REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 7 -2001
(De 4 de diciembre de 2001)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores que exprese su posición administrativa respecto de las diferencias, tanto conceptuales como regulatorias, entre la fusión y la Oferta Pública de Compra de Acciones. Se plantean 6 interrogantes concretas que son absueltas en el mismo orden en que han sido expuestas.

Solicitante de la Opinión: GALINDO, ARIAS Y LOPEZ (Ramón Ricardo Arias).

Las interrogantes planteadas son las siguientes:

1. "Si, de conformidad con el Decreto Ley No. 1 de 1999, es permitido y legal que una empresa A, registrada ante la Comisión Nacional de Valores, cuyas acciones se encuentran inscritas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., se fusione de acuerdo con las normas de la Ley 32 de 1927, con otra empresa B, que pudiera o no estar registrada ante la Comisión Nacional de Valores, a fin de que, como resultado de la referida fusión, la empresa A, registrada ante la Comisión Nacional de Valores, sea la absorbida por la empresa B, que, como queda dicho, pudiere estar o no registrada.".

Criterio del solicitante:

"Desde un punto de vista legal, la fusión y la OPA son figuras jurídicas autónomas y excluyentes, las cuales, dada su naturaleza, persiguen objetivos distintos. Mientras que en la fusión, lo que se pretende es la integración de dos empresas, con la OPA lo que se pretende es la adquisición de las acciones de la sociedad emisora, mediante la compra a sus accionistas, los cuales pueden llegar a obtener un mejor precio por sus acciones, a través de la oportunidad que se le brinda a otros posibles oferentes para que participen en el proceso. Eventualmente, lo que pudiera suceder es que el resultado sea el mismo, es decir, la eventual desaparición de una de las empresas, mediante el mecanismo de la fusión. La diferencia estriba en que, con la fusión de dos empresas, se produce un canje accionario, dando como resultado que los accionistas de las dos empresas objeto de la fusión, se convierten en accionistas comunes de la empresa sobreviviente. En la OPA, ha tenido lugar la "compra" de acciones y se ha pagado un precio, en dinero o en especie, produciéndose el desplazamiento de los accionistas que eran dueños de las acciones de la sociedad emisora cuyas acciones han sido adquiridas mediante la compra, siendo reemplazados por el oferente."

Posición de la Comisión:

La fusión de sociedades, anónimas o de otro tipo, no es regulada por el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 ni por los Acuerdos que la desarrollan. Se trata de un tema de derecho corporativo, que debe atender a lo dispuesto en la Ley 32 de 1927 –cuando se trate de sociedades anónimas- en sus artículos 71 a 79 y las normas del Código de Comercio que puedan ser aplicables.

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 hace referencia a la fusión en dos artículos específicos, a saber:

Artículo 83 (Ofertas exentas):

"Están exentas de registro en la Comisión las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:
1..
2..

> 3..
> 4. (traspasos corporativos) dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista, la oferta, la venta, la distribución, el traspaso y el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor por razón de:
> a..
> b..
> c. la reorganización, la disolución, la liquidación o la **fusión** de dicho emisor, o
> d..
> 5.
> 6.....” (el énfasis es nuestro).
>
> Artículo 269 (Impuesto sobre la renta con respecto a ganancias de capital):
>
> Para los efectos del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre dividendos y del impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de valores emitidos o garantizados por el Estado.
>
> Igual tratamiento tendrán las ganancias y las pérdidas provenientes de la enajenación de valores registrados en la Comisión, siempre que dicha enajenación se dé:
> 1..
> 2..
> 3.. Como resultado de una **fusión**, una consolidación....” (el énfasis es nuestro).

Por su parte, el Acuerdo No. 16-2000 de 21 de septiembre de 2000 de la Comisión Nacional de Valores, sobre el tema del uso de poderes de voto, señala en su Artículo 5.5, que toda solicitud de poder de voto, autorización y consentimiento para una asamblea o reunión de accionistas en la cual uno de los temas a tratar sea la fusión del emisor, deberá contener la información que señala específicamente dicho articulo. No obstante lo anterior, este requerimiento es independiente del convenio de fusión o del desarrollo de una fusión y guarda relación únicamente con el tema de solicitudes de poder de voto, autorización y consentimiento usados en reuniones en que uno de los temas sea la fusión.

Si la sociedad o sociedades a fusionarse tienen sus valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, son de relevancia las disposiciones del Titulo XII sobre Actividades prohibidas, en particular los artículos 195, 196 y 199 en cuanto al manejo de la información.

Ahora bien, si la empresa “B” en el caso que plantea el solicitante (la absorbente), no estuviese previamente registrada en la Comisión Nacional de Valores pero en cualquier momento posterior se encontrase en alguno de los tres supuestos previstos en el Artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999, el registro sería obligatorio para dicha sociedad.

En síntesis, la fusión es un acto corporativo regulado fundamentalmente por lo dispuesto en la Ley 32 de 1927 y lo que dispongan los pactos sociales de las sociedades que proponen fusionarse. No existiendo en el régimen jurídico del mercado de valores disposiciones relativas a la fusión de emisores registrados, no encontramos reparos al criterio vertido por el solicitante.

2. “Si, para los efectos de la fusión a que hace referencia la interrogante anterior, el hecho de que la empresa absorbente B no estuviera inscrita en la Comisión Nacional de valores resulta ser determinante para que la empresa A, inscrita en la Comisión Nacional de Valores pueda ser fusionada y absorbida por la empresa B.”

Criterio del solicitante:

> "Nada impide que solamente una de las empresas objeto de la fusión se encuentre inscrita ante la Comisión Nacional de Valores. Es viable la fusión de una empresa registrada, con otra que no lo está. La única consecuencia sería que sólo la empresa registrada en la Comisión Nacional de Valores estaría en la obligación de cumplir con lo dispuesto en el Artículo 77 del Decreto Ley No. 1 de 1999, respecto de la divulgación de hechos relevantes y de tener que formalizar la fusión ante la Comisión Nacional de Valores.-"

Posición de la Comisión:

El hecho de que la empresa que propone absorber a la sociedad registrada sea una compañía no registrada, debe ser debidamente informado y divulgado a los accionistas del emisor registrado (Artículo 77 del Decreto Ley 1 de 1999), quienes conforme a la Ley 32 de 1927 deberán decidir sobre la propuesta. Deberán recibir además explicaciones completas y detalladas sobre las consecuencias jurídicas y financieras que ello representa para que los accionistas que aprueben o rechacen la fusión.

Para efectos de la regulación del mercado de valores y teniendo en cuenta la respuesta dada a la pregunta 1 anterior, debemos coincidir en que el hecho no resulta determinante y no existe en la actualidad norma legal ni reglamentaria vigente que contemple dicha situación, ni permitiéndola ni prohibiéndola expresamente.

3. "Si, de conformidad con el Decreto ley 1 de 1999, está clara la naturaleza jurídica de la fusión, así como también su diferencia con la Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA)."

Criterio del solicitante:

> "La respuesta a esta interrogante queda cubierta con la respuesta a la interrogante 1 anterior."

Posición de la Comisión:

El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 contempla en su Título VIII (Artículos 94 a 103), la figura denominada Oferta Pública de Compra de acciones (OPA). La OPA se encuentra debidamente diferenciada de la fusión no solo en el Decreto Ley 1 de 1999 que como hemos indicado le dedica un titulo completo sino también en su Artículo 269 al cual nos referimos anteriormente.

Para mayor claridad, citamos nuevamente el texto relevante del artículo 269, relativo al Impuesto sobre la renta con respecto a ganancias de capital:

> "Para los efectos del impuesto sobre la renta, del impuesto sobre dividendos y del impuesto complementario, no se considerarán gravables las ganancias ni deducibles las pérdidas que dimanen de la enajenación de valores emitidos o garantizados por el Estado.
>
> Igual tratamiento tendrán las ganancias y las pérdidas provenientes de la enajenación de valores registrados en la Comisión, siempre que dicha enajenación se dé:
> 1..
> 2.. Como resultado de la aceptación de **una oferta pública de compra de valores**, o
> 3.. Como resultado de una **fusión**....." (el énfasis es nuestro).

Además de su distinto tratamiento legal en la Ley 32 de 1927 y en el cuerpo del Decreto Ley 1 de 1999, la diferencia es igualmente reconocida por la doctrina al estudiarlas como figuras independientes.

4. "Si, de conformidad con el Decreto Ley 1 de 1999, existe algún impedimento para que, como resultado de la valoración de las empresas objeto de la fusión y de conformidad con el convenio de fusión que convengan las partes, a los

accionistas de la empresa A, registrada ante la Comisión Nacional de Valores y que será la absorbida, se le den acciones de la empresa B, como absorbente."

Criterio del solicitante:

> "No siempre las acciones de dos empresas objeto de una fusión tienen el mismo valor y, en consecuencia, no se pueden canjear a la par. Producto de la valoración de las empresas, es frecuente que las acciones de una de las empresas objeto de la fusión tenga un mayor valor y, en consecuencia, para equiparar el canje de acciones, los accionistas de una de las empresas fusionadas reciban mayor cantidad de acciones que los accionistas de la otra empresa. De hecho, también pudiera suceder que a tales accionistas se les pagara una suma de dinero para compensar el diferencial de acciones y, de esta manera, mantener un equilibrio accionario entre los accionistas. El Artículo 72 de la Ley 32 de 1927 dispone que "El convenio podrá estipular la distribución de efectivo, pagarés o bonos, en todo o en parte, en vez de la distribución de acciones..." De ello se desprende que el canje de acciones o el pago de dinero o valores que se haga a un accionista es el resultado del convenio de fusión."

Posición de la Comisión:

Como ha quedado dicho anteriormente, la legislación de valores no regula ni en lo sustancial ni en lo formal la figura de la fusión de sociedades, aún cuando estos sean emisores registrados en la Comisión. Se refiere a esta posibilidad dentro de contextos muy específicos (aspectos fiscales, poderes de voto), pero no crea obligaciones o procedimientos distintos a los que establecen las disposiciones que fueran aplicables al caso (ley de sociedades anónimas y regímenes especiales, como el bancario o de seguros, v.gr.).

En tal virtud, los términos en que sea planteada una propuesta de fusión a los accionistas de una sociedad anónima –emisor registrado- tampoco son objeto de consideración alguna por la Comisión, la cual entendemos como una decisión exclusiva del organismo de gobierno corporativo denominado Asamblea de Accionistas. Los escenarios posibles son múltiples (fusión de dos sociedades que implique el nacimiento de una nueva sociedad, absorbente de ambas, o fusión de dos sociedades en la cual una de ellas sobrevive y la otra desaparece) y variadas pueden ser las propuestas a los accionistas. En todo caso, tanto los criterios de valoración para el intercambio, como toda la información que se requiera para tomar una decisión de esa naturaleza debe ser suministrada a los accionistas, incluyendo de forma no exhaustiva todas las consecuencias jurídicas y financieras que conlleva para los accionistas y para la sociedad A recibir las acciones de la empresa B.

5. "Si, existe algún impedimento legal para que, a fin de subsanar el vacío legal que tiene la Ley 32 de 1927 respecto de los accionistas que no están interesados en la fusión (y que sí contemplan legislaciones de otros países), en el convenio de fusión se establezca, a) la posibilidad de que la empresa A, que será absorbida, le compre a sus accionistas no interesados en la fusión, sus acciones al precio que tienen las acciones producto de su valoración para los efectos de la fusión o, b) que la empresa absorbente y sobreviviente sea la que compre las acciones a los accionistas de las dos empresas objeto de la fusión y que no estuvieran de acuerdo con la fusión."

Criterio del solicitante:

> "Ni la Ley No. 32 de 1927 y ni el Código de Comercio hacen referencia al tema de los accionistas en desacuerdo con la fusión. En principio, los accionistas minoritarios que no han aprobado el convenio de fusión sufren los efectos de la aprobación mayoritaria y se ven obligados a formar parte de la nueva sociedad. Sin embargo, al no existir disposición legal que prohíba la desvinculación de los referidos accionistas, es legal y, en consecuencia, viable que en el convenio de fusión se prevean cláusulas en virtud de las cuales a) antes de perfeccionarse la fusión, cada sociedad objeto de la misma compre a sus accionistas sus acciones a un precio equivalente al valor o

> valoración dada a la acción para los efectos de la fusión y el canje de acciones o b) que la sociedad sobreviviente compre, una vez perfeccionada la fusión, las acciones a los accionistas que, en las respectivas asambleas de aprobación de la fusión, se opusieron a la misma."

Posición de la Comisión:

No existe ningún impedimento en el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 para que se dé lo planteado en la pregunta. Si la sociedad o sociedades a fusionar tiene sus valores registrados en la Comisión Nacional de Valores serán de relevancia y aplicación las disposiciones del Titulo XII (De las Actividades prohibidas) en particular, los artículos 195 (actos fraudulentos o engañosos), 196 (uso indebido de información privilegiada), 197 (declaraciones falsas y omisiones de emisores) y 199 (declaraciones falsas y omisiones en relación con poderes de voto), todas relacionadas al manejo de la información.

La cita efectuada por el solicitante al reconocido y respetado profesor de derecho mercantil Renato Ozores es de suma relevancia ya que pone de manifiesto el tema de los derechos de los accionistas que no estén de acuerdo con la fusión, estableciéndose en algunos derechos extranjeros una determinada obligación para la sociedad absorbente. Dicha situación no se encuentra contemplada en el Derecho panameño vigente, en la regulación del mercado de valores (Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999), ni, hasta donde tenemos conocimiento, en el derecho corporativo básico. (Ley 32 de 1927). Quedaría por determinar en cada caso, si el pacto social o los estatutos de la respectiva sociedad contemplan algo al respecto.

Estimamos que si en un convenio de fusión sometido a la Asamblea General se contemplase una formula para adquirir las acciones de los accionistas que no estén de acuerdo con la fusión, al no existir norma que lo prohíba o regule, debe prevalecer la autonomía de la voluntad de las partes, obtenida luego de la divulgación de toda la información requerida para la toma de una decisión bien informada.

6. "Si, la compra a los accionistas no interesados en la fusión, según los supuestos señalados en la interrogante anterior, se tiene que considerar como una oferta pública de compra (OPA), y en consecuencia, formalizarla a través del proceso establecido en el Decreto Ley 1 de 1999 y el Acuerdo reglamentario."

Criterio del solicitante:

> "La compra de acciones a los accionistas disidentes o inconformes con al fusión no se equipara con la OPA, habida cuenta de que con la compra en cuestión es una consecuencia de la fusión, la cual, como se comentó en la respuesta 1, tiene una finalidad y naturaleza jurídica distinta de la OPA. En la compra de acciones como resultado del "derecho de separación" a que se refiere el profesor Ozores, lo que está ocurriendo es que se le está dando la alternativa u opción al accionista disidente o inconforme con la fusión para que pueda desvincularse de la sociedad sobreviviente o absorbente, en el libre ejercicio de su voluntad, como derecho de opción a no hacer algo que va en contra de su querer. En la OPA, lo que se pretende es ofrecer comprar acciones a todos los accionistas del emisor, mediante una oferta pública, por lo que hay claras distinciones con la implementación del derecho de separación."

Posición de la Comisión:

En el marco de la situación ideal que se nos plantea, la determinación de cuándo una oferta de compra de acciones queda sujeta a las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 y del Acuerdo No. 7-2001, deberá atender primeramente a la forma elegida por el oferente para hacer tal oferta. En efecto, si la oferta de comprar las acciones de los disidentes es parte integrante de otra propuesta – el convenio de fusión- que debe ser sometido a la consideración y decisión de la Asamblea de Accionistas, consideramos que dicha estipulación no constituye *per se* una oferta pública de compra de acciones. La compra de las acciones de los disidentes sería, en realidad, una consecuencia de la aprobación del convenio de fusión, si fuere el caso.

Si la oferta de compra de acciones registradas fuera autónoma, es decir, que no accediera a otras consideraciones, y ésta reuniera las características enunciadas en los Artículos 94 y subsiguientes del Decreto Ley 1 de 1999, entonces tal proceso quedaría sujeto a las referidas disposiciones legales.

En el estudio de la figura de la Oferta Pública de Adquisición de acciones, la Comisión ha ponderado las regulaciones existentes en otras jurisdicciones, en algunas de las cuales la OPA tiene un carácter obligatorio, en determinados supuestos, contemplados expresamente y entre los cuales se incluye la fusión de sociedades.

A título meramente ilustrativo, nos parece de interés reproducir algunas normas de Derecho español relacionadas al tema que nos ocupa:

> "Toda persona física o jurídica (en lo sucesivo el oferente) que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad (en lo sucesivo, sociedad afectada) cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en Bolsa de Valores, u otros valores tales como derecho de suscripción, obligaciones convertibles, "warrants" o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, para de esta forma llegar a alcanza, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la sociedad emisora de dichos valores, títulos o instrumentos no podrá hacerlos sin promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el presente Real Decreto." (Artículo 1 Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las oferta públicas de adquisición de valores).
>
> ....
>
> "En caso de fusión con otra sociedad o de toma de control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en Bolsa de Valores o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas:
>
> a. Si se tratara de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencias de la fusión o toma de control, vaya a alcanzarse en la sociedad afectada cualquiera de los porcentajes de participación señalados en los números, 3,4, y 5 del artículo 1.
> La oferta pública de adquisición, que deberá formularse con carácter previo a la fusión o toma de control, deberá dirigirse a la totalidad de capital, siendo de aplicación las reglas establecidas en el artículo 7.3.
>
> b. Si se tratara de la fusión con una sociedad o entidad distinta de las señaladas en la letra a) precedente, sólo será obligatorio promover una oferta pública de adquisición cuando como consecuencia de la fusión, se haya alcanzado una participación igual o superior al 50 por 100 del capital de la sociedad afectada. La oferta pública de adquisición deberá formularse dentro de los 6 meses siguientes a la fecha de fusión, y realizarse sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar, al menos, el 75 por 1000 del capital de la sociedad afectada y que en ningún caso sea inferior al 10 por 00 del capital de la sociedad afectada. Se aplicarán a la oferta las reglas de valoración establecida en el artículo 7.3. (Artículo 3 Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las oferta públicas de adquisición de valores)."

Con la anterior y extensa cita queremos llamar la atención sobre el hecho de que en su estado actual, la regulación panameña no contempla la oferta pública de adquisición con carácter obligatorio. En otras legislaciones, el tema de las fusiones y su relación con las OPAS obligatorias, son abordados expresamente por la legislación.

Es interesante observar cómo en el Derecho español, en el cual prevalece la OPA obligatoria en determinados supuestos, un sector de la doctrina española estima que se consideran excluidas de la reglamentación sobre la oferta pública de compra las adquisiciones producidas a título universal, como podría ser el caso de fusión.

> "El principal argumento defendido por la doctrina española para excluir esta operación del supuesto de hecho es de tipo teleológico. Algunos autores españoles consideran, en efecto, que esta operación está excluida del ámbito de aplicación del real Decreto al entender que cuando se procede a la unión de empresas a través de la fusión es redundante exigir el régimen de la OPA obligatoria, ya que ambos procedimientos protegen los mismos intereses por medio de los mismos medios. Concretamente, de acuerdo con esos autores, el procedimiento de fusión permite tutelar los intereses de los accionistas ante una toma de control con la amplia información que se les ofrece en torno al tipo de canje, el proyecto de fusión y además por la posibilidad de decidir, por medio de Junta, sobre su realización."(Anna Maria Sala I. Andrés. Las Opas obligatorias ordinarias. Biblioteca de Derecho. J.M. Bosch Editor. 2000)

Nos interesa resaltar este último punto de la cita en el sentido de que en ambos procedimientos, fusión y OPA, se debe proteger el interés de los accionistas de las sociedades con valores registrados en la Comisión. En algunos sistemas legales esta protección se da por medio de la exigencia de divulgación de información (caso panameño) y en otros, además de lo anterior, la obligatoriedad del proceso de la OPA siempre que se configuren determinados supuestos (caso español).

Fundamento Legal: Artículos 10, 83, 94-103 y 269 del Decreto Ley 1 de 1999, Acuerdo No. 7-2001, Ley 32 de 1927.

Dado en la ciudad de Panamá, a los cuatro (4) días del mes de diciembre de 2001.

Fdo.
Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente

Fdo.
Ellis V. Cano P.
Comisionado Vicepresidente

Fdo.
Roberto Brenes P.
Comisionado