REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 6 -2003

(De 29 de julio de 2003)

TEMA: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa al respecto de la viabilidad jurídica de declarar la terminación del registro de un emisor en la Comisión, cuando dicho emisor tenga 50 o más accionistas domiciliados en Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagado de dicho emisor, fundando dicha cancelación en la excepción prevista en el artículo 69 de Decreto Ley 1 de 1999.

SOLICITANTE: La firma forense **FABREGA, BARSALLO, MOLINO & MULINO,** en su propio nombre y representación (Licenciado Juan Pablo Fábrega).

CRITERIO DEL SOLICITANTE: Se transcribe a continuación la posición del solicitante al respecto del tema objeto de la presente Opinión:

"Nuestra opinión es afirmativa, en el sentido de que accionistas representen el 75% del capital de la sociedad inscrita en la Comisión Nacional de Valores sí pueden aprobar la cancelación del referido registro, aun (sic) cuando el artículo 81 del Decreto Ley No.1 de 1999 no contemple este supuesto como presupuesto para autorizar la cancelación del registro de una sociedad inscrita en la Comisión Nacional de Valores.

Fundamentamos Nuestra Opinión en las siguientes consideraciones:

***PRIMERO**: Aun cuando pudiera afirmarse que el artículo 69 del Decreto Ley No.1 de 1999 se refiere a entidades no registradas, y no a sociedades registradas y que pretenden dar por terminado su registro ante la Comisión Nacional de Valores y que es el artículo 81 de dicha norma legal la que regula la terminación de registro de una sociedad inscrita en la Comisión Nacional de Valores, nada impide que la excepción del artículo en comento pueda aplicarse de manera complementaria al artículo 81. Pretender negar la aplicación complementaria de dicha norma sería cometer un error de interpretación sistemática a las normas legales que regulan el Registro y la Cancelación de Valores que contempla el Decreto Ley No.1 de 1999. Las normas legales no pueden interpretarse de manera textual y aislada. Las mismas deben interpretarse en forma integral, en su conjunto, como un todo, de acuerdo con una lógica jurídica, para que tenga como resultado un sentido coherente la aplicación de la norma. Tal cual está redactado el artículo 81 del Decreto Ley 1 de 1999, está claro, por razón de su numeral 4, que las condiciones de terminación señaladas en la misma NO son taxativas, sino meramente enunciativas. Si se observa este numeral 4, el mismo simplemente señala como condición que le emisor " PRESENTE A LA COMISION UNA SOLICITUD DE TERMINACION DE REGISTRO Y CUMPLA CON LOS PROCEDIMIENTOS QUE SOBRE LA MATERIA DICTE LA COMISION".*

Las dos condiciones que señala este numeral 4 son que i) se presente una solicitud de terminación y ii), que se cumplan con los procedimientos que sobre la materia dicte la Comisión. A este respecto, debemos llamar la atención sobre el hecho de que el único procedimiento que ha dictado la Comisión está contemplado en el Acuerdo No.6 de 2000 en sus (sic) artículos del 23 al 26, inclusive. De una simple lectura del artículo 23 antes mencionado, podemos observar que el mismo se circunscribió a transcribir literalmente los numerales 1, 2 y 3 del artículo 81 del Decreto Ley 1 de 1999, dejando por fuera el numeral 4. El artículo 24 del Acuerdo NO.6 del 2000 es el que, verdaderamente, señala un PROCEDIMIENTO para tramitar y formalizar la terminación de un registro.

En consecuencia, consideramos que, dentro del numeral 4 del artículo 81 en comento tiene cabida la aplicación de la excepción que establece el numeral 2 del artículo 69 del citado Decreto Ley.

***TERCERO** (sic): Pudiera argumentarse que el admitir la terminación de registro de sociedades bajo lo dispuesto en el artículo 69, podría resultar en detrimento de accionistas minoritarios que no estén de acuerdo con la terminación referida. Ante tal argumento, consideramos como una contradicción jurídica, sin sentido lógico, que para obviar el registro obligatorio de una sociedad en la Comisión Nacional de Valores, que cuente con cincuenta o más accionistas domiciliados en Panamá y*

que sean propietarios efectivos de no menos del 10% del capital pagado de la sociedad emisora, tal cual no exige el numeral 2 del artículo 69 del Decreto Ley No.1 de 1999, la ley sí permita que los accionistas que representen el 75% del capital emitido y pagado SI pueden aprobar la no inscripción de la sociedad para obviar el registro obligatorio ante la Comisión Nacional de Valores. En nuestra opinión, tal excepción también podría ir en detrimento de accionistas minoritarios que pudieran querer la inscripción de la sociedad en la Comisión Nacional de Valores. Al respecto, el análisis lógico-jurídico que, en nuestra opinión, sustenta la perfecta aplicación de la excepción que contiene el artículo 69 para excluir el registro obligatorio (numeral 2) de una sociedad en la Comisión Nacional de Valores, como fundamento legal para cancelar el registro de una sociedad ya inscrita, es que si por disposición de la propia ley un determinado porcentaje accionario puede aprobar la no inscripción de una sociedad que, por MANDATO LEGAL de esa misma norma, debe inscribirse, ese mismo porcentaje accionario debe tener la misma potestad para aprobar la cancelación de su registro. No hay fundamento, ni sustento lógico, para que se exijan requerimientos distintos, especiales o particulares, para cancelar el registro de una sociedad en la Comisión, de aquellos requisitos que la propia ley permite para que una sociedad pueda quedar exenta o eximida de su inscripción obligatoria.

Si la inscripción obligatoria de que trata el artículo 69 en su numeral 2 tiene como fundamento la protección de los accionistas, y este propio artículo permite que un determinado porcentaje accionario autorice y apruebe no inscribir la sociedad ante la Comisión Nacional de Valores, en aparente perjuicio del otro porcentaje accionario, por que ese mismo porcentaje accionario no puede autorizar la cancelación del registro de una sociedad ya inscrita, si la propia ley da herramientas para exonerar el registro obligatorio.

***CUARTO** Si, ni la ley de valores, ni la ley de sociedades, prohíbe que una sociedad registrada pueda ser disuelta o fusionada con la simple aprobación de una mayoría no calificada de accionistas, cuyos efectos patrimoniales resultarían ser de mayor consideración para los accionistas que la simple cancelación de un registro en la Comisión Nacional de Valores, no hay nada que pueda prohibir la cancelación de un registro con la aprobación de los accionistas que representen el 75% de las acciones emitidas y en circulación. La simple afirmación de que el artículo 81 del Decreto Ley No.1 de 1999 no contempla esta figura como fundamento para la terminación del registro, resultaría en una aplicación restrictiva de la ley de valores carente de toda lógica jurídica*."

POSICION ADMINISTRATIVA DE LA COMISION NACIONAL DE VALORES.

El solicitante plantea el siguiente cuestionamiento:

> **¿Es viable a juicio de la Comisión Nacional de Valores proceder a la terminación de registro de una sociedad registrada que tenga cincuenta (50) o más accionistas que sean propietarios efectivos del diez por ciento (10%) o más del capital pagado, si los accionistas que representen un setenta y cinco por ciento (75%) o más de las acciones emitidas y en circulación así lo aprueban, para que luego de los trámites conducentes se declare la terminación del registro y por ende, las obligaciones de dicho emisor para presentar informes periódicos a la Comisión?**

Antes de entrar a dilucidar el tema objeto de la consulta, es oportuno citar las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 a confrontarse.

> *"**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 registro a que hace referencia el numeral 2 anterior no será obligatorio si accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital*

emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada bajo este Decreto-Ley. Copia de dicha aprobación deberá ser remitida a la Comisión.

La Comisión podrá aumentar la cantidad de propietarios efectivos y el requisito de capital a que se refieren el numeral dos anterior y el numeral uno del artículo 81 de este Decreto-Ley. La Comisión podrá, además, mediante acuerdo, establecer excepciones en cuanto al registro a que se refiere el numeral dos del presente artículo."

Por su parte, el artículo 81, artículo específico a la terminación de registro de emisores ante esta autoridad señala:

*"**Artículo 81: Terminación del registro***
De oficio o a petición del emisor o de parte interesada, la Comisión podrá dar por terminado el registro de dicho emisor o sus valores en la Comisión para los efectos de este Decreto-Ley, y declarar terminada la obligación del emisor de presentar informes de conformidad con este Título, siempre y cuando dicho emisor cumplan con las siguientes condiciones:

1. Que no tenga en el último día de su año fiscal 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, para los efectos de dicho cálculo, las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, los directores y los dignatarios de éste).

2. Que no tenga valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.

3. Que no tenga en circulación valores que hubiesen sido ofrecidos a través de una oferta pública sujeta a los requisitos de registro establecidos por el Título VI de este Decreto-Ley, a menos que se trate de valores accionarios contemplados en el numeral 1 anterior.

4. Que presente a la Comisión una solicitud de terminación de registro, y cumpla con los procedimientos que sobre la materia dicte la Comisión.

La Comisión podrá dictar normas, procedimientos y requisitos que deban cumplir los emisores que soliciten la terminación de su registro, o de sus valores, ante la Comisión con el fin de proteger los intereses del público inversionista."

Si bien el solicitante plantea la situación de forma general e impersonal y no a un caso específico, entendemos que la fórmula que expone como viable adquiere relevancia únicamente cuando la empresa que desea que se declare terminado su registro en la Comisión, **no satisface** la segunda condición establecida en el artículo 81 del Decreto Ley 1 de 1999, a saber, "*…1. Que **no** tenga en el último día de su año fiscal 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, para los efectos de dicho cálculo, las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, los directores y los dignatarios de éste)."*

Tendríamos pues, un emisor cuya base accionaria excede del número de 50 accionistas domiciliados en Panamá –que representen al menos el 10% del capital pagado- y que aún así desea dar por terminado su registro ante la Comisión.

Como ha quedado expuesto, el solicitante ha esbozado en apoyo de su posición criterios de interpretación sistemática e integral de la normatividad contenida en el Decreto Ley 1 de 1999, en particular, aboga por la aplicación *complementaria* de los artículos 69 y 81. En este sentido, manifiesta que si una mayoría calificada de 75% de los accionistas pueden legalmente evitar la obligación de registrarse ante la Comisión (texto del artículo 69), esa misma mayoría calificada del 75% debería poder resolver **no** continuar como sociedad registrada, sustrayéndose así de la obligación de presentar informes periódicos a la Comisión y por ende al público.

No obstante lo anterior, está claramente expuesto en el artículo 81 del Decreto Ley 1 de 1999 la necesidad de que una sociedad registrada no tenga 50 o más accionistas que detenten el 10% o más del capital pagado al momento de solicitar dar por terminado tal registro. En la descripción de esta condición no se incluyó de manera expresa una fórmula similar a la del artículo 69 (mayoría calificada del 75% puede evitar el registro), pero tampoco se previó en el texto del Decreto Ley el mecanismo existente en otras jurisdicciones para que las empresas registradas puedan dejar de tener tal condición, a saber, mediante la OPA [1] de exclusión.

[1] Oferta Pública de Adquisición

No existiendo en las disposiciones de la Ley de Valores la obligatoriedad de que una sociedad registrada deba lanzar una OPA de exclusión a sus accionistas para dejar de ser sociedad registrada, corresponde interpretar las normas existentes.

Al respecto, el Código Civil de la República de Panamá preceptúa:

> ***"Artículo 9:*** *Cuando el sentido de la ley es claro, no se desatenderá su tenor literal a pretexto de consultar su espíritu. Pero bien se puede, para interpretar una expresión oscura de la ley, recurrir a su intención o espíritu, claramente manifestados en ella misma o en la historia fidedigna de su establecimiento."*

La fórmula de "interpretación" contenida en el artículo 9 del Código Civil de la República de Panamá debe ser afrontado por la técnica jurídica, especialmente por la hermenéutica, ya que el problema sobre la naturaleza de la interpretación es un problema continuamente suscitado por el Derecho a la filosofía, un producto de necesarias crisis de la conciencia jurídica que el mismo dogmatismo provoca y no puede afrontar.

De esta manera, observamos que estudiosos del derecho, en sus intentos de interpretación de normas oscuras o en confrontación, han acudido a clasificar los distintos modos o principio de hermenéutica en aras de valerse de ellos en situaciones como la planteada por el solicitante. A saber:

- **Interpretación Declarativa:** Se refiere a los casos en que supuestamente se creía que las palabras reproducían fielmente el pensamiento de la regla;
- **Interpretación Extensiva:** Utilizada cuando se creía que las palabras expresaban menos de lo que se propuso expresar quien formuló la regla, en cuyo caso había que extender ésta a los casos no comprendidos en la letra;
- **Interpretación Restrictiva:** Utilizada cuando se creía que las palabras expresaban más de lo que se quiso expresar, habiendo entonces que restringir o limitar la aplicación de la regla únicamente a los casos que se entendía se quiso comprender dentro de ella. [2]

Cuando hablamos de interpretación, nos dice Galindo Garfias: **"Expresamos la idea de penetrar el sentido de aquello que sirve de instrumento para expresar una idea o concepto, un sentimiento o un estado de ánimo"**.[3]

Interpretar una norma jurídica representa, por ende, determinar no sólo el significado de la ley, sino también investigar el principio jurídico por aplicar a un caso no contemplado específicamente por la ley. Este es, a nuestro sano criterio, el punto medular de la consulta que por este medio absolvemos.

Es el numeral segundo del artículo 69 el cual contiene una indicación meramente cuantitativa respecto al número de accionistas, y porcentaje de propiedad, de aquellas sociedades que los redactores del Decreto Ley estimaron que sus accionistas podrían necesitar protección del Decreto Ley 1 de 1999, obligándoseles, entonces, a ser una sociedad registrada ante esta autoridad. Bajo el cumplimiento de esta obligación, los accionistas de la sociedad contarían con amplias y mejores posibilidades de obtener información de la sociedad al estar obligada, una vez se registre ante esta autoridad, a cumplir con los estándares de información establecidos por el Decreto Ley 1, y reglamentados por la Comisión Nacional de Valores.

Pese a lo anterior, el mismo artículo contempla una excepción al establecer claramente y sin lugar a interpretación en contrario que *no será obligatorio si accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban* ***continuar como una entidad no registrada bajo este Decreto-Ley***, dándole prioridad, a nuestro criterio, a lo concertado por el órgano supremo de decisión de una sociedad anónima: Junta de Accionistas. *(El resaltado es nuestro).*

Continuando con el artículo 69, el último párrafo contiene una referencia cruzada entre dicha norma y el artículo 81 al establecer que " … *La Comisión podrá aumentar la cantidad de propietarios efectivos y el requisito de capital a que se refieren el numeral dos anterior y el numeral uno del artículo 81 de este Decreto-Ley. La Comisión podrá, además, mediante acuerdo, establecer excepciones en cuanto al registro a que se refiere el numeral dos del presente artículo."*

Por su parte, el artículo 81 establece las 3 condiciones sustantivas para que deben satisfacerse para solicitar la terminación del registro de una sociedad ante la Comisión: i) que no tenga los 50 accionistas a que nos hemos referido en la presente Opinión; ii) que no tenga valores listados en bolsa, y iii) que no tenga en circulación valores que hubiesen sido ofrecidos públicamente, salvo **que se trate de valores accionarios** contemplados en el numeral uno anterior. Esta excepción obedece al simple hecho de que los valores accionarios no están sujetos a plazos de vencimiento, tal como sí lo están los títulos de deuda. Luego entonces, el numeral 3 dispone que aún cuando

---

[2] HERNANDEZ Ramírez, José Luis. **Análisis de la fórmula: "interpretación jurídica" del párrafo cuarto del artículo 14 constitucional.** División de Estudios Jurídicos de la Universidad de Guadalajara. 1995.

[3] GALINDO GARFIAS, Ignacio. **Interpretación e Integración de la Ley. En la obra general: Estudios de Derecho Civil**, 2ª edición, Editorial Porrúa, México 1994, p. 54

un emisor registrado de acciones mantenga títulos accionarios emitidos y en circulación, ello no es óbice *per se* para solicitar la terminación del registro.

De lo antes preceptuado, esta Comisión considera que **no siendo absoluta** la obligación de convertirse en sociedad registrada cuando se tengan 50 accionistas con las características enunciadas en el numeral 2 del artículo 69, pues se prevé en dicha norma un mecanismo para que a través de la decisión adoptada por una mayoría calificada de accionistas pueda mantenerse como empresa no registrada, **no puede entonces tener carácter absoluto** la obligación de mantenerse como sociedad registrada, aún cuando se tengan 50 o más accionistas.

Finalmente, la Comisión considera necesario precisar que de entre las 3 condiciones sustantivas que una sociedad registrada debe satisfacer para solicitar la terminación de su registro según el artículo 81, únicamente es susceptible de la excepción la contenida en el numeral 2 (tener 50 o más accionistas). Las demás condiciones (no tener valores en circulación que hayan sido ofrecidos públicamente y no tener valores listados en Bolsa), no podrían dejar de ser cumplidas bajo el argumento de que una mayoría calificada de accionistas así lo han resuelto.

En consecuencia de todo lo anterior, la Comisión iniciará la revisión de las normas reglamentarias vigentes, a saber, del Capítulo III del Acuerdo 6-2000 de 19 de 2000, a fin de determinar la necesidad o conveniencia de introducir reformas a las mismas.

Fundamento Legal: Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, artículos 8, 15, 69 y 81.
Código Civil de la República de Panamá.

Dado en la Ciudad de Panamá, República de Panamá, a los veintinueve (29) días del mes de julio de 2003.

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Presidente, ad-hoc

Maruquel Pabón de Ramírez
Comisionada Vicepresidente, a.i.

Yolanda G. Real S.
Comisionada, a.i.