REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 8-10
(de 12 de Julio de 2010)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa con respecto a la aplicación del Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 al acto de reemplazar o sustituir a un fiduciario de un fideicomiso que forme parte de la estructura de una oferta pública de valores, siempre y cuando dicho reemplazo o sustitución se lleve a cabo de conformidad con el procedimiento establecido para dichos efectos en el instrumento de fideicomiso correspondiente.

Solicitante: Dr. Inocencio Galindo de la firma de abogados Morgan & Morgan

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

"El Artículo 1 del "Procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores" (en adelante, el "Procedimiento"), el cual fue, a su vez, adoptado por el Artículo Primero del Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003 de 11 de abril de 2003 (en adelante, el "Acuerdo"), establece el ámbito de aplicación de dicho Procedimiento y lee como sigue:

> *"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, Contrato 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."*

El último párrafo de la disposición a la que hacemos referencia establece la obligación de cumplir con lo dispuesto en el Procedimiento para todo emisor que desee *"modificar los términos y condiciones de una oferta pública de valores registrada ante la Comisión"*. El ámbito de aplicación del Procedimiento es especificado aún más por el párrafo primero de la norma citada al indicarse que constituirán modificaciones sujetas al cumplimiento de lo establecido en el Procedimiento "*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 [...]"*

Adicionalmente, el artículo que nos ocupa contiene una lista que describe ejemplos de términos y condiciones de un valor registrado ante la Comisión que solamente pueden ser modificados en cumplimiento de lo establecido en el Procedimiento. Sin embargo, dicha

lista es meramente enunciativa y no es taxativa y, por lo tanto, no se debe asumir que los ejemplos descritos por la disposición son los únicos términos y condiciones de un valor cuya enmienda está sujeta al Procedimiento, pudiendo el Procedimiento ser de obligatorio cumplimiento para la reforma de otros términos y condiciones distintos a los identificados en los literales del artículo.

Considerando lo anterior, de la lectura de la norma citada se puede llegar a la conclusión de que debe cumplir con lo establecido en el Procedimiento todo emisor que tenga intenciones de realizar un cambio a cualquiera de los documentos que respalden una oferta pública de valores debidamente registrada ante la Comisión y que resulte en una reforma a los términos y condiciones del valor que haya sido objeto de dicha oferta pública, aunque los términos objeto de la enmienda propuesta no sean los descritos en el artículo que nos ocupa.

En nuestra opinión, el acto de reemplazar o sustituir a un fiduciario de un fideicomiso que forme parte de la estructura de una oferta pública de valores no se debe considerar una modificación a los términos y condiciones de dichos valores que estaría sujeta a cumplir con el trámite establecido por el Procedimiento, siempre y cuando dicho reemplazo o sustitución se lleve a cabo de conformidad con el mecanismo para realizar tal reemplazo establecido en el instrumento de fideicomiso correspondiente, el cual es un documento público al cual tienen acceso todos los inversionistas.

Al comprar los valores objeto de la oferta pública que contemple un fideicomiso, los inversionistas aceptan y reconocen los términos y condiciones establecidos en los documentos que respaldan dicha oferta y, si uno de dichos documentos establece que el fiduciario del fideicomiso respectivo puede ser reemplazado de conformidad con el procedimiento allí establecido para dichos efectos, no debe ser necesario que las partes facultadas para realizar dicha sustitución tengan que realizar actos adicionales a los contemplados en dicho mecanismo.

Nuestro criterio se basa en la opinión de que el mismo fiduciario del fideicomiso en cuestión puede ser sustituido si los inversionistas han aceptado un mecanismo para realizar dicho cambio, sin necesidad de tomar acciones adicionales. Para efectos de reemplazar dicho fiduciario, el término o condición que debe ser de interés para los inversionistas y protegido por el regulador es el procedimiento que se haya adoptado en el instrumento de fideicomiso para efectos de sustituir al fiduciario de dicho fideicomiso.

Distinto es el caso de un cambio que resulte en una reforma al procedimiento que se debe seguir para reemplazar a un fiduciario de un fideicomiso, el cual si debe cumplir con lo preceptuado en el Procedimiento ya que se estaría modificando un término o condición establecido en uno de los documentos que respaldan la oferta pública de un valor. Por el contrario, sin embargo, el reemplazo de dicho fiduciario en cumplimiento del mecanismo establecido en el instrumento respectivo no debe ser objeto del Procedimiento ya que no se está modificando un término o condición contenido en uno de los documentos que respaldan la oferta pública de un valor sino, más bien, se está actuando de conformidad con un término o condición descrito en uno de dichos documentos.

Por las razones arriba expuestas, somos de la opinión de que el acto de reemplazar a un fiduciario de un fideicomiso que forme parte de la estructura de una oferta pública de valores no se debe considerar como una modificación que estaría sujeta a cumplir con el trámite establecido por el Procedimiento, siempre y cuando dicha sustitución se lleve a cabo de conformidad con el mecanismo que se ha establecido para realizar tal reemplazo en el instrumento de fideicomiso correspondiente y que ha sido aceptado por los inversionistas.

No obstante lo anterior, estamos concientes de que la sustitución de sendo fiduciario se considera un hecho de importancia que debe ser divulgado de conformidad con las normas establecidas por la Comisión para dichos efectos."

Posición Administrativa de la Comisión Nacional de Valores:

Es importante iniciar el desarrollo de esta Opinión mencionando la definición general de algunos conceptos relacionados con la misma, como sigue:

La Garantía es un negocio jurídico mediante el cual se pretende dotar de una mayor seguridad al cumplimiento de una obligación o pago de una deuda. En el caso del mercado de valores, la recuperación por parte del inversionista del capital y el pago de los intereses de los valores ofrecidos públicamente.

El Fideicomiso es un acto jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente transfiere bienes a una persona llamada fiduciario para que los administre o disponga de ellos en favor de un fideicomisario o beneficiario, que puede ser el propio fideicomitente, utilizado comúnmente en la República de Panamá como instrumento a través del cual se constituye la garantía de una emisión de valores.

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 establece que deben cumplir con el procedimiento del Acuerdo 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 en la Comisión.

En su artículo 1 sobre el ámbito de aplicación del citado Acuerdo, entre otros, se menciona como términos y condiciones las garantías y/o respaldos, entendiéndose por tales aquellos mecanismos que buscan asegurar a los tenedores el pago del capital invertido e intereses y a manera de ejemplo lista las garantías reales, garantías personales, contrato de fideicomiso, fondos de amortización, entre otros.

Se considera que este artículo se refiere cambios que ocurran en los bienes que integran el patrimonio fideicomitido los que están destinados a asegurar el cumplimiento de las obligaciones que se adquieren producto de la emisión de los valores a los que corresponde cumplir con el procedimiento señalado.

Por otra parte, cabe mencionar que el Acuerdo No.2-10 de 16 de abril de 2010 por el cual se deroga el Acuerdo No.6-2000 de 19 de mayo de 2000 y se adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro en la Comisión Nacional de Valores, cuando se trata de emisiones de valores garantizadas, siendo el instrumento a través del cual se constituyen, un fideicomiso, en su artículo 7 que establece el contenido del Prospecto Informativo, en el literal G sobre Garantías que solicita desarrollar en éste, entre otros temas exige se desarrolle lo siguiente:

> "...
> l. *Procedimiento para el nombramiento y remoción del fiduciario. Explique en detalle la participación de los beneficiarios en la remoción del fiduciario en caso de que dicha participación esté contemplada en el contrato de fideicomiso.*
>
> ..."

De esta forma tanto el inversionista como el público en general tendrán información detallada sobre el procedimiento que deberá seguirse en caso de que ocurra la remoción del fiduciario, originalmente designado, y su reemplazo.

En adición la Comisión Nacional de Valores no debe exigir el cumplimiento de un procedimiento que no se encuentra dispuesto en la normativa y que forma parte de una contratación privada.

Por lo anterior se concluye coincidiendo con el solicitante que el acto de reemplazar a un fiduciario de un fideicomiso que forme parte de la estructura de una oferta pública de valores no se debe considerar como una modificación a los términos y condiciones de una oferta que estaría sujeta al cumplimiento del trámite establecido en el Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003.

Fundamento Legal: Decreto Ley No.1 de 8 de julio de 1999, artículo 8, Acuerdo No.4-2003 de 11 de abril de 2003.

Dado en la ciudad de Panamá, a los doce (12) del mes de julio de dos mil diez (2010).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

ALEJANDRO ABOOD ALFARO
Comisionado Presidente, a.i.

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

MARELISSA QUINTERO DE STANZIOLA
Comisionada, a.i.

COMISION NACIONAL DE VALORES
REPUBLICA DE PANAMA

A los _____ días del mes de _____
de dos mil _____
a las _____ m, notifiqué
al señor(a) _____
_____
que antecede.

El notificado(a),

_____

Se notificado mediante escrito con fecha de 13/Julio/2010
a las 12:31 PM de 14/7/2010

14/7/10