REPÚBLICA DE PANAMÁ
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

OPINIÓN No. 2 de 2011
(de 28 de Febrero de 2011)

Tema: se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores su posición administrativa con respecto a si ciertos tipos de cambios accionarios de una casa de valores conllevan un cambio de control y si, por ente, requieren de aprobación previa por parte de la Comisión Nacional de Valores bajo el Acuerdo No. 2-2004 de 30 de abril de 2004.

Solicitante de la Opinión: Lic. Ramón Varela, de la firma MORGAN & MORGAN.

El solicitante de la Opinión plantea la siguiente situación:

Los accionistas de una casa de valores debidamente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para realizar dicha actividad en Panamá, adelantan una reestructuración a nivel corporativo. Como parte de dicha reestructuración, los accionistas actuales endosarán las acciones que poseen en dicha casa de valores a favor del fiduciario de un fideicomiso que será constituido bajo las leyes de Nueva Zelanda, cuyo borrador de escritura adjuntamos a esta solicitud para su referencia. El fiduciario recibirá las acciones de la precitada casa de valores únicamente en su calidad de fiduciario de dicho fideicomiso, del cual los accionistas actuales serían beneficiarios directos y la Junta Directiva mantendría los poderes de decisión, administración y dirección que actualmente ostenta.

El fiduciario será una sociedad constituida bajo las leyes de Nueva Zelanda y sus derechos como accionista de la casa de valores estarán limitados a favor de los beneficiarios del fideicomiso. Por consiguiente, el fiduciario solamente podrá ejercer las atribuciones y beneficios que le confiere la titularidad sobre las acciones de la casa de valores en los términos y bajo los parámetros que a tal efecto establezca el fideicomiso que, por su parte, limitará el ejercicio de dichas atribuciones al marco que a tal efecto instruyan los beneficiarios. En adición, el fiduciario no tendrá poder de administración, dirección y decisión sobre la casa de valores, ya que dichos poderes, como hemos expuesto, los mantendrá la Junta Directiva.

II. Criterio del Solicitante:

El artículo 30 (Cambio de Control o Toma de Control) del Acuerdo, define el concepto de "Cambio de Control" de la siguiente manera:

> *"Artículo 30 (Cambio de Control o Toma de Control): Se entenderá por control,* ***el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo.*** *Se considerará que existe control cuando una persona, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o tenga el derecho de ejercer el voto, con respecto a más del 25% en el capital social. Asimismo, se entenderá que existe control siempre que una persona, poseyendo cualquier otro porcentaje inferior de capital, tenga una influencia determinante o decisiva en la gestión de la entidad, por si mismo o de acuerdo con otras personas, que sean directa o indirectamente propietarios de acciones de una Casa de Valores o Asesor de Inversiones.*

*Se entenderá, a los efectos previstos en este artículo, que **forman parte de la misma participación en el capital, las acciones, participaciones o derechos de voto** adquiridos directamente por una persona natural o jurídica, adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona natural, adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica o participadas por entidades del grupo, y **los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquiriente o sociedades de su grupo.***

***Todo cambio accionario en los términos previstos en el primer párrafo de este artículo, deberá ser previamente autorizado por la Comisión Nacional de Valores**…" (la subraya es nuestra).*

La obligación de obtener la previa autorización de la Comisión Nacional de Valores (en adelante, la "Comisión") a la que hace referencia el tercer párrafo del precitado Artículo 30 surge en la medida que se verifique un cambio accionario que conlleve el cambio de control en una casa de valores. A contrario sensu, interpretamos que si hay un cambio accionario que no conlleve cambio de control, según lo establecido en dicho Artículo 30, entonces dicha previa autorización de la Comisión no es requerida.

Adicionalmente, el Artículo 29 (Accionistas de Casa de Valores) del Decreto Ley 1 del 8 de julio de 1999 "Que regula el mercado de valores en Panamá" (en adelante, la "Ley de Valores"), establece los términos sobre las acciones de una casa de valores y lee como sigue:

*"Artículo 29 (Accionistas de Casa de Valores): Las acciones de las casas de valores deberán ser emitidas en forma nominativas. Las casas de valores deberán informar a la Comisión los nombres de los propietarios efectivos de sus acciones que tengan control de la casa de valores, y **deberán obtener el consentimiento previo de la Comisión para llevar a cabo cualquier cambio accionario que afecte el control de la casa de valores"** (la subraya es nuestra).*

El Artículo 29 establece que las casas de valores deberán informar a la Comisión los nombres de los propietarios efectivos de las acciones que tengan control sobre la casa de valores y deberán obtener el consentimiento previo de la Comisión si existe un cambio accionario que conlleve a un cambio de control. No obstante lo anterior, consideramos que si existe un cambio accionario que no conlleve a un cambio de control, según la definición de control establecida en el Artículo 30, no se requerirá de autorización previa de la Comisión, pero sí deberá informar a la Comisión de dicho cambio una vez el mismo se verifique.

Por las razones antes expuestas, somos del criterio que no se requiere de autorización previa de la Comisión, cuando se realice un cambio en la composición accionaria de una casa de valores bajo las condiciones antes mencionadas. Como hemos señalado, los accionistas actuales transferirán las acciones de la casa de valores al patrimonio del fideicomiso. Sin embargo, dichos accionistas actuales pasarán a tener los mismos derechos y atribuciones de los que ostentan como accionistas actuales pero a través de su condición de beneficiarios del fideicomiso. Por último, dichos accionistas seguirán conformando la Junta Directiva de la casa de valores, y por ende, los poderes de decisión, administración y dirección de la casa de valores no serán traspasados a otras personas.

No obstante lo anterior, consideramos que una vez se realice el cambio de la composición accionaria de la casa de valores, se debe notificar a la Comisión de dicho cambio accionario, proporcionando los nombres de los propietarios efectivos de las acciones de la casa de valores.

II. Posición Administrativa de la Comisión Nacional de Valores.

Viendo los antecedentes y el criterio del solicitante respecto a la situación planteada, la Comisión Nacional de Valores procede a sentar su posición administrativa, de conformidad con la atribución que le es conferida en el artículo 8 del Decreto Ley 1 de 1999.

Para dar respuesta a la consulta, consideramos oportuno citar primeramente los artículos que definen la materia de Fideicomisos en Panamá y sobre las acciones y derechos atribuibles al Fiduciario, consagrados en la Ley de Fideicomisos No. 1 de 5 de enero de 1984.

> **Ley No. 1 de 5 de enero de 1984**
>
> **Artículo 1:**
> *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.*

Observamos que la definición aportada por la Ley No. 1 de 5 de enero de 1984 nos indica expresamente que en el Fideicomiso existe una transferencia de bienes de una persona a otra para que un Fiduciario los administre o disponga de ellos, independientemente que los beneficiarios sean los fideicomitentes.

Aunando a lo ya definido por la Ley panameña de Fideicomisos, el autor Gilberto Boutin, en la obra *"El Fideicomiso en el Derecho Comparado, Normas Protectoras del Fideicomiso"*, define éste así:

> "El Fideicomiso es un acto jurídico de **transmisión de la propiedad privada en favor del fiduciario por parte del Fideicomitente** tendientes a beneficiar a un destinatario denominado beneficiario o Fideicomisario, mediante reglamento contractual acordado.[1]" (el resaltado es nuestro)

Otro autor dentro de la misma obra supracitada, Michel Grimaldi, define el Fideicomiso de la siguiente manera:

> "El Fideicomiso puede ser definido como el acto jurídico por el cual una persona (fiduciario) **adquiere** de otro; el fideicomitente, **un derecho patrimonial**, pero bajo las obligaciones que le limitan el ejercicio y entre las cuales figura generalmente aquella de transferir ese derecho al término, ya sea al fideicomitente, ya sea a un tercer beneficiario."[2]

Por su parte, el Decreto Ley No. 1 de 1999, estipula en su artículo 29 que deberán obtener consentimiento previo de la Comisión, cualquier cambio accionario que afecte el control de una casa de valores. A continuación transcribimos la norma en comento.

> **Artículo 29: Accionistas de casas de valores.**
> Las acciones de las casas de valores deberán ser emitidas en forma nominativa. Las casas de valores deberán informar a la Comisión los nombres de los propietarios efectivos de sus acciones que tengan control de la casa de valores, **y deberán obtener el consentimiento previo de la Comisión para llevar**

---

[1] El Fideicomiso en el Derecho Comparado, Normas Protectoras del Fideicomiso por Gilberto Boutin I, Centro de Estudiantes de Derecho, Panamá, Septiembre 1992, Pág. 23
[2] Idem.

a cabo <u>cualquier cambio accionario</u> que afecte el control de la casa de valores.

Este artículo indica que, de haber cambio alguno, que afecte el control de la casa de valores, este debe ser autorizado por la Comisión Nacional de Valores. Cabe destacar que en el caso sometido a consulta, podemos observar que la totalidad de las acciones (100%) de la Casa de Valores es transferido al Fideicomiso.

El Acuerdo 2-2004 reglamenta el artículo 29 antes mencionado del Decreto Ley No. 1 de 1999, otorgando una definición de cambio de control o toma de Control, de la siguiente manera:

Artículo 30 (Cambio de Control o toma de Control):

<u>Se entenderá por control, el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona, ya sea mediante la propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales o de otro modo.</u>

Se considerará que existe control cuando una persona, individualmente o de común acuerdo con otras personas, sea titular o tenga el derecho de ejercer el voto, con respecto a más del 25% en el capital social. Asimismo, se entenderá que existe control siempre que una persona, poseyendo cualquier otro porcentaje inferior de capital, tenga una influencia determinante o decisiva en la gestión de la entidad, por sí mismo o de acuerdo con otras personas, que sean directa o indirectamente propietarios de acciones de una Casa de Valores o Asesor de Inversiones.

Se entenderá, a los efectos previstos en este artículo, que forman parte de la misma participación en el capital, las acciones, participaciones o derechos de voto adquiridos directamente por una persona natural o jurídica, adquiridos a través de sociedades controladas o participadas por una persona natural, adquiridos por sociedades integradas en el mismo grupo que una persona jurídica o participadas por entidades del grupo, y los adquiridos por otras personas que actúen por su cuenta o concertadamente con el adquirente o sociedades de su grupo.

<u>Todo cambio accionario en los términos previstos en el primer párrafo de este artículo, deberá ser previamente autorizado por la Comisión Nacional de Valores.</u> *En la solicitud de autorización, la Casa de Valores deberá indicar las personas que, hasta el momento, son los propietarios efectivos que detentan el control de la Casa de Valores y que lo transmiten, el porcentaje de acciones sobre el cual se ha realizado el cambio, nombre de las nuevas personas que ejercerán el control de la Casa de Valores o, si el cambio no involucra admisión de nuevos propietarios efectivos sino el aumento de participación accionaria por parte de alguno de los propietarios efectivos, el nombre del propietario o propietarios efectivos que incrementarían su participación accionaria. El traspaso propuesto no surtirá efectos jurídicos hasta que sea autorizado por la Comisión.*

Los documentos a presentar con la solicitud de autorización serán los siguientes:
1. Poder y solicitud.

2. Copia simple de toda la documentación que sustenta el cambio de control accionario, incluidas las autorizaciones correspondientes.
3. Presentación del Formulario DMI-2 actualizado con la información de los prospectivos adquirentes.
4. Cuando no exista en los archivos de la Comisión información sobre los nuevos propietarios efectivos de las acciones que ejerzan control, deberán aportarse referencias sobre dichas personas en los mismos términos previstos en el Artículo 10, Numeral 10 del presente Acuerdo. La información y documentación aportada en este trámite no será de acceso público, salvo que la entidad no sea adicionalmente un emisor registrado.

La Comisión Nacional de Valores, mediante resolución motivada, autorizará el cambio de control para lo que dispondrá de un plazo máximo de dos meses para los casos que se requiera solicitar referencias en otras jurisdicciones y de un mes en los casos que éstas sean locales, contados a partir de la fecha de recibo de la solicitud en la Comisión. Podrá denegarse la autorización por no considerar al adquirente idóneo por falta de honorabilidad.

Observamos en la norma antes transcrita que el control, es aquel poder directo o indirecto de ejercer influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona, ya sea mediante propiedad de acciones con derecho a voto, mediante derechos contractuales y de otro modo. En el presente caso, se pretende transferir la totalidad de las acciones a un Fideicomiso, quien directa o indirectamente ejercerá el control de la entidad, a través de un derecho contractual que le otorga tales poderes de decisión.

El artículo 30 del Acuerdo 2-2004 señala que las autorizaciones por parte de la Comisión de cambios accionarios, son aquellos en donde existe un cambio de control. En efecto, y como señala el solicitante en su escrito *a contrario sensu*, se debe interpretar que si hay un cambio accionario que no conlleve cambio de control, según la norma antes transcrita no requiere previa autorización.

Empero lo anterior, por definición un Fideicomiso es un arreglo contractual en donde se transfieren bienes con el objeto de que sean administrados por una tercera persona en este caso el Fiduciario, transfiriendo poder de control sobre dichos bienes. Es por ello, que consideramos que al transferir 100% de las acciones de una casa de valores un Fideicomiso; el poder directo o indirecto de ejercer una influencia determinante sobre la administración, la dirección y las políticas de una persona (en este caso, la Casa de Valores) queda ahora supeditado a un arreglo contractual, en el cual, la toma de decisiones se dan a través del Fiduciario, figura que no existía previo a este arreglo. El simple cambio en la administración de las acciones de la Casa, y más si son al cien por ciento (100%) por parte del Fiduciario, quien, por ministerio del contrato de fideicomiso ejerce la administración sobre estas, es un cambio accionario que conlleva cambio de control, en este caso, sobre todas las acciones.

El contrato de Fideicomiso modifica la relación real que existe entre los accionistas de la Casa de Valores frente a sus acciones, que, independientemente que estos puedan establecer los parámetros para la disposición y/o administración de estas acciones depositadas bajo este Fideicomiso, el dominio y disposición de estas acciones se ven disminuidos frente al Fideicomiso, a tal punto que, quien ejerce el control directo sobre la Casa, luego de este depósito, es el Fiduciario.

Si bien es cierto que los beneficiarios finales en la cadena siguen siendo las mismas personas, su derecho de disposición y dominio sobre sus acciones, en consecuencia, del control de la Casa de Valores se ve alterado a razón del depósito

de tales acciones en un Fideicomiso, entrando ahora el fiduciario a ejercer un control directo y material sobre éstas.

A fin de sustentar aún más nuestra posición, citamos lo acordado entre las partes dentro del instrumento de Fideicomiso, adjuntado a la solicitud de Opinión:

En la página 3 de la escritura modelo del Fideicomiso, en los antecedentes, literal C, se enuncia lo siguiente:

> C. *Los Fideicomitentes han dado al Fiduciario en fideicomiso el 100% de las acciones propiedad del Fideicomitente en la compañía panameña denominada* ***La Casa de Valores, S. A.*** *para ser mantenidas por el Fiduciario en fideicomiso y con los poderes establecidos en la escritura.*

En la página 4 de la escritura modelo del Fideicomiso, punto 1, numeral 1.1, se enuncia lo siguiente:

1. *Declaración de fideicomiso:*

> *1.1 Los Fideicomitentes por este medio expresan y declaran y el Fiduciario por el (sic) este medio reconoce, que el Fiduciario mantendrá el fondo de fideicomiso sobre los fideicomisos y con los poderes expresados o implícitos en esta escritura.*

En la página 6 de la escritura modelo del Fideicomiso, punto 5, se enuncia lo siguiente:

> *5. Durante el periodo del fideicomiso, el Fiduciario mantendrá y protegerá el fondo de fideicomiso, que es el 100% de las acciones en* ***La Casa de Valores, S. A.*** *y hará todo lo que sea necesario para llevar a cabo esta función en el mejor interés de los beneficiarios.* (el subrayado es nuestro)

En la página 9 de la escritura modelo del Fideicomiso, punto 13, numerales a., c. y d., se enuncia lo siguiente:

13. Gestiones del Fiduciario

> ***a. El Fiduciario determinará de tiempo en tiempo a su discreción el procedimiento apropiado para las reuniones y la conducción de los negocios del fideicomiso.***
> *b. …*
> *c. Las decisiones y resolución del Fiduciario serán unánimes.*
> *d. El Fiduciario hará que se lleven actas de todas las resoluciones y gestiones en todas las reuniones del Fiduciario.*

Luego de analizar el Instrumento de Fideicomiso aportado por la parte consultante, consideramos que se le otorgan suficientes poderes de ejercer una influencia determinante sobre la administración, dirección y las políticas de la Casa de Valores, expresamente queda amplia la facultad de que el Fiduciario determinará a su discreción los procedimientos para la conducción de los negocios del Fideicomiso.

Como quiera que las condiciones planteadas en la situación indican que los Beneficiarios del Fideicomiso sostienen el control accionario de la Casa de Valores, el simple hecho que el cien por ciento (100%) de las acciones hayan sido pasadas a un Fideicomiso cambia la configuración de control de la Casa de Valores, introduciendo intrínsecamente la figura del Fiduciario, alterándose así el control directo que ejercen los antes accionistas, ahora beneficiarios, sobre la misma Casa.

Esta afectación en el control es considerada por la Comisión como un cambio de control accionario.

Tomando en cuenta todo lo precitado, podemos concluir que el poder que conlleva el régimen accionario del regulado por esta Comisión ha cambiado, el procedimiento para el ejercicio del control sobre ésta también, como consecuencia del depósito de las acciones en un Fideicomiso, independientemente de donde se constituya. Por las razones antes expuestas, en el caso de transferencia de más del 25% del capital social de una casa de valores a un Fideicomiso, se requiere autorización previa por parte de la Comisión, para que el mismo tenga efecto.

En función de todo lo hasta ahora versado, esta Comisión concluye que, frente a ésta situación, se debe solicitar autorización de cambio accionario a la Comisión Nacional de Valores, en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 29 del Decreto Ley No. 1, y el artículo 30 del Acuerdo 2-2004. Adicionalmente, en el caso de estas eventualidades, como lo es, el control de las acciones por parte de un Fideicomiso, el Formulario DMI-2 pide que se identifique tal, a lo cual la Comisión Nacional de Valores adicionalmente solicita que se determine lo siguiente:

- Jurisdicción de constitución del Fideicomiso
- Datos de contacto del fiduciario
- Beneficiarios finales del Fideicomiso

Cabe destacar que de realizarse cambio de control accionario sin previa autorización y/o que posteriormente la entidad regulada no pueda cumplir con los requerimientos establecidos o que tenga a bien establecer la Comisión Nacional de Valores para la identificación de los propietarios efectivos, se le aplicaría las sanciones correspondientes a la entidad regulada, incluyendo la posible revocación de la licencia respectiva.

Fundamento de Derecho: Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, Ley No. 1 de de 5 de enero de 1984, Acuerdo No. 2 de 30 de abril de 2004.

Dada en la ciudad de Panamá a los Veintiocho (28) días del mes de Febrero de dos mil once (2011).

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

ALEJANDRO ABOOD ALFARO
Comisionado Presidente

JULIO JAVIER JUSTINIANI
Comisionado Vicepresidente

JUAN MANUEL MARTANS SÁNCHEZ
Comisionado