REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 3 - 2019
De 12 de Septiembre de 2019

Tema: Cuál es el tratamiento que reciben los Programas Rotativos de Valores que tenían un registro vigente al momento de la promulgación de la modificación introducida al artículo 2 del Acuerdo 2-2010 de 16 de abril de 2010 mediante el artículo primero del Acuerdo 3-2017 de 5 de abril de 2017, que estableció que los programas rotativos de valores deben tener un plazo de vigencia definido, máximo de diez (10) años, y, también dispuso que "Aquellos Programas Rotativos de Valores y sus series, que mantengan un registro vigente a la entrada de promulgación del presente acuerdo, que cuenten con un plazo mayor de diez (10) años mantendrán vigente el plazo establecido al momento de su registro ante la Superintendencia."

Solicitante: Ramírez y Asociados Abogados, en representación de la **CÁMARA de EMISORES DE PANAMÁ.**

Criterio del Solicitante:

"..
Motivo de la solicitud de la opinión

Al momento de la promulgación de la reforma al artículo 2 del Acuerdo 2-2010 podían existir Programas Rotativos de Valores vigente con los plazos siguientes:

a) Programas con un plazo de vigencia definido por una cantidad de años.
b) Programas con un plazo de vigencia permanente o indefinido; y,
c) Programas sin un plazo establecido.

*Con respecto a los programas descritos en el literal "**a**" anterior, según nuestra opinión, y conforme al parágrafo del artículo 2 del Acuerdo 2-2010 se debe respetar el plazo de vigencia en ellos establecido, aún si dicho plazo era mayor de diez (10) años.*

*Con respecto a los programas descritos en el literal **"b"** anterior, según nuestra opinión, y conforme al parágrafo del artículo 2 del Acuerdo 2-2010 estos programas seguirán existiendo indefinidamente, pues ese era el plazo establecido a la promulgación de la reforma al artículo 2 del Acuerdo 2-2010. Partimos del punto que en la solicitud, en el prospecto y demás documentos de registro del programa se puso que era un programa rotativo permanente o con un término indefinido.*

*Con respecto a los programas descritos en el literal **"c"** anterior, según nuestra opinión, y conforme al parágrafo del artículo 2 del Acuerdo 2-2010 estos programas también seguirán existiendo indefinidamente, pues al no poner una fecha de terminación del plazo de vigencia es indicativo claro que el propósito del emisor era que estos estuviesen un plazo indefinido, que fuese un programa permanente. En abono a nuestro opinión está lo dispuesto en el artículo 7 del Acuerdo 2-2010, que también fue modificado por el Acuerdo 3-2017, artículo segundo, en la sección de V. factores de riesgo, Literal A, numeral 14, que señala que cuando no se menciona "el*

periodo de vigencia de los Programas Rotativos de los Valores, se entenderá que los mismos tienen una vigencia no mayor de diez (10) años."

Para la Superintendencia estaba claro que hay programas rotativos de valores que no mencionan período de vigencia. Y para resolver esta situación y hacerla cónsona con el parágrafo introducido al artículo 2 del Acuerdo 2-2010 estableció que cuando no se señala período de vigencia este será de diez (10) años. En el mismo sentido y también siendo cónsonos con el parágrafo introducido al artículo 2 del Acuerdo 2-2010, aquellos programas rotativos de valores vigentes al momento de la promulgación de la modificación al artículo 2 del Acuerdo 2-2010 que no mencionan período de vigencia no tienen vencimiento y no se le puede aplicar el plazo máximo de diez (10) años introducido con las modificaciones realizadas con el Acuerdo 3-2017.

Esto es un tema de derechos adquiridos como bien lo reconoció el parágrafo del artículo 2 del Acuerdo 2-2010 introducido por el Acuerdo 3-2017 al señalar que los programas con registro vigente al momento de la promulgación del Acuerdo 3-2017 seguirán con los plazos establecidos al momento de su registro. El aplicarle lo dispuesto en el numeral 14 del Literal A de la sección V Factores de Riesgo del Artículo 7 del Acuerdo 2-2010 que establece que cuando no se mencione plazo de vigencia del programa, este será de diez (10) años es violar y desconocer derechos adquiridos por el emisor. Esta disposición es aplicable solo a los programas cuyo registro se solicite con posterioridad a la reforma introducida por el Acuerdo 3-2017.

Las implicaciones y consecuencias para los emisores de la posición que adopte la Superintendencia son significativas y sentimos que la Superintendencia las entiende. Es muy distinto el tener que pasar por todo un proceso de registro de valores de un Programa Rotativo de Valores, a que solo se notifique la emisión de una nueva serie de valores bajo un Programa Rotativo de Valores ya registrado.

Además, según el artículo 3 del Código Civil las leyes no tienen efecto retroactivo en perjuicio de derechos adquiridos. La vigencia indefinida de los programas registrados a la promulgación de la modificación del artículo 2 del Acuerdo 2-2010, se mantiene así, de vigencia indefinida, aun cuando al momento de registrar dichos programas no se haya establecido su período de vigencia era permanente o indefinido, es decir, aún si no se estipuló período de vigencia alguno. Al registrar los programas rotativos de valores con la norma anterior se adquirió el derecho a continuar con el plazo reconocido y aplicado con esa norma, aun cuando la norma haya cambiado y puesto un plazo máximo de diez (10) años para estos programas, pues la nueva norma se aplica para los programas que se registren después de su vigencia.
..."

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

Previo a sentar posición administrativa, esta Superintendencia procederá a citar algunas normas que estimamos destacar a fin de aclarar nuestro criterio a la consulta planteada:

1. **Constitución Política**

   ARTICULO 46. Las leyes no tienen efecto retroactivo, excepto las de orden público o de interés social cuando en ellas así se exprese. En materia criminal la Ley favorable al reo tiene siempre preferencia y retroactividad, aún cuando hubiese sentencia ejecutoriada.

2. **Código Civil**

   "Artículo 3. Las leyes no tendrán efecto retroactivo en perjuicio de derechos adquiridos."

3. **Acuerdo No. 2-2010** "Por el cual se deroga el Acuerdo No. 6-2000 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", tal como quedó modificado por el Acuerdo 3-2017 de 5 de abril de 2017.

   "**Artículo 2**. Documentación.....

(...)

PARÁGRAFO (Vigencia de los Programas Rotativos de Valores). Aquellas emisiones con Programas Rotativos de Valores y sus Series deberán tener un plazo de vigencia definido; el cual no podrá ser mayor de a diez (10) años. Dicha información deberá constar dentro de la Sección de Factores Riesgos del Prospecto Informativo de la emisión.

Aquellos Programas Rotativos de Valores y sus series, que mantengan un registro vigente a la entrada de promulgación del presente acuerdo, que cuenten con un plazo mayor a diez (10) años mantendrán vigente el plazo establecido al momento de su registro ante la Superintendencia."

Es pertinente señalar que el Acuerdo 3-2017 de 5 de abril de 2017, el cual modificó disposiciones del Acuerdo N° 2-2010 de 16 de abril de 2010, entró a regir a partir del día **18 de abril de 2017**, de conformidad con lo establecido en el artículo décimo cuarto de dicho Acuerdo, por lo que, tiene validez a partir de esa fecha. En ese sentido, observamos que de conformidad con nuestra Carta Magna, el principio a regir es que las leyes no tienen efecto retroactivo, es decir, que la nueva ley no podrá aplicarse a actos jurídicos, hechos pasados o previos a la misma, salvo las que expresen que son de orden público o de interés social, por lo que para que una ley tenga efecto retroactivo, la propia ley debe así indicarlo.

La retroactividad de una ley a nivel doctrinal tiene ciertos límites, y en ese sentido, se han desarrollado diversas teorías que pretenden definir los mismos, tal es el caso, de la "Teoría de los derechos adquiridos", la cual ha sido reconocida en nuestro ordenamiento jurídico-Artículo 3 del Código Civil. Al respecto, el catedrático Marco Antonio Sepúlveda Larroucau, Profesor de Derecho Civil y de Derecho Inmobiliario y Registral en la Universidad Gabriela Mistral en Chile, en un artículo publicado sobre "La Irretroactividad de la Ley Civil: La Teoría de los Derechos Adquiridos, cita una definición de derechos adquiridos dada por Demolombe, en los siguientes términos: "*...es el que debidamente ha llegado a ser nuestro, del que estamos investidos, que nos hemos apropiado, y que un tercero no puede arrebatarnos, y también es la consecuencia de un hecho realizado bajo la antigua ley, el cual es el principio generador, causa eficiente y directa de aquella*" . Es claro que dentro de las doctrinas modernas sobre la retroactividad de la ley, uno de sus principios rectores, es que si un acto se realizó cumplidamente bajo el imperio de una ley, dicho acto queda regido absolutamente por ella y sería causar perjuicio si ese hecho cumplido pudiera ser apreciado y regulado por una ley posterior.

Considerando lo expuesto, si el acto cumplido, en este caso el registro de valores, se tramitó de conformidad con los requerimiento del Acuerdo 2-2010 antes de que sufriera las modificaciones introducidas por el Acuerdo 3-2017, y haciendo la aclaración que el Acuerdo 3-2017 no tiene efecto retroactivo, su alcance no se extiende a hechos previos a su vigencia, por lo que, debemos concluir que aquellos registros que se hicieron antes de la vigencia de dicho Acuerdo, el cual no establecía límites de vigencia a los programas rotativos valores, no deben ajustarse a los nuevos requerimientos establecidos con la inclusión del Parágrafo referente a la vigencia de dichos programas.

Los registros vigentes al momento de la entrada en vigencia del Acuerdo 3-2017 se mantienen en los mismos términos y condiciones por los cuales fueron reconocidos para ofrecer sus valores al público; de allí que en el segundo párrafo del segundo parágrafo introducido con el Acuerdo 3-2017, se indique claramente que aquellos programas con un plazo mayor a diez (10) años, cuyo registro estuviese vigente a la entrada de la promulgación del presente acuerdo (18 de abril de 2017), mantienen vigentes los plazos establecidos al momento de su registro.

Si bien la norma reglamentaria al ser modificada fue redactada en los términos de referirse a los plazos que exceden de diez (10) años, aquellos plazos establecidos como

"permanente, indefinidos o sin plazo" en los registros, se entienden incorporados, ya que estos términos se utilizan para indicar que no hay un tiempo definido, es incierto, es indeterminado.

Por lo anteriormente expuesto, esta Superintendencia es del criterio que aquellos registros vigentes al momento de la entrada en vigencia del Acuerdo 3-2017 mantienen los plazos establecidos al momento de su registro.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y Acuerdo No. 2-2010.

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

T.Loaiza/D.Jurídica