REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 4-2006
(de 4 de abril de 2006)

TEMA: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores que siente su posición administrativa respecto a la aplicación de los artículo 94 a 103 del Decreto Ley 1 de 1999 en caso de que un emisor registrado haga una oferta a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., con la intención de adquirir parte de sus acciones comunes que representan menos del 25 % de las acciones emitidas y en circulación.

SOLICITANTE: ALEMAN, CORDERO, GALINDO & LEE.

El solicitante plantea los siguientes hechos en los cuales enmarca la consulta presentada ante la Comisión Nacional de Valores:

1. Una sociedad cuyas acciones comunes se encuentran registradas en la Comisión Nacional de Valores por virtud de lo dispuesto por el numeral (2) del artículo 69 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999 (en lo sucesivo el "Emisor Registrado"), pretende realizar una capitalización mediante una emisión de acciones comunes nuevas a favor de una sola entidad (en lo sucesivo el "Inversionista"), que actualmente no es accionista del Emisor Registrado.
2. De concretarse la emisión de acciones antes mencionada, el Inversionista pasaría a ser titular de más del 75 % de las acciones emitidas y en circulación del Emisor Registrado.
3. También como consecuencia de la emisión de acciones en cuestión, los actuales accionistas del Emisor Registrado contarían, entre todos, con menos del 25 % de las acciones emitidas y en circulación del Emisor Registrado.
4. Después de concretarse la emisión de acciones a favor del Inversionista, éste causaría que el Emisor Registrado haga una oferta a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., con la intención de adquirir, en igualdad de términos y condiciones, las acciones comunes de los demás accionistas del Emisor Registrado (que, como queda dicho, a ese momento representarían menos del 25 % de las acciones emitidas y en circulación del Emisor Registrado.

Opinión del solicitante:

En nuestra opinión, con el esquema descrito en los hechos y consideraciones expuestos a propósito de esta consulta no se concretaría una Oferta Pública de Compra de Acciones a tenor de lo dispuesto por los artículos 94 al 103 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

Lo anterior lo fundamentamos en que, al implementar el esquema en cuestión, no se daría ninguno de los presupuestos básicos contemplados por el primera párrafo del referido artículo 94, que son los que dan pie a que se concrete, bajo nuestra legislación, la figura de la Oferta Pública de Compra de Acciones y la obligación de notificar la misma a la Comisión Nacional de Valores. Para su fácil referencia, seguidamente nos permitimos transcribir el párrafo en cuestión…

Con relación a la capitalización del Emisor Registrado, nos parece evidente que una capitalización en sí no conlleva una oferta pública de compra de acciones conforme al artículo 94 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, toda vez que la ejecución por parte del Emisor Registrado de un aumento de capital (autorizado por los órganos corporativos correspondientes) y la capitalización mediante la emisión de nuevas acciones autorizadas al Inversionista es una operación netamente corporativa. Dicha operación conllevaría una simple suscripción de acciones nuevas del Emisor Registrado y, por lo tanto, no es una transacción que involucraría parte del capital emitido y en circulación de dicho emisor. Además, la capitalización en cuestión sería una transacción privada (únicamente entre el Emisor Registrado y el Inversionista), lo cual no podría caracterizarse, desde ningún ángulo, como una oferta pública de compra de valores del Emisor Registrado.

A propósito del tema de la oferta a través de la BOLSA DE VALORES DE PANAMA. S.A., para la adquisición de las acciones comunes de los demás accionistas del Emisor Registrado, tenemos que al comparar dicho proceso con lo preceptuado por el artículo 94 del Decreto Ley No. 1 de 1999, obtendríamos como resultado lo siguiente:

1. *No se estaría haciendo en forma pública una oferta para la compra de acciones registradas que representen el 25 % o más del capital emitido y en circulación del Emisor Registrado (toda vez que los accionistas del Emisor Registrado, distintos al Inversionista, tendrían menos del 25 % del capital emitido y en circulación del Emisor Registrado).*
2. *Tampoco se estaría haciendo en forma pública una oferta para la compra de una cantidad de acciones registradas del Emisor Registrado que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, el Emisor Registrado adquiera más del 50 % de su capital emitido y en circulación (toda vez que al momento en que el Emisor Registrado realice su oferta, el Inversionista ya sería propietario de más del 75 % del capital emitido y en circulación del Emisor Registrado.*

POSICIÓN ADMINISTRATIVA DE LA COMISIÓN NACIONAL DE VALORES:

- **De la ampliación de capital de un emisor registrado:**

Con relación a la ampliación de capital explicada por el solicitante, en efecto la compra realizada por un inversionista no tiene, necesariamente, que interpretarse como la realización de una Oferta Pública de Compra de Acciones (OPA) en sentido estricto.

Si bien la ampliación de capital de que se trata implica una compra de acciones cuyo resultado es la adquisición de más del veinticinco por ciento (25%) del capital de un emisor registrado, mientras la misma no sea realizada de forma pública, entendiendo el término público bajo criterios cuantitativos (cantidad de personas a las que se dirige) y cualitativos (medios utilizados para la oferta), no debe considerarse que existe la obligación de notificar una OPA.

La consideración de si debe entenderse como una *oferta pública* (tanto de compra como de venta de valores) la ampliación de capital consultada dependerá de la metodología utilizada para la compra-venta de las acciones de dicha ampliación.

Esto significa que si el inversionista que pretende adquirir más del setenta y cinco por ciento del capital del emisor registrado adquiriendo las acciones emitidas en la ampliación de capital, lo hace a través de una orden de compra realizada a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., organización autorregulada en la cual, según se desprende de la consulta, está listada la acción del emisor registrado, dicha orden de compra debe entenderse como una *oferta pública* realizada en un mercado organizado en la cual todo tenedor de acciones comunes del emisor tendrá la oportunidad de vender sus acciones.

Sobre este particular ya se ha pronunciado la Comisión a través de la Opinión No. 6-2001 de 1 de noviembre de 2001, indicando lo siguiente:

> *La referida norma* (artículo 94 del Decreto Ley 1 de 1999), *enuncia las circunstancias específicas dentro de las cuales se haría obligatoria la notificación de una Oferta Pública de Compra de Acciones, es decir, consagra el ámbito de aplicación especial que se le atribuye a dicho mecanismo, en el cual destacan como presupuestos:*
>
> 1. *Que exista una persona (cualquier persona, natural o jurídica, incluyendo al emisor) que haga un ofrecimiento;*
> 2. *Que este ofrecimiento sea manifestado en* ***forma pública;***
> 3. *Que el ofrecimiento sea para adquirir: i) 25% o más del capital emitido y en circulación del emisor, u ii) otra cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del 50% por ciento del capital emitido y en circulación del emisor.*
>
> *Esto nos conduce a la parte medular de la consulta, a saber, qué significa en el contexto de la regulación de valores el término "público" cuando se refiere a una oferta y más específicamente, si la caracterización de colocación privada que aparece en el numeral 2 del Artículo 83 (oferta a no más de 25, ventas a no más de 10 en 1 año) implica que toda aquella actuación de ofrecer que no encaje en estos parámetros cuantitativos, deviene necesariamente en un ofrecimiento público.*
>
> *El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, no conceptúa en el Artículo 1 de Definiciones ni a lo largo de sus 285 Artículos, el concepto de "público", ni de "oferta pública". El Diccionario de la Lengua*

Española de la Real Academia Española, se refiere al concepto de público, en su primera acepción, como: "Notorio, patente, manifiesto, visto o sabido por todos" .

Es innegable que, a falta de otros elementos en la regulación, los términos que definen la colocación privada constituyen –por oposición– una referencia en la determinación de cuándo un ofrecimiento es hecho al público. No obstante, esta Comisión no considera que ésta sea, ni deba ser, la única a fin de considerar cuándo una oferta es pública. Interpretamos que precisamente el silencio que guarda la Ley al respecto, es indicativo de las grandes dificultades y potenciales incongruencias que podrían resultar de una sola definición que no necesariamente sería realista y práctica en todos los casos y que no atendería a los propósitos que favorece la Ley. Esta tendencia a no definir el concepto es igualmente observada en la regulación norteamericana, sistema en que la labor judicial –en una base casuística– ha jugado un importante rol en la construcción del concepto.

En virtud de lo anterior, no coincidimos con el criterio del solicitante en el sentido de que una Oferta de Compra de Acciones es pública cuando se haga a más de veinticinco personas y que resulten en la venta a más de diez personas, dentro de un período de un año. Esto caracterizaría y definiría a la oferta pública como una cuestión definida por números únicamente, cuando ello no es así. La calificación de una oferta como pública requiere necesariamente la consideración de todos los hechos, factores y circunstancias que la rodean. Una oferta de ***venta*** *de valores es pública cuando, entre otras cosas, se dirija o manifieste por medios o canales de comunicación a un público indeterminado, lo cual no es necesariamente cierto cuando se trata de una oferta pública de* ***compra*** *de acciones, dirigida a un grupo determinado –o determinable– de personas, quienes son los accionistas de una sociedad registrada.*

Finalmente y en cuanto al tema de que una operación de compra y venta de valores que obedezca a un acuerdo privado entre vendedor y un comprador se haga a través de una "venta cruzada" a través de una Bolsa autorizada para operar en la República de Panamá, podemos señalar lo siguiente:

En una Bolsa de Valores únicamente pueden estar admitidos a negociación valores registrados en la Comisión, lo que ya le confiere un carácter "público". Así, un valor público puede ser negociado en forma "no pública" pero un valor "privado" (o sea, no registrado ni admitido a negociación) no puede transado en un mercado público porque no satisface los antecedentes de información que el mercado le exigiría.

Las consideraciones que anteceden a la decisión de vender o a la decisión de comprar un valor –cuando es un valor registrado y admitido a negociación.– no guardan relación con este carácter público

que tienen todas las operaciones que se dan a través de un mercado organizado, como es la Bolsa. ***En cuanto una orden de comprar o una orden de vender son comunicadas al sistema de negociación electrónico que actualmente existe en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., la transacción es pública y por ende, abierta y expuesta. Ello la hace susceptible de que otros compradores o vendedores puedan presentar mejores ofertas dentro de este mercado público organizado y lograr los mejores términos posibles para las partes, que es precisamente, el objetivo más importante que deben tener organizaciones de esta naturaleza.***

Como puede observarse de la Opinión citada, los criterios en los que se enmarca y debate la consideración que, de pública tendrá la compra de acciones de un emisor registrado no solo obedece a un concepto cuantitativo sobre a qué número de personas es ofrecido, por lo que de realizarse a través de bolsa esta Comisión estima que sí se configura el deber de notificación contenido en el artículo 94 del Decreto Ley 1 de 1999, al considerarse que dicha orden de compra es una oferta pública realizada en un mercado organizado abierto cuyo resultado implica la adquisición de más del cincuenta por ciento (50%) del capital emitido y en circulación del emisor registrado.

Sin perjuicio de las consideraciones planteadas, nuestro ordenamiento contempla un sistema de OPAS voluntarias o facultativas, es decir que quien tenga la intención de hacerse con el control de un emisor registrado en la Comisión, podrá o no hacerlo a través de una oferta pública de compra, con todas las ventajas operativas y financieras que ello representa. Sin embargo, quien tenga la intención de hacerse del control de una empresa pública tiene también plenas facultades de hacerlo a través de negociaciones privadas en las que pueda adquirir de manera privada un bloque significativo de acciones que impliquen obtener el control (en total) de al menos el cincuenta y un por cien (51 %) del total de las acciones emitidas y en circulación del emisor.

Por tanto, mientras la negociación de la venta de la ampliación de capital se realice de manera privada y no a través de la ejecución de órdenes de compra en bolsa, no debe entenderse que ha existido una oferta pública de compra sobre la cual exista obligación de notificación a la Comisión.

Por otro lado, la ampliación de capital en estudio tampoco parece estar sujeta a registro en la Comisión Nacional de Valores mientras se realice bajo los parámetros que de colocación privada contempla del Decreto Ley 1 de 1999, específicamente el numeral 2 del artículo 83, que a tenor literal expresa:

Artículo 83: Ofertas exentas

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.

Así las cosas, concluimos que mientras la ampliación de capital efectuada no sea ofrecida públicamente de manera que dicha venta pierda la consideración que de *colocación privada* indica la norma citada, la misma no tiene que ser objeto de registro en la Comisión Nacional de Valores, aun cuando la misma se trate de la ampliación de una acción común que sí se encuentra registrada en la Comisión Nacional de Valores y listada en un mercado organizado.

- **De la divulgación de hechos relevantes**:

En virtud de que, de acuerdo a la planteado en la consulta, la ampliación de capital será realizada por un emisor registrado en la Comisión Nacional de Valores, resultan de aplicación las normas que sobre divulgación de hechos de importancia contempla el Decreto Ley 1 de 1999, en este caso debemos referirnos específicamente el artículo 77 de dicho cuerpo legal y que a tenor literal expresa:

> **Artículo 77: Comunicados públicos**
>
> Cuando ocurra un hecho de importancia que no sea de conocimiento público y que, de ser divulgado, es de esperarse que tenga un efecto significativo en el precio de mercado de un valor registrado en la Comisión, el emisor de dicho valor deberá inmediatamente hacer público un comunicado (mediante prensa, redes electrónicas de divulgación de información financiera, televisión u otros medios autorizados por la Comisión) en el cual divulgue y explique el hecho en cuestión, y deberá entregar una copia de dicho comunicado a la Comisión y a las bolsas de valores en las cuales dicho valor esté listado.
>
> No obstante lo anterior, ningún emisor estará obligado a divulgar dicho hecho mientras los directores o la gerencia del emisor tuviesen motivos razonables para creer (A) que la divulgación de dicho hecho perjudicaría en forma significativa los intereses del emisor y (B) que las personas que tienen conocimiento de dicho hecho que aún no es público no han negociado ni van a negociar valores de dicho emisor. El emisor deberá en todo caso divulgar dicho hecho si éste es irreversible y la demora en su divulgación no evitaría el impacto perjudicial que éste pudiese tener en el emisor o no contribuiría a reducirlo.

Respecto a la norma citada, considera esta Comisión que una ampliación de capital cuya venta implica otorgar a un inversionista no accionista del emisor registrado, más del setenta y cinco por cien (75%) del capital emitido de dicho emisor es

indefectiblemente un hecho relevante y de importancia que debe ser divulgado por el emisor a fin de que todos los inversionistas tengan conocimiento del mismo, sobre todo tomando en cuenta el efecto de dilución que tendrá la ampliación en cuanto al número de acciones de que son tenedores y más aún los accionistas que en la actualidad, aun sin haber realizado la ampliación de capital son considerados minoritarios y que luego de la referida ampliación lo serán en mayor medida.

Este deber de transparencia y divulgación de información, cobra más importancia si tomamos en cuenta que la ampliación de capital, tal y como lo ha manifestado el solicitante, resulta ser una operación netamente corporativa, para la cual se requerirá de la decisión (de aprobación) en la Junta General de Accionistas, en la proporción establecida en el Pacto Social del emisor según lo disponen las normas establecidas en la Ley 32 de 1927.

Sobre este particular y conforme la definición que del término "*de importancia"* nos brinda el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, a saber: *cuando se use en relación con el requisito de divulgar información, limita la información a la que muy probablemente* ***el tenedor, comprador o vendedor de un valor****, o la persona a quien dicha información esté dirigida,* ***daría importancia, al decidir cómo actuar****.*

En este mismo sentido la Comisión promulgó el Acuerdo No. 10-2005 de18 de julio de 2005, el cual en su artículo 2 enumera una lista, no exhaustiva de eventos en los cuales debe considerarse que existe o se ha producido un hecho de importancia, artículo sobre el cual hacemos énfasis en los numerales 14, 19 y 20:

> **Artículo 2. Eventos que constituyen hechos de importancia**
>
> Son hechos de importancia los que el tenedor, comprador o vendedor de un valor, o la persona a quien tal información esté dirigida, muy probablemente daría importancia al decidir cómo actuar. Al determinar si actos futuros o inciertos son de importancia se deberá considerar la magnitud de éstos y la probabilidad de que ocurran.
>
> Sin perjuicio de las anteriores descripciones, se considerarán eventos que constituyen Hechos de Importancia los mencionados en la siguiente lista: -
>
> 1. Cambios o alteraciones de importancia en el objeto social o actividades del emisor.
> 2. Venta o adquisición de activos de importancia.
> 3. ……
>
> **14. Operaciones de compra o venta de acciones o de títulos convertibles en acciones de otros emisores por montos que representen más del 25% del patrimonio neto de la empresa que esté realizando la compra o venta de acciones.**
> 15. Autorización o terminación del registro de los valores de la sociedad en la República de Panamá o en el extranjero.
> 16. Sanciones de que ha sido objeto de la sociedad o sus órganos de gobierno corporativo por las autoridades reguladoras.
> 17. Acuerdos de voto, cuando sean conocidos.

18. Cualquier contrato entre la compañía, ya sea directamente o por interpósita persona, y los miembros de su Junta Directiva, administradores, comités de vigilancia, o cualquier sociedad controlada por estas personas, cuyos términos no sean habituales dentro del giro regular de negocios del emisor.
19. Cambios en la tenencia accionaria de los accionistas controlantes.
20. Fusiones, consolidaciones o escisiones con relación al emisor.
21. Alteraciones de los derechos y privilegios de los valores emitidos por la compañía.

Queda expresamente entendido que la referida lista tiene propósitos ilustrativos, exclusivamente y no constituye una lista taxativa o excluyente de eventos que constituyen Hechos de Importancia.

Por su parte el artículo 3 del Acuerdo No. 10-2005 expresa lo siguiente:

Artículo 3. Forma y Contenido

El comunicado público sobre el hecho de importancia que se divulga deberá hacerse por escrito, en papel membrete del emisor y estar firmado por la persona que lo represente legalmente o que esté autorizada para ello. Copia del mismo deberá entregarse a la Comisión y a las Bolsas en las que los valores del emisor se encuentren listados. Queda expresamente entendido que los comunicados públicos a que se refiere el presente Acuerdo deben ser producidos por el propio emisor y que su mención a través de los medios de comunicación, incluyendo coberturas periodísticas, no relevan al emisor de su obligación de generar el comunicado público.

El comunicado público deberá revelar toda la información que permita a los inversionistas y al público en general, conocer los orígenes y características del hecho de importancia. Entre otros, pero sin que se convierta en una lista excluyente, el comunicado deberá informar:

a. Lugar y fecha de expedición del comunicado.
b. La fecha de ocurrencia del hecho de importancia.
c. Antecedentes, cuando sean conocidos por el emisor.
d. Cuando se trate de un hecho propio del emisor, tales como adquisiciones, ofertas de compra o venta de acciones, fusiones, con indicación de las razones, estrategia o propósito que lo motivaron.

La Comisión Nacional de Valores en adición ya se ha expresado vía Opinión, acerca del caso específico de la divulgación de hechos de importancia en casos de compras de bloques de control de emisores registrados aún cuando los mismos no se realicen dentro del marco de un proceso de oferta pública de compra de acciones (OPA), así a través de Opinión No. 7-2001 de 4 de diciembre de 2001, la Comisión indicó que:

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…

*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.***

- **De la compra por parte del emisor registrado, a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. de sus propias acciones por menos del 25 % del capital emitido y en circulación**:

Tal y como viene expuesta la consulta realizada, efectivamente, si la oferta realizada se hace sobre las acciones de un emisor registrado y por menos de un 25 % del capital emitido y en circulación no existiría obligación legal de notificar a la Comisión del lanzamiento de la oferta.

Por otro lado, al realizarse una oferta de compra a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., por una cantidad de acciones de las cuales no resulte que quien realice dichas compras adquiera el 50 % o más del capital emitido y en circulación, tampoco será necesario que se notifique a la Comisión Nacional de Valores.

Como ya hemos indicado, si bien la oferta hecha a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. es considerada como una oferta hecha públicamente el artículo 94 condiciona, para que se configure la obligación de notificar una OPA, a que dicha oferta pública se haga o bien por más del veinticinco por cien (25 %) del capital emitido y en circulación o bien por cualquier otra cantidad, en la cual producto de dicha compra el inversionista (que en este caso lo será el propio emisor registrado) adquiera más del cincuenta por cien (50%) del capital emitido y en circulación del emisor registrado.

En el caso expuesto, la oferta lanzada por el emisor registrado sobre sus propias acciones no representaría la adquisición de más del cincuenta por cien (50 %) de sus acciones emitidas y en circulación, por lo que como hemos manifestado no se hace necesaria la notificación de la oferta.

No obstante la oferta de compra realizada a través de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., se realizará y debe realizarse como cualquier otra, es decir de forma

abierta y en condiciones de mercado transparentes y justas, pudiendo introducir cualquier persona órdenes de compra de las acciones listadas, no siendo el emisor el único potencial comprador de las mismas.

Por último resulta importante destacar que todo lo anterior, debe entenderse sin perjuicio de las disposiciones contempladas en los artículos 15 a 18 de la Ley 32 de 1927, respecto a la adquisición por parte de una sociedad de sus propias acciones.

Fundamento legal: Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, Acuerdo No. 6-2000 de 19 de mayo de 2000; Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001.

Dada en la cuidad de Panamá a los 4 días del mes de abril de 2006.

Rolando J. de León de Alba
Comisionado Presidente

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

Doris de Nuñez
Comisionada, Ad-Hoc