REPUBLICA DE PANAMÁ
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINIÓN No. 10

De 17 **de** Diciembre **de 2007**

Tema: Se solicita a la Comisión Nacional de Valores emita su opinión administrativa respecto a la posibilidad de la ejecución por parte de la Junta General de Accionistas de maniobras defensivas en el caso de una Oferta Pública de Compra de Acciones hostil lanzada sobre una empresa pública.

Solicitante: Allan Antonio Binns, actuando en su propio nombre y representación.

Objeto de la Consulta:

El tema de las maniobras defensivas que realiza una corporación que es objeto o que teme ser adquirida por medio de una Oferta Pública de Adquisición, tiene mucha relevancia, ya que aspectos no puntualmente definidos en la reglamentación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA's), podrían acarrear que en esas maniobras defensivas se ponga en riesgo las corporaciones o vulnerarse los derechos de los accionistas en corporaciones que se cotizan públicamente. Por ende, consideramos que es preciso determinar este aspecto en la legislación panameña.

Como bien es sabido, en otras latitudes donde ya el tema se ha desarrollado con un grado mayor de amplitud, por el volumen de valores que en los mismos se negocian, se les ha dado tanto tratamientos restrictivos (en Reino Unido bajo el City Code of Takeovers and Mergers, y en Europa, bajo la nueva Directiva CE/2004/25), así como tratamientos liberales (Estados Unidos bajo el Williams Act). De esta forma, es menester para nosotros bajo esta consulta analizar la legalidad de algunas de estas maniobras, bajo el marco regulatorio del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 "Por el cual se crea la Comisión Nacional de Valores y se regula el mercado de valores en la República de Panamá ("Ley de Valores") con sus respectivas modificaciones, y el Acuerdo No. 7-2001 "Por el (sic) se adopta el Procedimiento para la Notificación de Ofertas Públicas de Compra de Acciones ante la Comisión Nacional de Valores y se subrogan los Acuerdos No. 4-00 de 16 de mayo de 2000 y No. 9-00 de 26 de mayo del 2000 ("Acuerdo 7-2001").

Si bien es frecuente que la administración de una corporación objeto de una OPA hostil trate de oponerse, mediante el uso de las muy conocidas y particulares maniobras defensivas, las mismas son restringidas en términos abarcadores en nuestra legislación.

¿Consulta?

1. ¿Si por medio de una Asamblea Extraordinaria de Accionistas celebrada dentro del plazo transcurrido entre la notificación de la OPA hasta los resultados, se decidiese ejecutar alguna maniobra defensiva (dentro de este mismo plazo, valga la salvedad), sería ésta ilegal?.

2. ¿Serían ilegales las maniobras defensivas aprobadas por Asamblea General de Accionistas, ejecutadas previamente al lanzamiento de la OPA (Standstill agreement, Golden Parachutes, Porcupine Provisión)?¿y las que se adoptan por la Asamblea General de Accionistas previamente, pero se disparan al momento de la notificación de la OPA hostil (White Knight, Lock-up Option, Poison Pills)? De ser así, especificar cuáles.

Criterio del Solicitante:

"No deben ser ilegales las maniobras defensivas aprobadas por una Asamblea extraordinaria de Accionistas dentro del plazo transcurrido entre la notificación de la OPA hasta los resultados, ya que son los mismos accionistas los que están dejando clara su voluntad, yo no los administradores los que están decidiendo. De esta forma, ya no existiría conflicto de intereses entre el órgano de administración de la sociedad y los accionistas."

"Ni las maniobras defensivas que se ejecutan previamente, ni las que se adoptan previamente pero se disparan al momento de la notificación de al OPA, deben ser consideradas ilegales, tanto por el hecho de que han sido aprobadas por los accionistas de la sociedad, como por el hecho de que no existe norma que prohíba las mismas ni disposición legal que, a nuestro criterio, vulnere."

Posición Administrativa de la Comisión Nacional de Valores:

La Comisión Nacional de Valores (en adelante la Comisión) sienta su posición administrativa con relación a la consulta planteada, aclarando algunos conceptos importantes en cuanto a la naturaleza de las Ofertas Públicas de Compra de Acciones (conocidas y en adelante como OPA) e indicando que pese a que en el libelo de consulta se citan una serie de acciones y acuerdos conocidos como *medidas defensivas*, éstas son producto de la evolución de la práctica y del derecho corporativo (mayoritariamente estadounidense) por lo que esta Comisión se pronunciará, conforme lo establecido en los artículo 1 y 10 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 sobre la aplicación de las disposiciones de dicha ley o sus reglamentos al caso concreto planteado.

Así las cosas, el artículo 94 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante DL 1/99) expresa que: ***"Toda persona**, incluyendo al emisor, que **en forma pública haga** en la República de Panamá **una oferta de compra de acciones registradas** de un emisor **por 25% o más del capital emitido y en circulación** de dicho emisor o **por una cantidad de acciones que haga que**, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona **adquiera más del 50%** del capital emitido y en circulación de dicho emisor, **deberá notificar a la Comisión y cumplir** con las disposiciones del presente **Título** y con **los acuerdos que dicte la Comisión** sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dicho documentos y sobre la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes."*

Del artículo citado se desprende que nuestra legislación pese a contemplar la OPAs como un sistema (regulado) a través del cual es posible hacerse del control de una empresa pública, es decir con valores registrados en la Comisión, le da un tratamiento voluntario o facultativo.

Bajo el amparo de este sistema voluntario o facultativo, cualquier persona que tenga intención de adquirir acciones de un emisor registrado en la Comisión, puede hacerlo, en términos prácticos, de tres maneras distintas: la primera a través de la compra de bloques de acciones que le garanticen el control de la sociedad objetivo de la compra previa negociación con quienes son tenedores de dichos bloques, la segunda se daría a través de compras sucesivas en el mercado de valores mientras que la tercera resultaría del lanzamiento de una OPA.

Existen, en contraposición otros sistemas en los que el lanzamiento de una OPA para la adquisición de un determinado porcentaje de acciones de una empresa con valores registrados en la Comisión, resulta obligatorio (*mandatory bid* conforme al derecho inglés), ya sea a priori como el caso español, o a posteriori como el caso inglés y francés.

Por tanto el ámbito de aplicación de las normas contenidas tanto en el DL 1/99 como en el Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001 (en adelante Acuerdo 7-2001), se limitan a aquellos casos en los que un oferente lanza efectivamente una oferta pública para adquirir una cantidad de acciones determinadas por el umbral ya mencionado en el artículo 94.

Visto lo anterior, debemos indicar al solicitante que la regulación de una Oferta Pública de Compra de Acciones persigue dos objetivos fundamentales establecidos en el artículo 1 del Acuerdo 7-2001, que son a saber:

1. El acceso a un tratamiento igualitario para todos y cada uno de los accionistas del emisor, entendido en cuanto a los términos y condiciones de la oferta así como al precio idéntico tanto a aquellos que por sí solos podrían otorgar un bloque de control como a aquellos que son considerados minoritarios y;
2. Asegurar una completa divulgación de información relevante sobre la oferta realizada.

Resulta evidente que la normativa vigente persigue un interés plenamente tuitivo respecto de los intereses de quienes en última instancia decidirán, conforme al precio y términos de la oferta lanzada, si la aceptan o no. Dicho carácter tuitivo de igualdad de trato e información puede reconocerse en el artículo 17 del Acuerdo 7-2001 que obliga a que la Junta Directiva emita un informe detallado con su opinión sobre la oferta realizada, en el que debe hacerse referencia a: *la existencia de acuerdos entre el oferente y la sociedad, o sus directores, dignatarios o ejecutivos por razón de la OPA.*

El informe mencionado y cualquier otra comunicación que el emisor haga sobre la OPA, debe ser entregado a la Comisión para su inclusión en el expediente público y puesto a la disposición de los accionistas. La justificación de la existencia de este informe se sitúa, en primera instancia, en la necesidad de ofrecer a los potenciales aceptantes una información equilibrada y, en segunda instancia, en el principio de audiencia que informa en los procesos en los que existen intereses eventualmente contrapuestos[1] es decir el conflicto de interés entre Directores y Accionistas.

Más importante a efectos del binomio trato igualitario/información, está la obligación contemplada el artículo 14 del Acuerdo 7-2001, que establece una serie de limitaciones de actuación a la Junta Directiva del Emisor, que busca la abstención (como solución propia del derecho a la existencia de conflictos de interés) de quienes podrían intentar bloquear, entorpecer o incluso inhibir la posibilidad de realización de la OPA.

Esta limitación de actuación, también conocida como *deber de pasividad* de quienes componen la Junta Directiva y por tanto tienen a su cargo la administración de la sociedad objeto de la oferta, busca asegurar que aquellos a quienes beneficia una OPA sean quienes realmente tengan el derecho –jurídico y económico- de decidir aceptar o no la oferta de conformidad con sus características y el precio que está dispuesto a pagar el oferente, el cual deberá ser necesariamente por encima del precio de mercado (prima de control) y no quienes tienen fuertes incentivos que de que no se lleve a cabo al existir un marcado conflicto de interés que, puede ser tan intenso, como para hacer pensar en que los administradores no están bien situados en estas circunstancias para mediar con independencia a favor de los intereses de los accionistas.[2]

En este sentido prevalece lo que se conoce como el *principio de prioridad de los intereses de los accionistas de la sociedad*, toda vez que en el contexto de una OPA no consensuada con la administración las posibilidades de éxito del oferente son directamente proporcionales a las limitaciones que padezcan los gestores de la sociedad afectada de organizar su defensa[3].

Sin perjuicio de lo expresado, este deber de pasividad es activado *ex lege* una vez iniciada la OPA, por lo que no existe impedimento alguno para que, conforme a las facultades sociales que le sean atribuidas vía el Pacto Social o estatutos, la Junta Directiva pueda lograr establecer medidas anti-opa cuya entrada en vigencia tenga como presupuesto el lanzamiento de una OPA.

---

[1] Tapia Hermida, Alberto J. *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS)*. Cit. volumen I. pág. 464.

[2] Gómez Pomar, F. y Sáez Lacave, M., *La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: Mecanismos privados frente a públicos.*, Barcelona. 2007.

[3] Tapia Hermida, Alberto J. *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Cit. volumen I. pág 373* en *La OPA y el TAKEOVER de la Electricidad.* Gabaldón, Luis G. Coordinador. Pág. 82

En cuanto a las OPAs, una vez lanzadas existe un claro deber de información y trato igualitario (cualitativo y cuantitativo) por parte del oferente, así como de información a través del informe detallado, por parte de la Junta Directiva, por lo que de conformidad con las interrogantes planteadas y en concordancia con la libre facultad de elegir desinvertir o no que tienen los accionistas basta con que los accionistas decidan o no aceptar la oferta. Esto se evidencia aún más es mercados con altas concentraciones de capital en los que la decisión de un grupo importante de control permea necesariamente sobre los minoritarios toda vez que el oferente de obtener un porcentaje mínimo que le asegure el control, retiraría la oferta.

Incluso aún cuando hayan aceptado la oferta, el DL 1/99 otorga a los accionistas un derecho que a juicio de la Comisión resulta irrenunciable[4], de revocar la aceptación previamente manifestada dentro del proceso de la OPA.

Así las cosas, a efectos específicos de la interrogante planteada *prima facie* no parece existir impedimento legal alguna para que una Junta General de Accionistas, válidamente convocada para tal efecto de conformidad con lo establecido en los artículo 40 a 48 de la ley 32 de 26 de febrero de 1927 y 420 del Código de Comercio y teniendo el quórum correspondiente, apruebe la aplicación de medidas defensivas para impedir la ejecución de la Oferta.

Sin embargo, en cuanto a la relación entre Oferente y accionistas de la empresa objeto de la OPA, las maniobras defensivas a que se hace alusión sólo tendrían, salvo decisión expresa del oferente, efectos jurídicos sobre la oferta ya lanzada y que haya cumplido con todos los requisitos exigidos por el DL 1/99 y el Acuerdo 7-2001. Es decir, la medida aprobada solo podría entenderse como una medida disuasoria contra el oferente, el cual de conformidad con el artículo 20 del Acuerdo 7-2001 puede reservarse el derecho de revocar la oferta en cualquier momento o por cualquier razón siempre que ello quede expresamente contemplado en la notificación y demás documentos de la OPA.

Por tanto una hipotética medida defensiva aprobada en Asamblea de Accionistas (válidamente convocada) y por mayoría de conformidad con lo que establezca la ley, el pacto social o los estatutos, no podría tener efectos jurídicos reales sobre la decisión que tome el oferente de continuar con la oferta, ni con la decisión que tengan los accionistas minoritarios de mantener su aceptación ya que cada manifestación de aceptación es expresada de forma individual.

Por otro lado, a criterio de esta Comisión, cualquier Acuerdo adoptado en junta general extraordinaria de accionistas una vez iniciado un proceso de OPA, implicaría de alguna manera, un intento de derogación del deber de pasividad que tiene la administración de un emisor, ya que de conformidad con nuestro derecho societario, la ejecución de contratos, emisión de obligaciones, venta de bienes y otros activos, compete a este último órgano de administración (salvo lo dispuesto en los artículos 69 y 70 de la Ley 32 de 1927).

Esta *derogación* corporativa no tendría efectos legales, al establecer el artículo 14 del Acuerdo 7-2001 un deber de pasividad imperativo, que tal y como se encuentra redactado no permitiría que un acuerdo mayoritario de accionistas ordene a la Junta Directiva ejecutar cualquiera de las medidas anti-opa que pueden ser enmarcadas en las prohibiciones del artículo 14 del Acuerdo 7-2001 y haría por tanto que dicho acuerdo fuese violatorio de este reglamento. En cualquier caso, la toma de este tipo de decisión dentro del proceso de una OPA ya lanzada generaría externalidades negativas palpables (respecto a la triangulación de regulador-oferente-accionista minoritario) incluyendo grandes costos de agencia que podrían evitarse con la simple no aceptación por parte de los tenedores quienes tienen como se ha dicho, pleno derecho para hacerlo.

Lo anterior debe entenderse con exclusión del caso de la búsqueda de una oferta competidora, expresamente contemplada en el DL 1/99 y en el Acuerdo 7-2001, sirviendo en todo momento como medio de maximización de valor en beneficio de

---

[4] *Ver Opinión No. 7-2002 de 28 de agosto de 2002, a través de la cual se determinó que existe una norma de rango legal que dispone la libertad del accionista de revocar la aceptación previamente manifestada, antes de que venza el plazo de la OPA. En consecuencia, cualquier pacto que menoscabe o prohíba el ejercicio de ese derecho, es a juicio de esta Comisión y por ende ésta es su posición administrativa, contrario el artículo 100 del Decreto Ley 1 de 1999.*

quienes han confiado su inversión a una empresa determinada y buscan la máxima rentabilidad de ella, es decir los accionistas.

Conclusión:

Esta Comisión considera que no existe en el DL 1/99 ni en sus reglamentos, disposición alguna que prohíba que una Junta extraordinaria de Acciones válidamente convocada, adopte válidamente un Acuerdo que determine la posible ejecución de medidas anti-opa, no obstante dichos acuerdos no podrían contemplar la ejecución de medidas que atenten contra el deber de pasividad o limitación de actuación establecido en el artículo 14 del Acuerdo 7-2001 cuando ello deba ser delegado en la Junta Directiva de la sociedad.

Esta Comisión considera prudente no pronunciarse en específico sobre la validez de acuerdos o decisiones corporativas como las planteadas por el solicitante, los cuales tendrían que ser analizados de manera individual y casuística y sólo desde la perspectiva de lo preceptuado por el DL 1/99 o los reglamentos que sobre la materia de OPAs ha emitido la Comisión, cuando se produzca la situación y en aras del cumplimiento de los objetivos que tiene la regulación de las OPAs.

Esto último tiene aplicación por igual para la segunda interrogante planteada por el solicitante respecto a aquellos acuerdos o maniobras defensivas aprobadas antes del lanzamiento de una OPA, sin perjuicio de que como ya hemos manifestado, no parece haber impedimento, cuando menos desde la perspectiva del derecho del mercado de valores a su adopción, sin perjuicio de aquellas que *ex post* resulten violatorias del DL 1/99 y sus reglamentos.

Es decir, no parece existir óbice jurídico de conformidad con las normas que regulan nuestro marcado de valores, para que las medidas válidamente adoptadas por el órgano decisorio supremo de la sociedad, es decir la Junta General de Accionistas, con anterioridad al lanzamiento de una OPA. Estas medias pertenecen al libre derecho que tienen los accionistas de decidir el camino correcto a la búsqueda de maximización de valor que se ha indicado a través de las herramientas corporativas que sean posibles, a menos que con ellas, en cuanto a su ejecución se viole el deber de pasividad ya explicado y contemplado en el artículo 14 del Acuerdo 7-2001.

Por último todo lo anterior debe entenderse sin perjuicio de aquellas empresas que de conformidad con sus características se encuentra sujetas al régimen de protección ofertas hostiles establecido en el Decreto 45 de 5 de diciembre de 1977, en virtud a su vez de lo establecido en el artículo 103 del DL 1/1999, el cual otorga a la Junta Directiva de las sociedades sujetas a este régimen un rol mucho más activo en la decisión respecto a la aceptación de la oferta.

Dada en la Ciudad de Panamá a los 17 días del mes de Diciembre de 2007.

Fundamento Legal: artículos 94 a 103 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente

David Saied Torrijos
Comisionado Vicepresidente

Juan Manuel Martans
Comisionado

COM/jao

COMISION NACIONAL DE VALORES
REPUBLICA DE PANAMA

Hoy los 18 días del mes de diciembre
de dos mil SIETE (2007
a las 10:50 a.m. m, notifiqué
al señor(a) ALLAN ANTONIO BINNS
de La Opinión Nº 10 de 17 de diciembre de 2007
que antecede.

El notificado(a),

8-788-1245.