REPUBLICA DE PANAMA
**COMISION NACIONAL DE VALORES**

**Opinión No. 11 -2006**
**(de 06 de septiembre de 2006)**

**Tema**: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa sobre los requisitos exigibles por el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003, por el cual la Comisión Nacional de Valores adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores.

**Solicitante**: **el Doctor Francisco Arias G.**, abogado en ejercicio con cédula de identidad personal No 8-235-2068, con oficinas en el piso 16 del Edificio Plaza 2000, ubicado en la intersección de las calles 50 y 53 Este de esta ciudad.

**El solicitante plantea la siguiente interrogante:**

"¿En caso que un emisor de una serie de valores no emitida, que forme parte de una emisión registrada, desee modificar los términos y condiciones de la serie no emitida, modificación esta que no afectará ni alterará los términos y condiciones de las otras series de valores de la misma emisión que si hubieren sido efectivamente emitidas y se encuentren en circulación, tendrá o no el emisor que cumplir con los requerimientos reglamentarios que guarden relación con la obtención del consentimiento de los tenedores de los valores ya emitidos para modificar los términos y condiciones de la serie de valores no emitida en cumplimiento del Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003?"

"¿Cuál es la posición administrativa sobre el procedimiento a seguir y los requisitos a cumplir en una situación en la cual el emisor proponga modificar los términos y condiciones de una serie que forma parte de una emisión registrada en la Comisión, pero que aún no ha sido ofrecida al mercado y, por lo tanto, no existen tenedores registrados que serían afectados por el cambio propuesto?"

**Criterio del Solicitante**:

Dentro de los hechos expuestos en su consulta el solicitante plantea fundamentalmente los siguientes hechos:

El solicitante estima que en vista de que los valores registrados sujetos al cambio propuesto en sus términos y condiciones no han sido emitidos y que, por lo tanto, no existen tenedores registrados que puedan ser afectados por la modificación propuesta, el requisito de obtener el consentimiento de los tenedores registrados de los valores, entre otros, no debe aplicar.

Por lo anteriormente expuesto, menciona el solicitante que si un emisor se propone modificar los términos y condiciones de valores registrados pero no emitidos, el emisor debería poder adoptar dicha modificación y registrar la misma siguiendo el procedimiento del Acuerdo, sosteniendo en la solicitud de registro de modificación que los requisitos sobre el consentimiento de los tenedores registrados no aplican ya que no existen tenedores registrados.

Lo anterior, debido a que a su juicio el Acuerdo 4 de 2003 contempla sólo modificaciones a los términos y condiciones de valores registrados que estén emitidos y en circulación, es decir, que cuenten con tenedores, de manera que esos tenedores de los valores pueden dar, o no, su consentimiento a la modificación propuesta.

Concluye señalando que en un trámite de modificación de términos y condiciones de una serie no emitida que forma parte de una emisión registrada en la Comisión Nacional de Valores, no deben aplicar los siguientes requisitos, establecidos en el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 que trata la materia: artículo 2, numeral 5; artículo 3, numerales 3 y 4; artículo 4, numerales 5 y 8; artículo 5, numeral 1; y el artículo 6 referente a la validez de las

modificaciones que dispone que no estarán en vigencia, y por tanto carecerán de aplicabilidad, hasta tanto sea aprobada por los tenedores de los valores afectos a la modificación y la Resolución que aprueba el registro de las mismas expedida por la Comisión Nacional de Valores se encuentre en firme.

Tomando en consideración lo sustentado en la presente consulta, a continuación se citan los requerimientos específicos del Acuerdo que, al criterio del suscrito, no deben aplicar en los casos de solicitudes de registro de modificaciones a los términos y condiciones de una serie de valores no emitida que forme parte de una emisión registrada en la Comisión:

(i) Artículo 2 (numeral 5);
(ii) Artículo 3 (numerales 3 y 4);
(iii) Artículo 4 (numerales 5);
(iv) Artículo 4 (numeral 8);
(v) Artículo 5 (numeral 1); y
(vi) Artículo 6 (con respecto al lenguaje que indica que las modificaciones carecerán de aplicabilidad hasta tanto sea aprobada por los tenedores de los valores afectos a la modificación).

**Posición Administrativa de la Comisión Nacional de Valores:**

La Comisión Nacional de Valores adoptó el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003, mediante el cual se estableció el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión, **con el objetivo de salvaguardar los derechos de los tenedores de los valores**, mediante el suministro de parte del emisor de la información necesaria para permitir a los tenedores tomar una decisión debidamente informados, tal como consta en el párrafo quinto de la parte motiva del Acuerdo en mención.

El Artículo 1, el precitado Acuerdo define como modificación a los valores registrados y en circulación, ***"aquellos cambios que redunden en reformas a los términos y condiciones establecidos en el título y documentos que respaldan la oferta, expresados en el prospecto informativo original con el cual una oferta pública de valores fue debidamente registrada ante la Comisión Nacional de Valores"***, documentos todos fundamentados en el Acuerdo No.6-2000 de 19 de mayo de 2000, por medio del cual se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro ante la Comisión Nacional de Valores.

El artículo 2 del Acuerdo No.4-2003 establece que todo emisor registrado con valores debidamente emitidos y en circulación que pretenda modificar los términos y condiciones originales de una oferta pública registrada ante la Comisión, deberá presentar previamente a la Comisión Nacional de Valores solicitud formal de registro de modificación, mediante apoderado legal debidamente constituido para dicho trámite, acompañada de los documentos señalado en el artículo 4 del presente procedimiento,

Por su parte, el Artículo 3 del Acuerdo 4-2003 establece que presentada la solicitud de modificación, acompañada de los documentos requeridos, el solicitante deberá divulgar en un diario de circulación nacional, por dos días consecutivos, **un comunicado de hecho de importancia** en el que se señalará, como mínimo, lo siguiente: (1) la oferta pública cuya modificación se pretende; (2) una reseña o cuadro comparativo de los términos que se pretende modificar; (3) el mecanismo mediante el cual los tenedores obtendrán información de la propuesta de modificación, y; (4) el mecanismo mediante el cual los tenedores indicarán si consienten o no la modificación propuesta.

En adición a lo anterior, el precitado Artículo 3 establece que la Comisión Nacional de Valores procederá a suspender las negociaciones de los valores debidamente emitidos y circulación que sean objeto de modificación, suspensión que estará en vigencia por un plazo de tres (3) días hábiles, levantándose automáticamente, transcurrido dicho plazo, el cual

77

podrá ser prorrogado, mediante Resolución motiva, si a juicio de la Comisión esta medida sea necesaria para salvaguardar los intereses de los tenedores de los valores.

Concluye el artículo 3 del Acuerdo, mencionando que en el evento que el emisor solicitante de registro de modificación a los términos y condiciones de una valores registrados mantenga, simultáneamente, otros valores debidamente emitidos y en circulación, como consecuencia de una oferta pública registrada, la Comisión suspenderá la negociación de éstos al estimar que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor siendo necesario, por ende, el conocimiento por parte de todos los tenedores de valores emitidos por dicho emisor.

A su vez, el Artículo 5 del citado Acuerdo dispone que cuando los documentos o títulos constitutivos de derecho de la oferta pública que se pretende modificar no mencionen el porcentaje que se requiere para el consentimiento de modificaciones a términos y condiciones de la emisión, se requerirá la aceptación del 100% de los tenedores de los valores.

Como puede observarse el citado Acuerdo claramente establece su interés de salvaguardar los derechos de los tenedores de los valores y en este sentido ya se ha pronunciado la Comisión Nacional de Valores mediante la Opinión No. 2-2005 de 3 de febrero de 2005 en relación a la aplicabilidad del Acuerdo 4-2003 de 11 de abril de 2003, por el cual la Comisión adoptó el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, en los casos en que la modificación afecte únicamente a algunos de los tenedores registrados, señalando lo siguiente:

> *" Lo que pretende, en síntesis, el citado Acuerdo No.4-2003 es, por una parte,* ***garantizar la transparencia necesaria para evitar distorsiones relacionadas con la asimetría de la información y, por la otra, proteger a todos los que han adquirido –de forma originaria o derivativa– los valores objeto de una oferta pública, o los que ostentan sobre ellos algún poder de disposición, o que podrían ejercitar alguno o algunos de los derechos que los mismos confieren, e incluso a los potenciales inversionistas que –eventualmente– adquieran o deseen adquirir unos valores, que poseían determinadas características expresadas en el Prospecto Informativo autorizado por la Comisión; siendo éstas las características concretas sobre las que, precisamente, se habría de basar la decisión de invertir.***
>
> *Es menester recordar que con fundamento en los principios de literalidad e incorporación, el tenedor de un título valor no puede pretender más de lo que figura en el documento y el emisor no puede oponerse al cumplimiento de la obligación consignada en el mismo, alegando razones que no resulten del propio documento. Tales principios cobran singular relevancia en el contexto del mercado de valores, toda vez que los derechos de los tenedores de los valores objeto de oferta pública* ***no pueden ser ni ampliados ni restringidos por constancias que surjan de otros documentos distintos al Prospecto Informativo.***
>
> *Los términos y condiciones de una emisión son acordados y aprobados por el emisor de los valores a través de los mecanismos corporativos previstos en la Ley, el Pacto y estatutos de la sociedad. En tal virtud, el acta de Junta Directiva o Asamblea de Accionistas, según corresponda, debe contener tales términos y condiciones, constituyéndose los valores colocados y en circulación en obligaciones incondicionales de la sociedad. Términos que se reproducen igualmente en la literalidad del valor, incorporando los derechos al mismo. Es en tales términos en que la sociedad se obliga y para que quede registrada alguna modificación a dichos términos, la misma tendría que satisfacer el procedimiento ya previsto en el Acuerdo 4-2003. De otra forma, acuerdos o*

**Opinión No. 11 -2006**
**(de 06 de septiembre de 2006)**

*convenios entre partes que no queden registrados como modificaciones a los términos originales, no son oponibles a personas que adquieran en mercado secundario tales valores, toda vez que no tendrían eficacia jurídica frente a los términos y condiciones del título valor registrado para su oferta y negociación pública en esta Comisión."*

Se coincide con el solicitante en el tema que se refiere a los requisitos que deben cumplirse para la presentación de una solicitud de modificación de términos y condiciones de una serie no emitida que forma parte de una emisión registrada en la Comisión Nacional de Valores, en el sentido que no deben aplicar los requisitos establecidos en el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 que trata la materia: artículo 2, numeral 5; artículo 3, numerales 3 y 4; artículo 4, numerales 5 y 8; artículo 5, numeral 1.
Es necesario acotar que en cuanto al comunicado de hecho relevante, se constituye en un requisito esencial sobre todo para el caso planteado de que no hay valores emitidos y en circulación como una información al mercado y que incluso será de interés para los actuales tenedores de las otras series registradas, emitidas y en circulación.

A su vez la Comisión Nacional de Valores mantiene la facultad expresada en el quinto párrafo del artículo 3 del Acuerdo 4 de 2003, en el caso como el que nos somete en que el emisor tiene simultáneamente otros valores debidamente emitidos y en circulación, como consecuencia de una oferta pública registrada, la Comisión suspenderá la negociación de éstos al estimar que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor siendo necesario, por ende, el conocimiento por parte de todos los tenedores de valores emitidos por dicho emisor.

Finalmente, en cuanto a la aplicación del artículo 6 del Acuerdo 4 de 2003, es necesario dejar claramente establecido que las modificaciones propuestas a los términos y condiciones de una emisión no entrarán en vigencia tal como indica el artículo mencionado condicionado a dos hechos: la aprobación de los tenedores de los valores afectos a la modificación y la Resolución que aprueba el registro de las mismas expedida por la Comisión Nacional de Valores se encuentre en firme. Es decir, son dos requisitos de los cuales en el caso expuesto por el solicitante en que todavía no hay tenedores, no se aplicaría el primero por razones obvias, pero si el segundo requisito, esto es, que la Resolución que emita la Comisión Nacional de Valores aprobando la modificación esté en firme.

Fundamento Legal: Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003.

Dado en la ciudad de Panamá, a los seis (06) del mes de septiembre de dos mil seis (2006).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

ROLANDO J. DE LEON DE ALBA
Comisionado Presidente

CARLOS A. BARSALLO P.
Comisionado Vicepresidente

YANELA YANISSELLY
Comisionada, a.i.