REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 10 -2011

(De 10 de mayo de 2011)

Tema: En caso que suscriptores a un contrato de suscripción celebrado entre los bancos suscriptores y el emisor de una emisión de bonos autorizada por la Comisión que deseen modificar la definición de un término en dicho contrato (Fecha de finalización del Compromiso o, en inglés, "Commitment Termination Date") con el sólo propósito de permitir que se extienda la fecha durante la cual los suscriptores puedan adquirir nuevas emisiones de los bonos ya registrados hasta el monto previamente autorizado tendrá o no que el emisor cumplir con el procedimiento reglamentario de registro y aprobación de la modificación al contrato de suscripción conforme al Acuerdo No. 4-2003.

Solicitante: Licenciado Eduardo de Alba de la firma Arias, Fábrega y Fábrega y el Licenciado Adolfo E. Linares de la firma Tapia, Linares & Alfaro.

Objeto de la Consulta :

"En caso que suscriptores a un contrato de suscripción celebrado entre los bancos suscriptores y el emisor de una emisión de bonos autorizada por la Comisión que deseen modificar la definición de un término en dicho contrato (Fecha de finalización del Compromiso o, en inglés, "Commitment Termination Date") con el sólo propósito de permitir que se extienda la fecha durante la cual los suscriptores puedan adquirir nuevas emisiones de los bonos ya registrados hasta el monto previamente autorizado tendrá o no que el emisor cumplir con el procedimiento reglamentario de registro y aprobación de la modificación al contrato de suscripción conforme al Acuerdo No. 4-2003, aún cuando: (i) los bonos emitidos a la fecha están por debajo en varias decenas de millones de dólares respecto a los montos totales autorizados en el registro de los mismos con la CNV, (ii) ni en el prospecto original aprobado por la CNV ni en la resolución autorizando los montos de la emisión mencionan la Fecha de Terminación de Compromisos, ni la fecha límite para el compromiso de los suscriptores de adquirir bonos adicionales del emisor (dentro del monto autorizado), y (iii) el cambio propuesto es a un término definido dentro de un contrato de suscripción privado, el cual no afecta las características materiales expresamente enunciadas de la oferta"

Criterio del solicitante:

El solicitante inicia por citar ciertos hechos, los cuales transcribimos a continuación un extracto para tener el marco dentro del cual se desarrolla la consulta:

1. *Bahía Las Minas Corp., (el emisor)...*
2. *El Emisor se encuentra en el proceso de reconversión de su planta termo eléctrica, que consiste principalmente en transformar la alimentación de las tres turbinas de vapor a base de bunker, en una generación mediante una nueva caldera a base de carbón pulverizado (el "Proyecto" o la "Planta de Reconversión")*
3. *...El emisor celebró un contrato de suscripción de bonos (el "Contrato de Suscripción") con Banco General, S.A. WestLB AG, New York Branch y Banco Nacional de Panamá (los "Suscriptores") el 9 de agosto de 2007, mediante el cual el Emisor se comprometió a ofrecer a los Suscriptores y éstos se*

comprometieron a adquirir, bonos por un monto de capital agregado de US$175,000,000, divididos en una Serie A por hasta US$100,000,000 (los "Bonos Serie A"), y una Serie B-1 por hasta US$60,000,000 (los "Bonos Serie B-1") y una Serie B-2 por hasta US$15,000,000 (los "Bonos Serie B-2") y conjuntamente con los Bonos Serie A y los Bonos Serie B-¡, en adelante referidos como los "Bonos") más intereses acumulados, sujeto a varios requisitos, incluyendo el registro de los Bonos para la venta al público con la Comisión y su listado en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. entre otros.

4. *...*
5. *De conformidad con el Contrato de Suscripción, siempre y cuando el Emisor cumpliera con las condiciones precedentes relevantes dispuestas en el mismo, los Suscriptores estaban comprometidos a suscribir y adquirir los Bonos, hasta una fecha que, en el Contrato de Suscripción se denominó "Fecha de Finalización del Compromiso (en inglés "Commitment Termination Date"), fecha la cual venció el 30 de junio de 2010.*
6. *Hasta la fecha de finalización del Compromiso, los Suscriptores habían comprado Bonos de las Seies A y B-1 por un monto de capital de US$114,400,000.00, es decir por un monto inferior en US$60,600,000.00 (el "Saldo Autorizado") al monto originalmente autorizado por la Comisión de US$175,000,000.*
7. *Debido a que la fecha de finalización del Compromiso privado ya ocurrió, las obligaciones contractuales de los Suscriptores de suscribir nuevos Bonos conforme al Contrato de Suscripción han terminado.*
8. *No obstante lo anterior, los suscriptores han acordado junto al Emisor y las demás partes del Contrato de Suscripción enmendar la definición de "Fecha de Finalización del Compromiso" para que la misma se extienda hasta el 31 de diciembre de 2012 (la "Nueva Fecha de Finalización de Comrpomisos), de modo tal que el Emisor pueda ofrecer y vender, y los Suscriptores comprar y adquirir, Bonos hasta por el Saldo Autorizado, es decir dentro del monto originalmente autorizado por la Comisión, hasta la Nueva Fecha de Finalización de Compromisos. Además de la enmienda a la definición antes referida del Contrato de Suscripción, se espera que los tenedores de los Bonos acuerden también conceder al Emisor una Exoneración temporal ("waiver") de ciertos requerimientos de los Bonos (como lo son, por ejemplo, la flexibilización temporal de ciertos compromisos financieros del Emisor y del uso de los fondos de los Bonos por parte del Emisor para pagos de capital de trabajo de acuerdo al Plan de Remediación, entre otros). La referida exoneración temporal contará con el respaldo de aquella mayoría de tenedores registrados de los Bonos que requieran los Bonos y demás documentos de la emisión y tiene por objeto permitir que el Proyecto pueda entrar finalmente en operación.*
9. *Los Suscriptores y el Emisor están dispuestos a modificar y enmendar el Contrato de Suscrpción...*
10. *...*
13. *..."*

Luego de los hechos, el consultante presenta su posición de la cual resaltamos los siguientes aspectos:

"A nuestro juicio, la modificación de la "Fecha de Finalización del Compromiso" del contrato de Suscripción según lo ya expuesto no está sujeta al procedimiento reglamentario de registro y aprobación de la modificación a términos y condiciones de valores registrados establecido en el Acuerdo No. 4 de 11 de abril de 2003 expedido por la Comisión (el "Acuerdo No. 4"), en vista de que dicho cambio no conlleva "reformas a los términos y condiciones establecidos en el título y documentos que respaldan la oferta, expresados en el prospecto orignal..." a que se refiere el artículo 1 del Acuerdo No. 4, y que afecte derechos u obligaciones sustanciales de los tenedores de los Bonos, en cuanto, por ejemplo, las fechas de vencimiento, de pago de capital e intereses, tasas de interés aplicables y otros elementos de cálculo de dichos intereses, otros derechos y obligaciones del Emisor o de dichas personas vinculadas al Proyecto financiado con la emisión de los Bonos, las Garantías de cumplimiento de los derechos de los

tenedores de los Bonos, los hechos que constituyen causales de incumplimiento y de mora bajo los Bonos.

Esta Posición se basa en las siguientes consideraciones:

1. El artículo 1 del Acuerdo No. 4 circunscribe su ámbito de aplicación conforme se describe en su artículo 1, a saber: (Se cita el artículo)
2. El artículo que nos ocupa específicamente indica cuáles constituirán modificaciones sujetas al cumplimiento de lo establecido en el Acuerdo No. 4, y contiene una lista que describe ejemplos de los términos y condiciones de un valor registrado ante la Comisión que solamente pueden ser modificados en cumplimiento de lo establecido en el Acuerdo No. 4. La lectura y análisis textual de la norma citada nos lleva a la conclusión de que el ámbito de aplicación del Acuerdo No. 4, con respecto a las modificaciones que deben ajustarse al mismo, son aquellas reformas que buscan alterar los términos y condiciones del valor emitido que haya sido objeto de una oferta pública y/o sus garantías y que puedan resultar en cambios de importancia a las obligaciones del Emisor con el público inversionista (como lo son modificaciones a las fechas de vencimiento de capital e intereses, tasas de interés y su fórmula de cálculo, fechas de redención, condiciones de respaldos o garantías), y por ende, protegidos por el regulador.
3. En el caso que nos ocupa, la modificación de la Fecha de Finalización de Compromisos en el Contrato de Suscripción (i) no afecta el texto de ninguno de los términos y condiciones de los Bonos ni los derechos de los tenedores de los Bonos ya emitidos; (ii) no incrementa el monto ya autorizado de la emisión de los Bonos de US$175,000,000 son que permitirá que el Emisor emita Bonos adicionales hasta por el monto del Saldo Autorizado y dentro de os límites de cada categoría de los Bonos autorizados hasta la Nueva Fecha de Finalización de Compromisos; (iii) no afecta ninguna de las garantías constituidas de los Bonos y (iv) es una modificación que, conforme a los términos del Contrato de Suscripción, puede hacerse con el consentimiento de los Suscriptores y del Emisor.
4. ...
5. (El solicitante cita la Opinión No. 02-2005 de 3 de febrero de 2005)
6. Es importante resaltar que en esta ocasión, ni el prospecto informativo ni la Resolución hacen referencia o mención de una restricción o fecha límite para la emisión de los Bonos dentro de los montos autorizados. La modificación al Contrato de Suscripción que se describe en la presente consulta es de un simple término definido en el Contrato de Suscripción a fin de que se extienda el compromiso de los Suscriptores de comprar Bonos e relación con el Proyecto dentro del monto autorizado de US$175,000,000.00 La reforma no afecta de manera alguna los derechos o los intereses de los tenedores de los Bonos, ni altera la estructura básica de la emisión ya aprobada. Aún cuando la existencia del Contrato de Suscripción haya sido mencionada en el Prospecto Informativo y de que el mismo, en su Cláusula 2(a), establece expresamente que los tenedores de los Bonos "tienen el derecho a los beneficios del Contrato de Suscripción y están obligados por sus términos...", el cambio planteado no implica la modificación de tales derechos de los tenedores ni el establecimiento e obligaciones adicionales a cargo de ellos.
7. Por las razones antes expuestas, opinamos que la modificación de la definición de fecha de Finalización de Compromiso del Contrato de Suscripción para extender su plazo, de forma tal que los Suscriptores puedan adquirir Bonos Adicionales que emita el Emisor hasta la Nueva Fecha de Finalización de Compromiso, sujeto al cumplimiento de las condiciones previstas en el Contrato de Suscripción, en circunstancias en qe dicha modificación no modifica los términos y condiciones de los Bonos, los derechos de los tenedores actuales de los Bonos o sus garantías y no está, por tanto, sujeto al procedimiento previsto en el Acuerdo No. 4-2003."

Posición de la Comisión.

Toda vez que el tema gira en torno a la modificación de un documento privado que forma parte de una oferta registrada ante esta entidad es preciso iniciar citando las normas sobre las cuales esta Autoridad determinará si procede o no aplicar el procedimiento de modificación de Oferta.

El Acuerdo 4-2003 adoptó el procedimiento para la presentación de solicitudes de Registro de Modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores y establece en el artículo 1, el ámbito de aplicación del mismo, el cual citamos a continuación:

> ***"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."*

Inicialmente debemos indicar que los contratos como acuerdos privados entre las partes, cumplen cada uno en su propósito una función dentro de la oferta, y son objeto de revisión por esta Entidad, en aquellos aspectos sensibles a los inversionistas que deben coincidir con lo que se describe en el prospecto.

Entre los documentos que forman parte del Registro de Oferta Pública de BAHIA LAS MINAS CORP., se encuentra el Contrato de Suscripción a que hace referencia el solicitante, objeto de la presente consulta.

Dicho contrato prevé en el artículo Artículo I.1, Sección I, denominada Definiciones, una lista de definiciones entre las cuales se encuentra la definición de *"Fecha de Finalización del Compromiso (en inglés "Commitment Termination Date")*, misma que se desea modificar y que dice así:

> *"**Commitment Termination date** Means (i) in the case of each Series A commitment and Series B-2 Commitment, the earlier to occur of (i) the Guarantee Completion Date and (ii) the date on which the Commitments shall have been terminated or reduced to zero pursuant to the terms hereof, and (b) in the case of each Series b-2 Commitments, the earlier to occur of (i) May 25, 2010 and (ii) the date on which such Commitments shall have been terminated or reduced to zero pursuant to the terms hereof.*
> En su traducción:
>
> ***Fecha de Finalización del Compromiso**: significa (a) en el caso de cada Compromiso Serie A y cada Compromiso Serie B-1, el primero en ocurrir de (i) la Fecha de Finalización Garantizada y (ii) la fecha en que los Compromisos tendrán que haber finalizado o haber sido reducidos a cero de acuerdo con los términos del presente y (b) en el caso de cada Compromiso Serie B-2 el primero en ocurrir de (i) el 25 de mayo de 2012 y (ii) la fecha en que dichos Compromisos tendrán que haber finalizado o haber sido reducidos a cero de acuerdo con los términos del mismo.*

La modificación que se proponen realizar los suscriptores, radica en reemplazar el punto (i) donde dice *"la fecha de finalización garantizada"* por *"31 de diciembre de 2012"*.

Tal cual se ha analizado, dicha definición no acarrea la afectación de ninguno de los compromisos adquiridos por el emisor y plasmados en el prospecto en relación a los tenedores, pues sólo va dirigida a extender una fecha de adquisición de bonos que venció el 30 de junio de 2010 y la cual desea ahora establecerse al 31 de diciembre de 2012.

Por ser este un acuerdo privado entre las partes, el que se modifique la fecha por medio del cambio en la definición, no implica variaciones a la oferta, tomando en consideración el contenido de lo que contempla el artículo 1 del Acuerdo 4-2003, que den merito a que el emisor aplique el procedimiento de modificación de oferta, pues la modificación que pretende hacerse escapa al ámbito de aplicación detallado en el mismo.

Por lo anterior, la Comisión desea resaltar que se entiende que los términos y condiciones de los bonos quedan en las mismas condiciones en que fueron aprobados mediante el registro otorgado a BAHIA LAS MINAS CORP., por medio de la Resolución 207-07 de 16 de agosto de 2007, incluyendo, y resaltamos, los términos de vencimiento de los bonos tal cual fueron establecidos, los que citamos a continuación:

Serie	Monto	Vencimiento
A	100,000,000	Fecha de pago de capital No.40 (b)
B-1	60,000,000	Fecha de pago de capital No.48 (b)
B-2 (a)	15,000,000	A más tardar el 30 de diciembre de 2021

(a) serán emitidos únicamente en caso de que el emisor no logre acordar con la República de Panamá la extensión de la garantía otorgada para respaldar los Préstamos Tramo-B. La garantía vence el 30 de junio de 2012.

(b) En caso de que la primera fecha de pago de capital de los bonos no ocurra antes del 31 de marzo de 2010, se reducirá la cantidad de fechas de pago de capital en 1 por cada 10 de enero, abril, julio y octubre que ocurra desde el 31 de marzo de 2010 hasta e incluyendo la primera fecha de pago de capital.

Lo anterior cobra importancia por cuanto los vencimientos de dichos bonos e incluso los pagos a capital, fueron establecidos de forma muy particular por lo que deberán ser mantenidos, independientemente de que en estos momentos se decida extender el término de compra de los Bonos por parte de los suscriptores dentro del contrato de suscripción.

En adición a lo planteado por el solicitante, se han revisado las secciones del prospecto que hacen referencia a modificaciones que requieren aprobación de cierta mayoría de tenedores, constatándose que la pretendida modificación no requiere aprobación de los mismos para que pueda llevarse a cabo.

En este orden de ideas consideramos necesario señalar que el contrato de suscripción prevé en la sección VII sobre Disposiciones Varias, el artículo 7.1, sobre modificaciones al contrato de suscripción, la cual debe ser tomada en cuenta al realizar lo referido.

Es prudente indicar, que aún cuando es sabido que los contratos son producto de la voluntad de las partes, toda modificación a los mismos que afecte los términos y condiciones de la oferta, en la línea de lo que establece el artículo 1 del Acuerdo 4-2003, está sujeto a la aplicación del procedimiento de modificación que establece dicho Acuerdo. En este caso en particular, por las características en que ha venido planteada la consulta, el emisor no tiene que efectuar el procedimiento al que hacemos referencia, debido a que esta modificación no es una que cambia las características del valor emitido.

Por lo anterior, la Comisión Nacional de Valores, del análisis efectuado, concluye que la modificación al contrato de suscripción que forma parte del Registro de Oferta Pública de BAHIA LAS MINAS CORP., (Resolución de Registro de oferta No. 207-07 de 16 de agosto de 2007), por el cual se modifica la definición *"Fecha de Finalización del Compromiso (en inglés "Commitment Termination Date")* **solamente** para extenderla hasta el día 31 de diciembre de 2012, quedando la definición en lo restante igual a la propuesta inicialmente, no debe acogerse al procedimiento de modificación a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores, establecido en el Acuerdo 4-2003.

La Comisión Nacional de Valores no desea concluir la presente opinión sin hacer alusión a un párrafo dentro de la solicitud que contiene una manifestación efectuada por el consultante, a la cual debemos hacer algunas anotaciones para salvaguardar que se den malos entendidos al respecto.

El consultante manifiesta en su nota:

> *"Además de la enmienda a la definición antes referida del Contrato de Suscripción, se espera que los tenedores de los Bonos acuerden también conceder al Emisor una Exoneración temporal ("waiver") de ciertos requerimientos de los Bonos (como lo son, por ejemplo, la flexibilización temporal de ciertos compromisos financieros del Emisor y del uso de los fondos de los Bonos por parte del Emisor para pagos de capital de trabajo de acuerdo al Plan de Remediación, entre otros). La referida exoneración temporal contará con el respaldo de aquella mayoría de tenedores registrados de los Bonos que requieran los Bonos y demás documentos de la emisión y tiene por objeto permitir que el Proyecto pueda entrar finalmente en operación."*

El precitado párrafo, que corresponde al punto 8 de los hechos planteados, no es objeto de la consulta solicitada a la Comisión Nacional de Valores, ni representa información suficiente que permita el análisis para determinar si para realizar la precitada "Exoneración Temporal" resulta aplicable el procedimiento establecido en el Acuerdo 4-2003, por lo cual en la opinión que por medio de este escrito emite esta Autoridad, no se incluye consideración de la Comisión Nacional de Valores respecto de este acuerdo por parte de los tenedores de los Bonos. De requerirse la opinión administrativa de la CNV en relación al tema planteado, así deberá ser solicitada, incluyendo todos los elementos necesarios que permitan el análisis adecuado de la intención del interesado.

Dejando lo anterior claro, le informamos a la parte consultante finalmente, que el contrato de suscripción enmendado debe ser aportado a la CNV, en sus dos versiones (inglés y español), para que repose en los registros y expedientes de esta Emisión.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los seis (06) días del mes de mayo del año dos mil once (2011).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

Alejandro Abood Alfaro
Comisionado Presidente

Julio Javier Justiniani
Comisionado Vicepresidente

Juan Manuel Martans S.
Comisionado

COM/lpv