República de Panamá
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

OPINIÓN No. 2-09
(de 27 de febrero de 2009)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa en relación a que si para adicionar una garantía a una emisión registrada en la Comisión el Emisor requiere obtener la aprobación de los tenedores de los valores

Solicitante: Lic. Ernesto E. Arias S. de la firma forense Sucre, Arias & Reyes

Objeto de la consulta:

El solicitante hace las dos siguientes preguntas referente al tema:

1. ¿La simple adición de una garantía sin alterar las demás ya debidamente establecidas a favor de la emisión se considera una modificación como se establece en el Acuerdo 4-2003, artículo 1, literal d?
2. ¿Tiene el Emisor que obtener la aprobación de los tenedores de los valores para poder añadir cierta garantía a una emisión?

Criterio del solicitante:

Se transcribe a continuación el criterio con el que fundamenta su posición respecto del tema objeto de la presente Opinión:

"Iniciamos nuestro análisis citando el Artículo 1 del Acuerdo 4-2003, específicamente el literal. Veamos:

> ***"Artículo 1: (Ámbito de aplicación):*** *Deberá entenderse 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, tales como:*
> *a. Fecha de vencimiento de los valores, fechas de pago de intereses (cuando aplique) o de capital.*
>
> *b. Tasas de interés.*
>
> *c. Fecha de redención de los valores, forma o causales para solicitar redención de los valores.*
>
> *d.* ***Garantías y/o Respaldo de la emisión: Entendiéndose por tales aquellos mecanismos que buscan asegurar a los tenedores el pago del capital invertido e intereses, cuando aplique, como por ejemplo: Garantías Reales, Garantías Personales, Contratos de Fideicomiso, Fondos de Amortización, entre otros.***
>
> *Todo emisor que desee modificar los términos y condiciones de una oferta pública de valores registrada ante la Comisión deberá cumplir con lo preceptuado en el presente procedimiento."*

A su vez, el Artículo 3 del acuerdo 4 de 2003 establece lo siguiente:

> *"Artículo 3 (Comunicado de Hecho Relevante y Suspensión de las Negociaciones): Una vez la solicitud y los documentos requeridos sean debidamente aportados por el solicitante, éste deberá divulgar en un diario de circulación nacional, por dos (2) días consecutivos, comunicado de Hecho de Importancia en el cual se señalará, como mínimo, lo siguiente:*

1. Indicación de la oferta pública cuya modificación se pretende.

2. Reseña o cuadro comparativo de los términos que se pretenden modificar.

3. Mecanismo mediante el cual los tenedores obtendrán información de la propuesta de modificación.

4. ***Mecanismo mediante el cual los tenedores deberán indicar si consienten o no la modificación propuesta.***

La Comisión Nacional de Valores procederá a suspender las negociaciones de los valores debidamente emitidos y en circulación cuya modificación a los términos y condiciones registrados se pretenda, una vez el solicitante presente la solicitud de registro de modificación ante esta autoridad.

La suspensión de la negociación pública de los valores del emisor afectos a la modificación estará en vigencia por un plazo de tres (3) días hábiles, quedando automáticamente levantada, sin necesidad de pronunciamiento por parte de la Comisión, transcurrido dicho plazo. Este plazo podrá prorrogarse, mediante Resolución motivada, si a juicio de la Comisión esta medida sea necesaria para salvaguardar los intereses de los tenedores de los valores."

Leyendo detenidamente los artículos podemos entender que si existe alguna modificación en las garantías de una Emisión, será obligación del Emisor obtener el consentimiento de la mayoría de los tenedores de los valores para poder efectuar dicha modificación, sin menoscabo que la misma sea beneficiosa para los inversionistas. Somos de la opinión que dichas normas han sido adoptadas por la Comisión Nacional de Valores para salvaguardar los derechos de los tenedores de Valores en caso que un emisor desee efectuar alguna modificación que pueda repercutir negativamente en los derechos de los mismos. Incluso, en los párrafos anteriores a los artículos de dicho Acuerdo en donde se establecen los motivos para la elaboración del mismo, se establece que : "Que siendo la atribución primera de esta Comisión el fomento y fortalecimiento del mercado de valores de la República de Panamá, se ha considerado necesario en sesiones de trabajo regular el proceso para que emisores de valores registrados presenten solicitudes de esta naturaleza, de forma tal que ***se salvaguarde los derechos de los tenedores de dichos valores*** *mediante el suministro por parte de los emisores registrados de toda la información necesaria para que los tenedores puedan tomar una decisión debidamente informados."*

Como regulador es la obligación de la Comisión Nacional de Valores proteger a los tenedores de valores y al mismo tiempo según lo dispuesto en el Decreto Ley 1 de 1999 será deber de la Comisión "Fomentar fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá."

En nuestro criterio el hecho cierto que un emisor de valores decida incrementar el nivel de garantías dadas a favor de los tenedores de valores propugna por un mayor grado de protección a dichos inversionistas y, en ese orden de ideas, no debe establecerse mayores requisitos que puedan representar una carga excesiva para el emisor y, por ende, obstaculicen el establecimiento de mejores condiciones de mercado. El Acuerdo 4 de 2003 vela por la protección (sic) *los tenedores de valores, específicamente en casos en donde sus derechos puedan verse mermados por eliminación o modificaciones de los términos y condiciones, y documentos mediante los cuales se establecen los mismos. De la manera que está redactado el Acuerdo se entiende que dicha adición debe ser consultada y aprobada por la mayoría de los tenedores de valores incluso cuando lo que se desea es aumentar las garantías existentes. Debido a la magnitud de la emisión, la obtención de dicha aprobación por los tenedores de los valores representa una carga excesiva para el Emisor y hasta cierto punto inhabilita al Emisor a propugnar por mejores condiciones de mercado para sus bono habientes.*

En adición a lo anterior, quisiéramos propugnar porque no se deje a un lado la realidad que el tráfico de los valores y de los bonos tanto a nivel local como internacional responden a un mercado dinámico, más aún en coyunturas globales como las de las crisis financieras actuales, por lo que las normas y las regulaciones que sobre estos temas deben aplicarse

deben amparar, salvaguardar y tutelar al máximo los derechos de los tenedores de los valores, pero sin que estas normas por, (sic) *se conviertan en obstáculos o talanqueras que atenten contra la necesidad comercial de la dinámica de circulación de los valores, mas aún cuando se está frente a situaciones como la que se plantea donde bajo ninguna premisa habría alguna duda de que se estuvieran comprometiendo adversamente los derechos de los tenedores registrados de los bonos.*

En el caso en estudio se ofrecieron y aprobaron con la oferta de emisión dos (2) garantías reales, hipotecas sobre dos inmuebles, y ahora se pretende, por razones valederas y sin alterar los términos de dichas hipotecas constituidas, simplemente ampliar con otra garantía real adicional sobre otro inmueble con lo cual es de bulto que las obligaciones a cargo del emisor y a favor de los tenedores de los bonos tendrían respaldo entonces en tres hipotecas en lugar de solo dos. Es claro, entonces, que dicho proceder no atenta de ninguna manera contra "los derechos de los tenedores" que es el espíritu de la norma, si no por el contrario aquilata los mismos derechos de los tenedores al mejorar simplemente, por adicionar la cantidad de hipotecas y correlativamente de inmuebles que ampararían los compromisos adquiridos.

Creemos consecuentemente que es de recibo la interpretación según la cual esta situación es entonces de aquellas en las cuales no aplicaría la previsión del literal d. del artículo 1 del Acuerdo 4-2003, por lo cual no se haría necesario entonces acudir nuevamente a consultar el consentimiento de los actuales tenedores.

Después de lo estudiado solicitamos que (sic) *Comisión Nacional de Valores salvaguarde los derechos de los tenedores de bonos al permitir dicho aumento en garantías sin tener que recurrir a la aprobación de dicha adición por parte de los tenedores de valores, mas cumpliendo con la notificación de tal adición como un hecho relevante conforme al Acuerdo No.3-2008. Como explicamos anteriormente, la obtención de dicha aprobación es sumamente intrincada y es el deseo del Emisor poder aumentar las garantías de esta emisión y a su vez brindarle mas* (sic) *seguridad a los tenedores de los bonos y facilidades de negociación en mercado secundario."*

Posición de la Comisión Nacional de Valores:

Mediante el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 la Comisión Nacional de Valores adoptó el procedimiento para la presentación de solicitudes de Registro de Modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en ella, tal como consta en el quinto párrafo de su parte motiva con el fin de salvaguardar los derechos de los tenedores de dichos valores mediante el suministro por parte de los emisores registrados de toda la información necesaria para que los tenedores puedan tomar una decisión debidamente informados.

El artículo 1 del precitado Acuerdo sobre el Ámbito de aplicación define como modificación a los valores registrados y en circulación, los 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 con el cual una oferta pública de valores fue registrada en la Comisión Nacional de Valores.

El mismo artículo presenta un listado de los términos y condiciones a modificar que deben cumplir con el procedimiento adoptado en el Acuerdo No.4-2003, mencionando, entre otros, las Garantías y/o Respaldo de la emisión, entendiendo como tales aquellos mecanismos que buscan asegurar a los tenedores el pago del capital invertido e intereses, señalando a manera de ejemplo las garantía reales, garantías personales, contrato de fideicomiso, fondos de amortización.

La redacción del citado artículo 1 del Acuerdo No.4-2003 al referirse a la garantía dentro de los términos y condiciones que sufran modificaciones no deja a discreción de la autoridad el considerar que si es aumento de las garantías puede obviarse el procedimiento establecido en el mismo.

Por lo tanto, el trámite de registro de modificación de la garantía, independientemente de que ésta, a criterio del solicitante, mejore las condiciones de la garantía, debe ser consultada y aprobada por el porcentaje de tenedores de valores que el Emisor haya declarado en el Prospecto Informativo que deben aprobar las modificaciones a los términos y condiciones de

la emisión y cumplir con el procedimiento establecido en el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones de los términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Se concluye la presente posición administrativa respondiendo las dos (2) interrogantes efectuadas por el solicitante

1. ¿La simple adición de una garantía sin alterar las demás ya debidamente establecidas a favor de la emisión se considera una modificación como se establece en el Acuerdo 4-2003, artículo 1, literal d?

La adición de una garantía sin alterar las ya establecidas se considera como una modificación según lo establece el Acuerdo No.4-2003 ya que, al adicionar una garantía, se está cambiando o transformando el componente aprobado con el registro de los valores en la Comisión y contenido del Prospecto Informativo, documento que se utilizó para el ofrecimiento de dichos valores al público.

2. ¿Tiene el Emisor que obtener la aprobación de los tenedores de los valores para poder añadir cierta garantía a una emisión?

Tiene el emisor que obtener la aprobación de los tenedores de los valores para poder adicionar determinada garantía a la emisión, de acuerdo al porcentaje declarado para ello en el Prospecto Informativo. En caso de que en dicho documento el emisor no haya declarado un porcentaje, se requerirá el cien por ciento (100%) de las aceptaciones de los tenedores de los valores.

Fundamento Legal: Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003, Acuerdo No.3-2008 de 31 de marzo de 2008.

JUAN MANUEL MARTANS S.
Comisionado Presidente

JULIO JAVIER JUSTINIANI
Comisionado Vicepresidente

YOLANDA G. REAL S.
Comisionada, a.i.