciones aplicables a las Casas de Valores, establecidas en el Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011,*** *incluyendo sus modificaciones presentes o futuras, hasta tanto la Superintendencia no emita un Acuerdo relativo a esta materia".*

Al remitirnos al Acuerdo N° 2-2011, de fecha 1 de abril de 2011, observamos que en sus Artículos 24, correspondiente al Control Accionario, y 25, correspondiente al Cambio de Control Accionario, establecen, respectivamente, lo siguiente, a saber:

> *"**Artículo 24**. (Control Accionario): Se entenderá por control, el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una entidad, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo.*
>
> *Se considerará que existe control cuando una persona, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o ejerza derechos sobre no menos del 25% del capital social con derecho a voto emitido y en circulación. Asimismo, se entenderá que*
> *existe control siempre que una persona, poseyendo cualquier otro porcentaje inferior de capital, tenga una influencia determinante o decisiva en la gestión de la entidad, por sí mismo o de acuerdo con otras personas,*

que sean directa o indirectamente propietarios de acciones de una Casa de Valores.

Se entenderá, a los efectos previstos en este artículo, que forman parte de la misma participación en el capital, las acciones, participaciones o derechos de voto adquiridos directamente por una persona natural o jurídica, adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona natural, adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica o participadas por entidades del grupo, y los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o sociedades de su grupo. **(Lo resaltado y subrayado es nuestro).**

*"**Artículo 25**. (Cambio de Control Accionario): Todo cambio accionario en los términos previstos en el artículo anterior, deberá ser previamente autorizado por la Superintendencia del Mercado de Valores. Los promotores, accionistas, directores o principales ejecutivos de las casas de valores, antes de la presentación de la solicitud de aprobación del cambio de control accionario, deberán solicitar una reunión previa ante el Superintendente.*

El Superintendente sostendrá una reunión con las personas mencionadas en el artículo anterior y los promotores, accionistas, directores o principales ejecutivos de la entidad adquirente, antes de la presentación formal de la solicitud de autorización previa de cambio de control accionario.

En la solicitud de autorización previa, la casa de valores deberá indicar las personas que, hasta el momento, son los propietarios efectivos que detentan el control de la casa de valores y que lo transmiten, ***el porcentaje de acciones sobre el cual se ha realizado el cambio, nombre de las nuevas personas que ejercerán el control de la casa de valores o, si el cambio no involucra admisión de nuevos propietarios efectivos sino el aumento de participación accionaria por parte de alguno de los propietarios efectivos, el nombre del propietario o propietarios efectivos que incrementarían su participación accionaria****.* **(Lo resaltado y subrayado es nuestro).**

En caso de que la casa de valores realice cambio de control accionario sin autorización de la Superintendencia, ésta podrá revocar, suspender o amonestar a la casa de valores de conformidad con las disposiciones consagradas en la Ley.

El cambio de control accionario no será fundamento para extender el término para el inicio de operaciones al cual se refiere el Artículo 10 del presente Acuerdo, ni tendrá la Superintendencia la obligación de autorizar dicho cambio previo vencimiento del mencionado término.

La Superintendencia, mediante resolución motivada, autorizará el cambio de control accionario una vez verificados los requisitos mencionados en el presente título.
Podrá denegarse la autorización por no considerar al adquirente idóneo por falta de idoneidad moral, experiencia, capacidad financiera entre otros factores establecidos en el Artículo 14 del presente Acuerdo."

Habida cuenta de lo anterior, y analizadas las normas antes referidas procedemos a plantear el siguiente caso para consulta, a saber:

Los accionistas de una sociedad anónima que posee licencia de Asesor de Inversión, emitida por la Superintendencia del Mercados (sic) de Valores: accionistas éstos que a la fecha son personas naturales, pretenden constituir diversos vehículos de inversión,

capitalizando dichos vehículos de inversión con las acciones que son tenedores, respectivamente, en la sociedad que cuenta con el permiso de la Superintendencia del Mercado de Valores. Es decir, dichos accionistas mantendrán sus mismos porcentajes de participación y ejercerán un control indirecto sobre la sociedad regulada, luego de realizada la precitada capitalización.

En este sentido, quisiéramos obtener la opinión escrita, por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, respecto al hecho que si para dicho cambio aplica lo dispuesto en el Artículo 25, del Acuerdo N° 2-2011, de fecha 1 de abril de 2011, toda vez que , si bien es cierto, el vehículo jurídico para ser accionista sería distinto al existente a la fecha, los porcentajes de participación se mantendrían, es decir, no habría un cambio de control accionario, en virtud de que la capitalización de los vehículos de inversión no involucra un aumento de participación accionaria por parte de ninguno de los propietarios efectivos, ni involucra la administración de nuevos propietarios, respecto a la sociedad regulada por la Superintendencia del Mercado de Valores, pues el único efecto, tal como hemos indicado, es que se pasaría de un control directo, a un control indirecto.

De conformidad con nuestro criterio, y basándonos en la propia normativa para el caso en particular, consideramos que sólo sería necesario realizar una notificación del cambio a la Superintendencia del Mercado de Valores, mas no obtener una autorización previa, para tales efectos.

Finalmente elevamos ante Ustedes esta consulta, a efectos de obtener una opinión legal respecto a las interrogantes expuestas en el presente escrito."

III. ***Solicitud Especial****:*

Por todo lo anteriormente expuesto, solicitamos al señor Superintendente se sirva expedir la posición administrativa de la entidad respecto a la consulta contenida en el presente memorial."

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Antes de entrar en el fondo de nuestra posición, consideramos relevante incorporar la normativa aplicable a la presente consulta:

1- Artículo 13 del Acuerdo 1-2015:

"Artículo 13. (Fusiones y Adquisiciones):
Las fusiones y las adquisiciones que conlleven un cambio de control de los Asesores de Inversiones se regirán, mutatis mutandis, por las disposiciones aplicables a las Casas de Valores, establecidas en el
Acuerdo 2-2011 de 1 de abril de 2011, incluyendo sus modificaciones presentes o futuras, hasta tanto la Superintendencia no emita un Acuerdo relativo a esta materia."

2- Artículo 24 del Acuerdo 2-2011:

"Artículo 24*. (Control Accionario): Se entenderá por control, el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una entidad, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo.*

Se considerará que existe control cuando una persona, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o ejerza derechos sobre no menos del 25% del capital social con derecho a voto emitido y en circulación. Asimismo, se entenderá que

existe control siempre que una persona, poseyendo cualquier otro porcentaje inferior de capital, tenga una influencia determinante o decisiva en la gestión de la entidad, por sí mismo o de acuerdo con otras personas, que sean directa o indirectamente propietarios de acciones de una Casa de Valores.

Se entenderá, a los efectos previstos en este artículo, que forman parte de la misma participación en el capital, las acciones, participaciones o derechos de voto adquiridos directamente por una persona natural o jurídica, adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona natural, adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica o participadas por entidades del grupo, y los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o sociedades de su grupo. **(Lo resaltado y subrayado es nuestro).**

3- Artículo 25 del Acuerdo 2-2011:

*"**Artículo 25**. (Cambio de Control Accionario): Todo cambio accionario en los términos previstos en el artículo anterior, deberá ser previamente autorizado por la Superintendencia del Mercado de Valores. Los promotores, accionistas, directores o principales ejecutivos de las casas de valores, antes de la presentación de la solicitud de aprobación del cambio de control accionario, deberán solicitar una reunión previa ante el Superintendente.*

El Superintendente sostendrá una reunión con las personas mencionadas en el artículo anterior y los promotores, accionistas, directores o principales ejecutivos de la entidad adquirente, antes de la presentación formal de la solicitud de autorización previa de cambio de control accionario.

*En la solicitud de autorización previa, la casa de valores deberá indicar las personas que, hasta el momento, son los propietarios efectivos que detentan el control de la casa de valores y que lo transmiten, **el porcentaje de acciones sobre el cual se ha realizado el cambio, nombre de las nuevas personas que ejercerán el control de la casa de valores o, si el cambio no involucra admisión de nuevos propietarios efectivos sino el aumento de participación accionaria por parte de alguno de los propietarios efectivos, el nombre del propietario o propietarios efectivos que incrementarían su participación accionaria**.* **(Lo resaltado y subrayado es nuestro).**

En caso de que la casa de valores realice cambio de control accionario sin autorización de la Superintendencia, ésta podrá revocar, suspender o amonestar a la casa de valores de conformidad con las disposiciones consagradas en la Ley.

El cambio de control accionario no será fundamento para extender el término para el inicio de operaciones al cual se refiere el Artículo 10 del presente Acuerdo, ni tendrá la Superintendencia la obligación de autorizar dicho cambio previo vencimiento del mencionado término.

La Superintendencia, mediante resolución motivada, autorizará el cambio de control accionario una vez verificados los requisitos mencionados en el presente título.
Podrá denegarse la autorización por no considerar al adquirente idóneo por falta de idoneidad moral, experiencia, capacidad financiera entre otros factores establecidos en el Artículo 14 del presente Acuerdo."

Previo a iniciar nuestro análisis, nos comunicamos con la solicitante a fin que pudiera aclarar ciertas dudas respecto a la consulta que nos ocupa. De esta manera tenemos que la Licenciada Alejandra Franco nos remite correo fechado 28 de julio de 2015, en el cual nos presenta las siguientes aclaraciones:

> "*Actualmente, la sociedad que posee la licencia como asesor de inversiones, tiene como accionistas a personas naturales.*
>
> *Estas personas naturales, desean ser propietarios de dichas acciones de la sociedad que posee la licencia como asesor de inversiones, a través de sociedades anónimas, pero, manteniendo sus mismos porcentajes de participación, solo que, en lugar de ser personas naturales, los accionistas serían sociedades anónimas, es decir, que serían accionistas indirectos. En consecuencia, no habría un cambio de control, ni tampoco involucraría un aumento en la participación de ninguno de los propietarios efectivos. Solo pasarían de ser accionistas directos, a ser accionistas indirectos.*"

De los hechos y consideraciones planteados en esta solicitud, y luego de analizadas las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores sobre la materia tenemos a bien señalar que tal como indica la solicitante en su correo, los accionistas pasarían a tener un control indirecto, al pasar de ser los accionistas directos personas naturales, a ser una sociedad o sociedades anónimas (personas jurídicas), cuyos propietarios de las acciones serían las mismas personas naturales.

Ante este escenario el artículo 24 del Acuerdo No.2-2011 dispone que se entenderá por control, el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una entidad, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo.

De esta manera consideramos que el cambio de control accionario de una entidad que posee licencia de asesor de inversiones cuyos accionistas son personas naturales, quienes desean ser propietarios de dicha entidad pero a través de otros vehículos, en este caso de sociedades anónimas, pero manteniendo sus mismos porcentajes de participación, tenemos a bien señalar que ya ésta Superintendencia se ha pronunciado en relación a esta situación en consultas previas, en las que hemos manifestado que es necesario realizar un cambio de control accionario.

Lo anterior se sustenta en que, aunque estas mismas personas naturales se mantengan como accionistas finales de la sociedad anónima, quienes por ende tendrán el control indirecto de la entidad regulada, estaría ingresando una nueva entidad controlante directa del asesor de inversiones, entiéndase una persona jurídica, distinta jurídicamente de las personas naturales que están en la actualidad acreditados ante la Superintendencia del Mercado de Valores como propietarios efectivos. Así las cosas, sí se está configurando un cambio en el control que debe ser aprobado previamente por la Superintendencia y por tanto debe cumplir con el requisito de reunión previa.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Acuerdo No. 2-2011 y Acuerdo No. 1-2015.

PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Marelissa Quintero de Stanziola.
Superintendente