REPÚBLICA DE PANAMÁ
COMISIÓN NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 5 -2011

(De Cinco de abril de 2011)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa respecto al siguiente tema: Que si los PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS, PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS o PANAMA DEPOSITORY RECEIPS constituyen una denominación genérica de títulos o valores, y como tales deben ser del uso de todos los actores del mercado, y no pueden ser sujetos de apropiación por parte de un sólo actor.

Solicitante: Licenciada María Eugenia Brenes de la firma de abogados Morgan & Morgan.

Lo que se consulta:

1. *Qué se considera **ADR, PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS, PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS o PANAMA DEPOSITORY RECEIPTS,** y;*
2. *Que los **PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS y PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS**, constituyen la denominación genérica de títulos o valores, y como tales deben ser del uso de todos los actores del mercado, y no pueden ser sujetos de apropiación por parte de un sólo actor.*

I- Posición del Consultante:

En cuanto al primer punto de la consulta, nuestro criterio u opinión es que los ADR, PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS, PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS o PANAMA DEPOSITORY RECEIPS, son títulos o valores en atención al Decreto Ley No. 1 de 1999.

El termino ADR esta definido por la Bolsa de Valores de Panamá, considera que los ADR (American Depository Receipt):

> *"Es un certificado negociable emitido por un banco de los Estados Unidos, representa un número especifico de acciones de un valor extranjero negociado en una bolsa de los EE.UU.*
> *Los ADR hacen más fácil para los americanos el invertir en compañías extranjeras, debido a la extendida disponibilidad de información denominada en dólares, menores costos de transacción, y distribución fija de dividendos.*
> *Recibo en el que se manifiesta que las acciones de una empresa no estadounidense se tienen en depósito o están bajo control de una institución bancaria de los Estados Unidos. Se usa para facilitar las transacciones y de estas acciones en los mercados estadounidenses y agilizar la transferencia de una acción fuera de los Estados Unidos."*

En adición a la definición de ADR dada por la Bolsa de Valores de Panamá, la Comisión Nacional de los Estados Unidos de America, Securities &Exchange Commission (SEC), en informe publicado a dirección http/www.sec.gov/investor/pubs/ininvest.htm sección de información a inversionistas, desarrollan el término ADR de la siguiente manera:

> *"American Depository Receipts, las acciones de la mayoría de las compañías extranjeras que negocian en los mercados de los Estados Unidos, son negociadas como American Depository Receipts (ADR's) emitidas por Bancos de los Estados Unidos."*
>
> *Cada ADR representa una o más acciones de un valore extranjero o la fracción de una acción. Si usted es dueño de un ADR usted tiene el derecho de obtener el valor extranjero que representa; por lo que un*

inversionista de los Estados Unidos, comúnmente encuentra más conveniente te3ner un ADR. El precio de un ADR corresponde el precio del valor extranjero en su mercado de origen, ajustado por la razón de ADR´s de las acciones de compañía extranjera."

En adición la propia definición de Valor, dada en el Decreto Ley 1 de 1999, señala que los certificados de depósito son valores, veamos:

"Artículo 1. Definiciones. Para los propósitos de este Decreto Ley, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones:
Valor. *es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor. (Énfasis adherido)."*

Los PDR, Panamanian Depository Receipts, Panamerican Depository Receipts o Panama Depository Receipts, nacen de una idea de la Bolsa de Valores de Panamá, a quien, viene trabajando en el desarrollo de los PDR o Panamanian Depository Receipt. Esta idea de la Bolsa de Valores de Panamá, se origina a partir de los instrumentos financieros denominados ADR´s.

No hemos encontrado una definición establecida de qué se considera como PDR, pero utilizando analógicamente las definiciones de ADR proporcionadas anteriormente, consideramos, y es la posición de la consultante, los PDR, Panamanian Depository Receipts, Panamerican Depository Receipts o Panama Depository Receipts, con las versiones Panameñas y Latinoamericanas de los ADR.

Por lo anterior, PDR, Panamanian Depository Receipts, Panamerican Depository Receipts o Panama Depository Receipts, son nombre genéricos que se les da a certificados negociables emitidos por un Banco de Panamá o institución actora del mercado, para todos aquellos certificados que hagan alusión a Panamá en su nombre, y por un Banco o institución actora del mercado en Latinoamérica para los Panamerican Depository Receipts, que representa un numero especifico de acciones de un valor extranjero negociado en una Bolsa ya sea en Panamá o en otro país latinoamericano.

Sobre el segundo punto de la consulta y considerando que los ADR, PDR, Panamanian Depository Receipts, Panamerican Depository Receipts o Panama Depository Receipts se consideran títulos o valores; los mismos son de utilización de todos los actores del *mercado de valores, y no pueden ser sujetos de apropiación por un actor.*

De conformidad a lo establecido en el Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, todas las actividades relacionadas con la negociación de valores están erguidas por la Comisión Nacional de Valores, y en consecuencia toda empresa queda sujeta a la regulación si se dedica a las siguientes actividades: a) realiza una oferta relacionada con valores, al público, en la Republica de Panamá, b)dedicarse al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia en Panamá.

Considerando que los instrumentos mencionados son certificados negociables que representan acciones de un valor extranjero negociado en Bolsa y tomando como base la definición de Valor establecida ene l artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999 consideramos que sí son títulos valores. Veamos el Articulo 1 del Decreto Ley 1 de 1999.

"Artículo 1. Definiciones. Para los propósitos de este Decreto Ley, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones:
Valor. Es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de deposito, cedula hipotecaria, opción o cualquier otro título,

instrumento o derecho comúnmente reconocido como valor o que la Comisión determine que constituye un valor. (Énfasis adherido)."

Por las razones antes expuestas, somos de la opinión que los PDR, Panamanian Depository Receipts, Panamerican Depository Receipts o Panama Depository Receipts son considerados valores y deberán poder ser utilizados o adquiridos por todos los actores del mercado de valores, y no pueden ser sujetos de apropiación por parte de un actor particular."

II- Posición Administrativa de la Comisión:

*¿Qué se considera **ADR, PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS, PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS o PANAMA DEPOSITORY RECEIPTS?***

A fin de dar respuesta a la primera interrogante, consideramos necesario ilustrar con definiciones de uso común en los mercados de valores sobre los términos descritos.

Sobre los *Depositary Receipts,* termino en inglés que se traduce al español como Certificados de Depósito, veamos algunas definiciones encontradas:

Certificado de Depósito

"1. Certificado bancario que reconoce el recibo de dinero, prometiendo repagar al depositante.

Certificado de deposito negociable**: un titulo valor emitido por una institución financiera como un fuente de financiamiento a corto plazo, con una taza garantizada y vencimiento a un año o menos" **Black's Law Dictionary, Octava Edición. Bryan Garner. 1999.

"Es un instrumento financiero negociable emitido por un banco, que representa una compañía extranjera que ofrece al público sus valores. El certificado de depósito se negocia en una bolsa de valores local. Certificado negociable que representa los valores negociados públicamente, acciones o deuda, de una compañía." www.yourdictionary.com

"Colocación de fondos por un plazo de tiempo en una institución financiera. Estos títulos son negociables en el mercado secundario y por lo tanto pueden ser comprados y vendidos." http://www.capitalmarket.com.ve/glosario/index/C

"*Certificado de Depósito que emite un banco contra acciones de una empresa que no cotiza en el país. El mecanismo por el cual un inversor local puede comprar una acción de una empresa que cotiza fuera del país"* http://webcache.googleusercontent.com/search

"El Certificado de Depósito constituye un titulo valor representativo de mercadería por excelencia, acredita la propiedad de las mercaderías o bienes depositados en el almacén que lo emite, asimismo confiere a su titular derechos crediticios, patrimoniales y de participación. Es un título negociable en la bolsa de productos." http://www.injef.com/php - INJEF.com

En Perú, mediante la Resolución de la Superintendencia Bancaria y de Seguro No. 21 del 16 de enero de 2001, se promulga el Reglamento de Certificados de Depósitos, el cual en su artículo 3 establece lo siguiente:

"3.1. Los certificados de depósito negociables son títulos valores que pueden ser emitidos a la orden o nominativos. Dichos certificados pueden ser afectados como garantía de obligaciones a favor de la empresa emisora, otras empresas del sistema financiero o de terceros ajenos al sistema financiero, de acuerdo con las formalidades exigidas en cada caso por la Ley de Títulos Valores.
3.2. La emisión de dichos instrumentos se puede realizar en forma individual o masiva, pudiendo en este último caso ser colocados por oferta pública o privada. En los casos de emisión masiva de certificados de depósito negociables, la empresa emisora se sujetará a lo dispuesto en el artículo 2320 de la Ley General, las disposiciones expedidas por esta

9

Superintendencia y aquéllas establecidas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). Asimismo, tratándose de la emisión masiva mediante oferta pública, la empresa deberá solicitar, adicionalmente, autorización previa de esta Superintendencia
3.3. Los certificados de depósito negociables nominativos podrán ser representados por anotaciones en cuenta de acuerdo a las disposiciones de la materia."

De las definiciones transcritas, de Certificados de Depósito podemos distinguir características comunes, estas son: (i) son instrumentos financieros, reconocidos comúnmente como títulos valores; (ii) emitidos por bancos; (iii) representan valores de una empresa que no cotiza en el país donde se emite el certificado; (iv) pueden ser negociados públicamente; (iv) el inversionista adquiere participación de una empresa que cotiza fuera del país; (v) puede ser negociable a través de una bolsa o de forma extrabursátil; (vi) reúnen requisitos formales prescritos en la Ley; (vii) pueden ser colocados por oferta pública o privada.

En relación al termino ADR, debemos señalar que el *Securities and Exchange Commission (SEC)* de los Estados Unidos de América regulador del mercado de valores en dicho país en efecto define el concepto, tal y como nos menciona el solicitante en su escrito. Adicionalmente aportamos las siguientes definiciones encontradas, en glosarios bursátiles publicados por reguladores de valores y diccionarios financieros.

ADR (American Depositary Receipts)

"Un recibo emitido por un banco americano como substituto para las acciones de una compañía basada en el extranjero. Los ADRs son el método más común por medio del cual compañías extranjeras aseguran accionistas americanos. Compañías que ofrecen ADR´s mantienen listadas sus acciones en su mercado domestico, en su moneda domestica, mientras que los ADR´s se mantienen en dólares de Estados Unidos de América y listados en una bolsa de valores de los Estados Unidos de América, la Bolsa de Valores de New York." ***Black´s Law Dictionary, Octava Edición. Bryan Garner. 1999.***

"Un certificado negociable emitido por un Banco de los Estados Unidos que representa propiedad de un número especifico de acciones de un valor extranjero negociado en una Bolsa estadounidense sin abordar tratos transfronterizos. Esto asumen precios y pagan dividendos en dólares. Son tratados como acciones de empresas de los EE.UU." http://www.financiero.com/diccionario_financiero/

"certificado emitido en EE.UU que recoge la titularidad de valores extranjeros. Dichos valores originales quedan depositados en un Banco, y lo que circula a efectos de contratación son los ADR. Cotizan por lo tanto en dólares." www.creditservices.es/diccionario-financiero

"Es un certificado negociable emitido por un Banco Estadounidense el cual representa un número específico de acciones de una compañía extranjera que se negocia en una bolsa de los Estados Unidos. Los ADR´s son denominados en dólares, con un valor subyacente custodiado por una institución financiera estadounidense." www.investopedia.com

"certificados negociables emitidos por un banco de los Estados Unidos de América, que representan propiedad del tenedor de dichos certificados, sobre acciones emitidas por sociedades inscritas en otros países." http://www.svs.cl/sitio/inversionista/glosario.php

"Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando la negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receips ADR, y cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen programas de Global Depositary Receipts -GDR." http://www.superfinanciera.gov.co/

Por su parte, los términos **PDR, Panamanian Depositary Receipts; Panamerican Depositary Receips, Panamerican Depositary Receipts, Panama Depositary Receipts,**

no están definidos expresamente en el Decreto Ley No. 1 de 1999, ni en sus Acuerdos Reglamentarios. Los términos sin embargo, fueron introducidos por la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. en su intento de desarrollar un producto financiero similar a los ADR pero emitidos por bancos panameños, representativos de títulos extranjeros.

No obstante lo anterior, la definición de Valor que ofrece el artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999, expresamente establece que los certificados de depósitos son considerados valores y por tanto pueden estar sujetos a registro y oferta pública. A continuación se transcribe el artículo para mejor referencia.

> *"Decreto Ley No. 1 de 1999 Artículo 1: Definiciones*
> ***Valor**. Es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación certificado de titularización, certificado fiduciario, **certificado de depósito**, cedula hipotecaria, opción o cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como valor o que la Comisión determine que constituye un valor."* El resaltado es nuestro

Así las cosas, dando respuesta directa a la primera interrogante de la consulta, consideramos que los *ADR, PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS, PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS o PANAMA DEPOSITORY RECEIPS son* productos financieros considerados títulos valores.

Este tipo de certificado es creado cuando una compañía extranjera desea listar en otra jurisdicción sus valores ya sean acciones o deuda, los cuales ya están listados en su jurisdicción de origen.

En relación a la segunda interrogante: *Que los PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS y PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS, constituyen la denominación genérica de títulos o valores, y como tales deben ser del uso de todos los actores del mercado, y no pueden ser sujetos de apropiación por parte de un sólo actor*

Independientemente del país en donde se emitan estos productos financieros negociables ya sean en Estados Unidos de América, cuya denominación sería ADR o American Depository Receipts, o en Panamá que se podrían denominar PDR o Panamanian Depository Receipts, los mismos son considerados como títulos valores los cuales pueden ser ofertados en bolsa o mediante cualquier mecanismo de negociación extrabursátil.

El titulo o certificado representa comúnmente una o más acciones que es emitida por una compañía extranjera listada públicamente. Siendo esto así, permiten que los inversionistas obtengan acciones en el patrimonio de otras empresas. Cabe destacar que el más común de los certificados de depósitos son los American Depository Receipts (ADR), los cuales han sido ofrecidos por más de ochenta (80) años. En la actualidad existen bancos europeos que emiten European Depository Receipts (EDR), y otros bancos emiten también los denominados Global Depository Receipts (GDR). Por lo que, Panamá como plaza financiera internacional pudiera tomar como iniciativa para fomentar el desarrollo del mercado de valores local, las características de los ADR, para emitir los mencionados PDR; ya que ha quedado comprobado que son un excelente mecanismo para comprar acciones, recibir dividendos y ganancias de capital de compañías listadas en jurisdicciones extranjeras.

De esta forma, el mecanismo de emisión de certificados de depósitos de bancos u otras instituciones panameñas denominados PDR, PANAMANIAN DEPOSITARY RECEIPTS o PANAMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS permitiría títulos representativos de acciones de empresas registradas fuera de la Republica de Panamá, puedan ser negociados en la bolsa local.

En base a lo anteriormente planteado, ésta Comisión considera que las denominaciones PDR, PANAMANIAN DEPOSITORY RECEIPTS y PANAMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS, al constituir títulos valores, deben considerarse terminologías genéricas de uso común de todos los actores del mercado de valores. Con el propósito de fomentar la

transparencia del mercado de valores panameño, función básica que como ente regulador nos ha sido encomendada, es nuestra posición que las denominaciones objeto de la presente consulta no deberían estar sujetas a propiedad individual de una sola parte, actor, o intermediarios del mercado de valores.

Fundamento Legal: Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Alejandro Abood Alfaro
Comisionado Presidente

Julio Javier Justiniani
Comisionado Vicepresidente

Juan Manuel Martans Sanchez
Comisionado

JUZGADO [illegible]
REPÚBLICA DE PANAMÁ

A los _____ días del mes de _____
dos mil _____
a las _____ notifiqué
al señor (a) _____
_____
Que antecede.
El notificado (a).

Se notificaron por medio de escrito presentado el 11 de Abril de 2011 a las 11:32 a.m., aquí en la CNV.
Francisco Javier Patiño