REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION 5 -2003
(De veintitrés (23) de mayo de 2003)

TEMA: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores (en adelante "CNV") fijar su posición administrativa al respecto de la aplicabilidad de las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 sobre el ofrecimiento y negociación pública de títulos generados por una Titularización Ganadera, que consiste en la emisión de títulos con cargo a un Patrimonio Autónomo constituido por activos de una actividad ganadera de ceba, cedidos por un originador a través de un contrato de Fiducia Mercantil irrevocable, y si los mismos pueden o no ser negociados en una bolsa de productos sin el registro de éstos en la CNV.

SOLICITANTE: **BOLSA NACIONAL DE PRODUCTOS, S.A., en adelante BAISA** (Abelardo Carles, Gerente)

SITUACION PLANTEADA POR EL SOLICITANTE: "… Deseamos confirmar a través de una opinión de la Comisión Nacional de Valores, si dicho instrumento bursátil debe registrarse en la Comisión y ser negociado en la Bolsa de Valores de Panamá, o si puede ser negociado en BAISA, tratándose como se trata de títulos avalados por un subyacente agropecuario.

El instrumento bursátil que nos ocupa es el denominado Titularización Ganadera, que consiste en la emisión de títulos con cargo a un Patrimonio Autónomo constituido por activos de una actividad ganadera de ceba, cedidos por un originador a través de un contrato de Fiducia Mercantil irrevocable. (…)"

CRITERIO DEL SOLICITANTE: Inicia el solicitante mediante un análisis de la normativa legal aplicable, y señala *"… el artículo 160 de la Ley No. 23 del 15 de julio de 1997, en su Título IV, que regula las bolsas de productos, establece que podrá ser negociados en dichas bolsas:*

> *"cualquier bien, servicio y producto de producción nacional o extranjera, y los contratos o* ***documentos mercantiles que de cualquiera manera, representen, constituyan o concedan derechos sobre dichos bienes, servicios o productos".***

Pero este mismo artículo trae una excepción, al indicar que, para los efectos del mismo:

> *"no se consideran bienes negociables, aquellos valores cuya negociación se encuentre previamente reservada a una bolsa de valores de acuerdo con las leyes vigentes en esa materia."*

El Artículo 162 de la misma Ley 23 enfatiza lo mismo, diciendo:

> *"Quedan excluidas del régimen de este Título, aquellas actividades reservadas a la Bolsa de valores y sujetas a la vigilancia e inspección de la Comisión Nacional de Valores, de acuerdo con las disposiciones legales vigentes en la materia."*

aunque agrega:

> *"No obstante lo anterior, las bolsas de productos autorizadas podrán dedicarse a las actividades reservadas a la Bolsa de Valores siempre que cumplan con los requisitos que para estos efectos exijan las leyes respectivas."*

Al revisar el Decreto Ley No.1 del 8 de julio de 1999, por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el Mercado de Valores en Panamá, se encuentra la siguiente definición par el término "valor":

> *"**Valor:** Es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, **certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito,** cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor, o que la Comisión determine que constituye un valor"*

*Se agrega enseguida que dicha expresión **no incluye**:*

> *"1. Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por los bancos a sus clientes como parte de los servicios bancarios usuales ofrecidos por los bancos; 2. Pólizas de seguro y obligaciones similares emitidas por las compañías de seguros; y 3. **cualesquiera otros instrumentos, títulos o derechos que la Comisión haya determinado que no constituyen un valor."***

Por otra parte, en su Artículo 69, el Decreto Ley 1 dispone que deberán registrarse en la Comisión de Valores, aquellos valores que 1) sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión según el Título VI del 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. 3) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá."

*Además del registro de que habla el artículo 69, el Decreto Ley establece en su Articulo 82 que se requerirá la autorización de la Comisión Nacional de Valores para que sean objeto de oferta o venta pública en la República de Panamá, aquellos títulos valores emitidos o sujetos a emisión **que no se encuentren exentos de ser registrados ante dicha Comisión**.*

Estas "exenciones" según el Artículo 83 del Decreto Ley son las siguientes:

> *"a) la oferta y venta de valores del estado, organismos* ***internacionales y cualesquiera otro valor que la Comisión mediante acuerdo exceptúe del requisito del registro;*** *b) la Colocación Privada, oferta de valores que sea hecha por el emisor o una persona afiliada a este, en su conjunto, a no más de veinticinco personas, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, dentro del periodo de un año; c) Inversiones institucionales; d) Traspasos Corporativos, los cuales constituyen oferta, venta y distribución, traspaso y canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor en virtud de determinadas circunstancias; e) la oferta y venta que haga un emisor exclusivamente a sus empleados, sus directores o dignatarios y* ***f) cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Comisión mediante acuerdo, exceptúe del requisito del Registro establecido, dentro de los lineamientos que esta dicte para la protección del público inversionista."***

De lo anterior se infiere que los títulos representativos de activos agropecuarios podrían enmarcarse dentro de los literales a) y f) del Artículo 83 del Decreto Ley, arriba citados."

POSICION ADMINISTRATIVA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES: Antes de entrar a dilucidar las interrogantes esbozadas, y en aras de una fácil comprensión de la materia, estimamos necesario plasmar unas breves anotaciones en cuanto al concepto de titularización de activos, concepto medular de esta consulta, características, modalidades y el procedimiento *per se.*

El vocablo **Titularización** (también conocido como securitización, o titulización) se deriva del término propio del derecho anglosajón de "*SECURITY"*, cuyo significado en inglés es título-valor, o como se denomina en nuestro legislación bursátil "valor".

El concepto de titularización se podría definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación o conversión de un crédito a un título.

En adición, se define como *"(...) un proceso de financiación por el que una persona, originador, transmite un conjunto de derechos de crédito a un vehículo financiero que paga su precio con lo obtenido de la emisión de valores o la contratación de préstamos, respaldados exclusivamente por el patrimonio constituido con aquellos."*[1] *(el subrayado es propio)*

Partiendo de la definición que antecede, resulta claro que en el procedimiento de titularización de activos participan, como mínimo, tres (3) partes, a saber:

- El **originador**, entendiéndose como tal la persona que cede los activos;

[1] **CASTILLA, Manuel,** TITULIZACIÓN DE ACTIVOS, Civitas Ediciones (2002), pág. No. 27.

- El **vehículo de propósito especial** (en adelante "**el Fondo**") –un fideicomiso en la mayoría de los escenarios -, al cual se ceden los activos, y que se caracteriza por ser independiente del originador de los activos, y quien emite los certificados de titularización representativo del valor total o parcial, en alguno de los casos, del fondo.
- El **inversionista**, persona natural o jurídica que adquiere los certificados de titularización emitidos por el Fondo, y ofertados bien sea de manera pública o privada.

El procedimiento de titularización como mecanismo, simultáneamente, puede adoptar distintas modalidades. Veamos:

- CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN (*PASS-THROUGH*): Consiste en la venta, cesión, o endoso de activos del originador o acreedor original a un ente jurídico llamado vehículo (fideicomiso, fondo común de inversión cerrado o sociedad objeto exclusivo), quien emite los valores a ser colocados entre los inversores. En esta categoría, el originador desplaza los activos de sus balances a la vez que la emisión de títulos no forma parte de su pasivo.
- TITULOS DE DEUDA GARANTIZADOS POR ACTIVOS *(ASSET-BACKED BONDS*): En este caso, no se produce un aislamiento de los activos a titularizar, sino que permanecen en el patrimonio del originador. El flujo de fondos que los mismos generen no estará afectado exclusivamente al pago de capital o interés de los títulos de deuda emitidos, por lo que generalmente esta categoría de valores es mejorada con activos adicionales, *verbigracia* fianzas de cumplimiento, garantes, aportes adicionales de capital, entre otros.
- TITULOS REPRESENTATIVOS DE DEUDA (*PAY-THROUGH*): Es una combinación de elementos de los dos tipos básicos previamente explicados, ya que si bien los activos a titularizar no se separan del patrimonio del originador, sus ingresos garantizan exclusivamente el pago del capital e intereses de los valores emitidos, tal como ocurre con el Certificado de Titularización.

Nótese que en cada una de estas modalidades concurre un denominador común: **Valores emitidos.**

Señalados los puntos básicos en torno al procedimiento de titularización de activos, procedemos a absolver esta consulta, mediante el desarrollo de tres (3) cuestionamientos en concreto:

1. ¿Es el certificado de titularización –*entiéndase el título emitido producto de una titularización de activos* – considerado **"Valor"** para los efectos del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante "DL")?
2. ¿Se requiere el registro y autorización de estos títulos previa oferta o negociación pública?
3. ¿Pueden o no estos títulos derivados de la titularización ganadera ser negociados en la Bolsa Nacional de Productos, S.A. (en adelante "BAISA") o deben ser negociados en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (en adelante "BVP")?

Para absolver el primer cuestionamiento se hace necesario retornar a la definición de **valor** contenida en el DL que establece como la definición de dicho término *"...todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación,* ***certificado de titularización,*** *certificado fiduciario, certificado de depósito****,*** *cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor, o que la Comisión determine que constituye un valor"* (el resaltado es propio)

Por su parte, el solicitante incluye en su memorial una definición de lo que debe entenderse como Titularización Ganadera, y citamos, *"...consiste en la emisión de títulos con cargo a un Patrimonio Autónomo constituidos por una actividad ganadera de ceba, cedidos por un originador a través de un contrato de Fiducia mercantil irrevocable. (...)"*

Abonando a la definición aportada, consideramos pertinente citar cómo el tema es tratado en la legislación colombiana, jurisdicción destacada por su buen desarrollo del tema que nos ocupa. Veamos:

La legislación de mercado de valores de Colombia, menciona características esenciales que deben predominar en una operación de titularización ganadera, siendo estas:

- La existencia de múltiples originadores.
- Los recursos obtenidos deben ser destinados al desarrollo de una actividad y no de una empresa en particular;
- Supervisión técnica;
- Activos agropecuarios y documentos mercantiles;
- Constituido mediante un contrato de fideicomiso mercantil;
- Sujeto de derechos y obligaciones; y
- Es un mecanismo de garantía y fuente de pago de las obligaciones adquiridas por la emisión de valores.

En adición, la Bolsa Nacional Agropecuaria de Colombia define Titularización Ganadera como:

> *"la emisión de título de contenido crediticio contra un Patrimonio Autónomo, conformado por novillos flacos y las pasturas donde se ceba el ganado, con el compromiso de engorde por parte de los ganaderos.*
>
> *… Los ganaderos cebadores transfieren la propiedad de los bienes, es decir, los novillos y las pasturas, mediante la firma de un Contrato de Fiducia Mercantil. Una vez constituido el Patrimonio Autónomo, se emiten los títulos para ser colocados entre los inversionistas, y los recursos captados son entregados a los originadores, una vez descontados los costos de transacción. (…)"* [2] (El resaltado es propio)

Si bien la consulta presentada no brinda mayor detalle en cuanto a las características inherentes a esta transacción, tomaremos como cierto, para los objetos de esta

[2] www.bna-sa.com.co

consulta administrativa, que en la misma estarán presentes la mayoría de las características enunciadas. En consecuencia, estamos frente a una operación netamente mercantil que sitúa, por un lado, al sector agropecuario en calidad de cedentes de los activos que compondrán el vehículo de titularización – el fideicomiso -, y por el otro, el sector financiero de mercado de capitales, quien recibe los títulos emitidos por el fideicomiso previo intercambio de una contraprestación recibida por el cedente u originador.

Esta operación tal y cual viene explicada, se llevará a cabo bajo la modalidad de "Certificados de Participación" *(Pass –Through)* a la que se ha referido esta Opinión.

Ahora bien, se hace necesario coincidir con el solicitante al señalar que la Ley No. 23 de 15 de julio de 1997, en aquellos artículos que no fueron expresamente derogados a la entrada en vigencia del DL, atribuyen a las bolsas de productos la negociación de documentos mercantiles que representen, concedan o constituyan derechos sobre bienes, servicios o productos, limitando la misma a aquellos valores cuya negociación se encuentra legalmente reservada a las bolsas de valores o que admitan a las bolsas de productos negociar aquellos previo cumplimiento de los requisitos aplicables.

El DL, como acertadamente acotó el solicitante, señala a los **certificados de titularización** como un instrumento o título amparado bajo el concepto de valor. En consecuencia, dictaminar en contrario de lo que está expresamente establecido en el DL, mediante opiniones administrativas o acuerdos adoptados por esta Comisión, representaría una violación al principio de estricta legalidad que debe imperar en el ámbito administrativo.

En conclusión, es la posición administrativa de esta autoridad del mercado de valores que los títulos subyacentes de titularización ganadera constituyen **valor** para los propósitos del DL.

El segundo cuestionamiento es: ***¿Se requiere el registro y autorización de estos títulos previa oferta o negociación pública?***

Una vez definido el carácter de valor, para los propósitos del DL, de aquellos documentos emitidos como consecuencia de una titularización ganadera, se hace necesario un análisis de las normas aplicables al ofrecimiento de valores en el mercado de Panamá. Veamos:

> *"**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. …"*

Si bien el DL no contiene definición taxativa del concepto "oferta pública", sí define **Oferta** como toda declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, elemento retributivo que existe en la transacción expuesta por el solicitante.

En adición, citamos el artículo 82 del DL:

> ***"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. (…)" (El resaltado es propio)*

De las normas supracitadas se colige la obligatoriedad de registro ante esta Comisión Nacional de Valores de la oferta pública de certificados de titularización ganadera, en estricto cumplimiento de lo normado por el DL.

En este sentido, el emisor de los títulos subyacentes deberá presentar ante la CNV solicitud de registro de valores para oferta pública, Prospecto Informativo, Formulario RV-1 y documentación anexa a éste.

Al respecto, el artículo aplicable del DL:

> ***"Artículo 84: Solicitud de registro de oferta pública.*** *El emisor, la afiliada o el oferente que desee hacer una oferta pública de valores, que requiera ser registrada en la Comisión según lo establecido en este Título, deberá presentar a la Comisión, mediante abogado, una solicitud de registro de dichos valores, de conformidad con lo establecido en el Título V de este Decreto-Ley.*
>
> *A solicitud escrita de una afiliada o de un oferente que desee ofrecer o vender públicamente valores de un emisor cuya oferta o venta requiera que dichos valores sean registrados en la Comisión según lo establecido en este Título, dicho emisor, salvo pacto en contrario, presentará una solicitud de registro de dichos valores a la Comisión, o entregará a dicha afiliada o a dicho oferente la información o la documentación necesaria para que presente dicha solicitud de registro a la Comisión. El emisor tendrá derecho a que se le reembolsen los gastos en que incurra en relación con tal solicitud de registro, salvo pacto en contrario. El emisor podrá atrasar la entrega de información o documentación hasta un máximo de ciento veinte días en caso de que deba ser actualizada o no esté disponible."*

Por su parte, el Acuerdo 6-2000, modificado por el Acuerdo 15-2000 establece:

> ***"Artículo 1****: Las solicitudes de registro de valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión Nacional de Valores, de conformidad con lo dispuesto en el Título VI del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, deberán presentarse por intermedio de abogado y consistirán de dos partes:*

1- *El Prospecto Informativo*
2- *El Formulario RV-1 incluido como Anexo del presente Acuerdo y que forma parte integrante del mismo."*

El tercer cuestionamiento planteado es: ***¿Pueden o no estos títulos derivados de la titularización ganadera ser negociados en BAISA o deben ser negociados en la BVP?***

Una vez establecido que los títulos subyacentes de una titularización ganadera constituyen **"valor"** para los efectos de la ley de valores y, por ende, deberán ser registrados ante esta autoridad para luego ser ofrecidos de manera pública, queda por analizar si BAISA cumple con los requisitos establecidos por el DL para ser la plaza donde converjan de forma habitual y profesional la oferta y demanda de valores.

Primeramente, el artículo 1 del DL señala define como **Bolsa de Valores** *"toda persona que mantenga y opere (1) instalaciones donde converjan personas para negociar* ***valores*** *o (2) un sistema, ya sea mecánico, electrónico o de otro tipo, que permita negociar* ***valores*** *mediante la conjunción de ofertas de compra y de venta."* (El resaltado es propio)

Adicionalmente, se define **Puesto de Bolsa** como todo miembro de la Bolsa de Valores, y se establece el carácter de **organización autorregulada** que detenta una Bolsa de Valores, bajo los parámetros indicados en el DL.

Es el Título IV del DL (De las Organizaciones Autorreguladas) donde se sientan los fundamentos básicos para la operación y desarrollo de una organización autorregulada. Veamos:

> ***"Artículo 51: Obligatoriedad de las licencias.***
> *Sólo podrán ejercer el negocio de bolsa de valores o de central de valores en la República de Panamá las personas jurídicas que hayan obtenido la correspondiente licencia expedida por la Comisión."*

Visto lo anterior, es claro que sólo aquellas personas jurídicas que detenten una Licencia de Bolsa de Valores debidamente expedida por esta autoridad, podrán fungir como lugar, plaza o sistema en el cual converjan oferta y demanda de valores, previamente registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Consecuencialmente, es necesario que los puestos de bolsa que pretendan participar dentro de una Bolsa de Valores cuenten con la Licencia de Casa de Valores expedida por esta autoridad, así como que las personas naturales que en éstas laboren sean, también, idóneos para el ejercicio de las actividades de negocio propias de corredor de valores y/o ejecutivo principal.

En consecuencia, si BAISA pretende desarrollar actividades de negocios propias de las definidas por el Decreto Ley dentro del ámbito de acción de una Bolsa de Valores, y negociar los valores resultantes de la titularización ganadera (**Certificados de Titularización)** deberá observar las disposiciones legales aplicables tanto a la solicitud

de licencia, operación y obligación de este tipo de organización autorregulada, con la finalidad de contar con la Licencia de Bolsa de Valores debidamente expedida por esta autoridad, previo a la negociación de los valores en cuestión.

Es menester destacar que no existe disposición legal que obligue a la colocación o negociación de valores registrados en la CNV a través de una Bolsa de Valores. En otras palabras, es viable que se produzca un ofrecimiento y colocación pública de los certificados de titularización fuera de una organización autorregulada.

Culminamos informándole al solicitante que la CNV se encuentra dentro el proceso administrativo para la adopción del Acuerdo que desarrolla los preceptos contenidos en el DL al respecto de las organizaciones autorreguladas.

Dado en la Ciudad de Panamá, República de Panamá, a los veintitrés (23) días del mes de mayo de dos mil tres (2003)

PUBLIQUESE

(fdo.)
CARLOS A. BARSALLO P.
COMISIONADO PRESIDENTE

(fdo.)
ROLANDO DE LEON DE ALBA
COMISIONADO VICEPRESIDENTE

(fdo.)
YOLANDA G. REAL S.
COMISIONADA, a.i.