REPÚBLICA DE PANAMÁ
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 02 -2003
(De 20 de febrero de 2003)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores (CNV) que exprese su posición administrativa respecto a la factibilidad de obtener de parte de la CNV el registro de las acciones listadas en la bolsa, para que las mismas puedan ser negociadas en el mercado secundario, y si dicho registro se debe realizar sobre la base del Formulario RV-2 mencionado en el Acuerdo 6-2000. (Normas Jurídicas: Artículo 69 Decreto ley 1 de 1999 y Artículo 17-A Acuerdo 6-2000).

Solicitante de la Opinión: Morgan & Morgan.

El solicitante plantea la siguiente situación: Una compañía estadounidense listada en el NASDAQ está en proceso de reestructurar su negocio. Como parte de la transacción, las acciones emitidas por una subsidiaria panameña, de propiedad de la compañía madre, serían distribuidas a los accionistas de la compañía madre. Se informa que todo lo antes descrito ocurriría 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 en la bolsa de valores de Panamá para facilitar la negociación de dicho valores en el mercado secundario.

Como parte de lo anterior, la Bolsa de Valores de Panamá S.A., luego de las formalidades correspondientes, listaría las acciones, pero no permitiría la negociación de las mismas hasta que la Comisión Nacional de Valores (CNV) apruebe el registro de las acciones listadas para su negociación en el mercado secundario.

Criterio del solicitante: El solicitante señala que debido a que las acciones serán listadas en la bolsa, al momento de ocurrir esto aplicaría el artículo 69, numeral 3 del Decreto Ley 1 de 1999, el cual hace obligatorio el registro de las acciones en la CNV.

De los dos supuestos contemplados en el artículo 17-A del Acuerdo 6-2000, que desarrolla el artículo 69, numeral 3 del Decreto ley 1 de 1999, el solicitante considera que ninguno de los dos aplica a la transacción en cuestión.

Por una parte, las acciones nunca fueron listadas en la bolsa durante la vigencia del Decreto de Gabinete No. 247 de 1970 por lo cual no aplica, a su juicio, el numeral 1 del artículo 17-A del Acuerdo 6 de 2000.

Por otra parte, debido a la transacción, que describen en su solicitud de opinión, es parte de "una reestructuración corporativa de una empresa listada en NASDAQ y no de una colocación privada, es decir, las acciones serán distribuidas a los accionistas de la compañía madre como parte el proceso de reestructuración de ésta y no como resultado de una colocación privada en Panamá o afuera, nos parece que el numeral 2 del artículo 17-A antes mencionado tampoco aplica."

El solicitante señala: "Entendemos que aún cuando la transacción que describimos no se encuentra dentro e los casos previstos en el artículo 17-A, la CNV debe aprobar el registro de las acciones para su negociación en el mercado secundario toda vez que al ser listadas en la Bolsa es obligatorio el registro de las mismas en la CNV confirme al artículo 69, numeral 3 del Decreto Ley."

Y añade el solicitante: "Entendemos igualmente que a pesar de no caer dentro de los casos previstos en el artículo 17-A, el registro de las acciones se deberá hacer por medio del formulario RV-2, mientras que por otro lado no se le aplicará la restricción señalada para los casos a que se refiere el numeral 2 del artículo 17-A-"

Posición de la Comisión Nacional de Valores:

El artículo 69, numeral 3 del Decreto Ley, establece lo siguiente:

"Artículo 69: Registro obligatorio

Deberán registrarse en la Comisión los siguientes valores:

(1)Los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión según el Título VI de este Decreto-Ley y sus reglamentos.

(2) Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá que, el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo).

(3) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá. "(El resaltado es nuestro).

El Acuerdo No. 15 –00 de 28 de agosto del 2000 por el cual se modifican algunos artículos del Acuerdo No. 6-00 de 19 de mayo del 2000 de la Comisión Nacional de Valores desarrolla específicamente el contenido del numeral 3 del artículo 69 antes citado y dispone:

"Artículo 4: Adicionar un Artículo 17-A, que tendrá el siguiente texto:

"Artículo 17-A: Del registro de valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.

Es obligatorio el registro de valores listados en una bolsa de valores autorizada en la República de Panamá. Quedan comprendidos en esta categoría de registro:

1. Los valores que, bajo la vigencia del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 y sus reglamentos, se listaron en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., sin estar registrados en la Comisión Nacional de Valores;
2. Valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales el emisor de tales valores solicite su registro para negociación en mercado secundario. Será condición necesaria para solicitar este registro, que los valores hayan estado en circulación por un período no inferior a un año.

La negociación del valor listado en una bolsa autorizada en Panamá estará condicionada al registro del mismo ante la Comisión."

Veamos los dos supuestos que contempla el artículo 17-A antes citado para determinar si la transacción descrita por el solicitante corresponde a uno de ellos.

En primera instancia es menester coincidir con el solicitante en que en la forma como viene descrita y explicada la transacción, no es posible que caiga bajo la aplicación del supuesto contenido en el numeral 1 del artículo 17-A que contempla el caso particular de: "Los valores que, bajo la vigencia del Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 y sus reglamentos, se listaron en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., sin estar registrados en la Comisión Nacional de Valores".

Con relación al segundo supuesto contenido en la norma en comento: "Valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales el emisor de tales valores solicite su registro para negociación en mercado secundario. Será condición necesaria para solicitar este registro, que los valores hayan estado en circulación por un período no inferior a un año." (numeral 2 del artículo 17-A antes citado), es necesario determinar si la transacción como viene explicada por el solicitante constituye o tiene como objeto valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales **el emisor de tales valores** solicite su registro para negociación en mercado secundario."

El concepto e colocación privada en el Decreto Ley de valores viene tratado en el **Artículo 83: Ofertas exentas** que dispone:

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

(2) (colocación privada) las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a éste, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, a no más de veinticinco personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, dentro de un período de un año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí. La Comisión dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas para los fines de este párrafo como la oferta de un mismo valor. La Comisión 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 mediante una colocación privada.

De la forma en que viene descrita la transacción en la solicitud de opinión no tenemos mayores elementos para determinar si se reúnen las condiciones de lo que según la legislación panameña se entiende como una colocación privada. El solicitante expresa su criterio de que se trata o "es parte de una reestructuración corporativa de una empresa listada en NASDAQ (la compañía madre) y no de una colocación privada."

La legislación panameña no hace referencia al concepto de reestructuración corporativa señalado por el solicitante. Se hace alusión al concepto reorganización del emisor, en el contexto al que hacemos referencia, (registro de valores para oferta pública) al señalar en el artículo 83 que ha sido citado y que reproducimos ahora en su parte pertinente:

Artículo 83 del Decreto ley 1 de 1999. "Están **exentas de registro en la Comisión** las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:

(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) una oferta de acciones para aumentar el capital del emisor, la cual se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor;
(b) la declaración de dividendos en acciones u otros valores del emisor;
(c) **la reorganización**, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho **emisor**; o
(d) el ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados por el emisor." (El resaltado es nuestro)

La CNV no ha establecido, a la fecha, ningún parámetro con relación a la oferta, venta, distribución, traspaso o canje de valores entre un emisor y los tenedores de valores de dicho emisor por razón de la reorganización de dicho emisor.

En conclusión, sobre la base de la consulta, no disponemos de elementos para categóricamente afirmar que se trate o no de una colocación privada en el contexto que lo define o describe la legislación panameña, con las consecuencias directas que ello implica para efectos de la solicitud de opinión.

En el supuesto de tratarse efectivamente de una colocación privada tendríamos que atenernos a lo dispuesto en el numeral 2 del artículo 17-A que es claro al disponer la obligatoriedad de registro en la CNV de: "Valores objeto de una colocación privada, respecto de los cuales **el emisor** de tales valores solicite su registro para negociación en mercado secundario." Exigiendo adicionalmente y como condición indispensable "para

solicitar este registro, que los valores hayan estado en circulación por un período no inferior a un año."

En el supuesto en que no se trate de una colocación privada, como la describe la legislación de valores panameña, debemos analizar las siguientes consideraciones adicionales.

A. Que se trate de una oferta pública de valores dirigida a personas domiciliadas en Panamá.

La Legislación de valores vigente dispone en su **Artículo 82: Oferta pública:**

"Deberán registrarse en la Comisión las ofertas o ventas públicas de valores que haga un **emisor** o **una persona afiliada a éste** o **un oferente** en la República de Panamá, a menos que estén exentas de dicho registro con arreglo a lo establecido en este Decreto-Ley y sus reglamentos.

Una oferta o venta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá independientemente de que hubiese sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Comisión determine lo contrario.

La oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá. La Comisión podrá mediante acuerdo determinar cuándo una oferta hecha en internet deberá ser entendida como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá."

Se describe en la solicitud de opinión que "las acciones emitidas por la subsidiaria, de propiedad de la compañía madre, serían distribuidas a los accionistas de la compañía madre..... y que la compañía madre desea, como parte la transacción, listar las acciones emitidas por la subsidiaria y repartidas a los accionistas de la compañía madre, en la bolsa de valores de Panamá"

De lo anterior se debe entender que no es el emisor de las acciones quien desea proceder a su listado en la bolsa panameña. La norma citada señala en adición a persona afiliada al emisor o un oferente.

El Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 define oferente de la siguiente forma:

"Oferente: Es toda persona que realice una o más de las siguientes actividades:

(1) Ofrezca o venda valores de un emisor en representación de dicho emisor o de una persona afiliada a éste, como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro establecidos en el Título VI de este Decreto-Ley.

(2) Compre o **adquiera de un emisor**, o de una persona afiliada a éste, valores emitidos por dicho emisor con la intención de ofrecer o revender dichos valores o algunos de ellos como parte de una oferta sujeta a los requisitos de registro establecidos en el Título VI de este Decreto-Ley. Se presumirá que no hubo intención de ofrecer ni de revender dichos valores si la persona que los compra se dedica al negocio de suscribir valores y mantiene la inversión en dichos valores por un período no menor de un año u otro período establecido por la Comisión.

(3) Compre o **adquiera de un emisor**, o de una persona afiliada a éste, 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 (1) año desde la última compra, salvo que lo haga en cumplimiento con las restricciones o limitaciones que al respecto establezca la Comisión."

Afiliada es definida como "cualquier persona que, en forma directa o en forma indirecta mediante interpósita persona, controle a la primera o esté controlada o esté bajo el mismo control que la primera."

No disponemos de información, sobre la base de la consulta, para determinar si se trata de uno de los otros dos supuestos contemplados en el artículo 82 que dan lugar al registro en la CNV de los valores a ser distribuidos en oferta pública y que involucran a las personas afiliadas al emisor o un oferente.

En el caso de tratarse de una persona afiliada o un oferente la que hace la oferta, se requiere el registro en la CNV de la oferta pública y el cumplimiento de las normas contenidas en los Título V "Del registro de valores e informes de emisores" y el Título VI "De la oferta pública de valores" así como el Acuerdo 6-2000 que lo desarrolla, con el correspondiente uso de una solicitud de registro y prospecto informativo.

B. Periodo de un año que requiere el artículo 17-A tantas veces citado.

De conformidad con el artículo 17-A, el **emisor** de los valores obtenidos por inversionistas en colocación privada que son listados en una bolsa de valores debe solicitar su registro en la CNV para hacer posible su negociación en mercado secundario. Para solicitar este registro los valores deben haber estado en **circulación por un período no inferior a un año**.

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. 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.

Fundamento legal: Artículo 69 Decreto ley 1 de 8 de julio de 1999. Artículo 17-A Acuerdo 6-2000. .

Dado en la ciudad de Panamá, a los veinte (20) días del mes de febrero de 2003.

(Fdo)
Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente

(Fdo.)
Rolando de León de Alba
Comisionado Vicepresidente

(Fdo.)
Roberto Brenes P.
Comisionado