

Reestructuración de términos y condiciones de valores colocados en oferta pública

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente
Comisión Nacional de Valores

“Ninguno de nosotros puede darse el lujo de olvidar que este... mercado solo puede sobrevivir y florecer por la gracia de los inversionistas.” William O Douglas. (Tercer Comisionado Presidente de la Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos y Magistrado de la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos.).

La Comisión Nacional de Valores (CNV) tiene entre sus atribuciones *fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en Panamá*. Lo anterior puede significar muchas cosas.

Por una parte, y a juicio de los emisores, se puede fomentar y fortalecer las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores facilitando que los emisores puedan reestructurar sus emisiones cada vez que así lo requieran. Para ello se requerirían normas legales aprobadas por la sociedad debidamente consultada que allanen el camino para introducir modificaciones sustanciales a los términos y condiciones de las emisiones previamente colocadas.

Por otra parte, se puede fomentar y fortalecer el mercado de valores protegiendo a los tenedores registrados *impidiendo* que se den cambios en los términos y condiciones de las emisiones que los perjudiquen. Para ello se requerirían normas que nieguen el registro de modificaciones a términos y condiciones de emisiones colocadas que *perjudiquen* a los tenedores registrados.

Se puede intentar tener una tercera postura-menos antagónica-que represente facilitar a los emisores sus modificaciones protegiendo a la vez los intereses de los tenedores. La protección no se puede basar solamente en dejar a los tenedores con mucha información a su disposición, pero solos con sus problemas, requiere el apoyo del ente regulador, por lo menos, y sobre todo, en esta etapa de un mercado incipiente en el cual las partes desconocen sus derechos y deberes y de conocerlos no los ejercen por razones ajenas a este escrito y que es necesario que se ataquen.

La legislación panameña actual no aterriza de forma clara en ninguna posición. Los cambios en los términos y modificaciones de una emisión deben ser registrados más no autorizados en la Comisión Nacional de Valores. No hay norma legal expresa que así lo señale pero del conjunto de normas vigentes es evidente (paralelismo de formas) que sí originalmente se procedió a registrar un valor con unas determinadas condiciones para ser ofrecido públicamente y un ente público registró el valor y autorizó su oferta pública todo cambio en el mismo debe ser registrado para que el público pueda tener conocimiento y certeza de los nuevos términos y condiciones.

Producto de la actual situación económica en los meses recientes se han concentrado en la CNV trámites de modificación de términos y condiciones de emisiones previamente colocadas.

La Comisión Nacional de Valores teniendo en cuenta que las emisiones han sido colocadas y que existen tenedores registrados con derechos contractuales claros y exigibles solicita antes de proceder a cualquier registro de cambios en los términos y condiciones la constancia de que los tenedores registrados han sido debidamente consultados y han dado su consentimiento a los cambios.

¿Cuántos tenedores son necesarios para registrar los cambios? Eso lo debe determinar en primer lugar el contrato y documentos de la emisión. A falta de previsión tanto contractual como legal se necesita comprobar que cada uno de los tenedores fue consultado y conocer su posición.

Lo anterior obedece a que no es posible que el emisor unilateralmente modifique los términos y condiciones de la emisión. Siendo los tenedores registrados acreedores individuales del emisor cada uno debe dar su consentimiento. No se trata de un cuerpo colegiado en el cual una mayoría imponga su voluntad a una minoría. Dicho grupo tendría que crearlo la ley o en su defecto organizarlo el contrato previamente.

Por ello ha surgido lo que la práctica ha denominado la necesidad de tener el 100% del consentimiento de los tenedores. Algunos consideran que dicha situación es injusta y problemática ya que es muy difícil obtener la unanimidad y que no parece justo que una minoría impida unos cambios aprobados por mayoría. Les asiste razón a quienes así piensan en lo referente a lo inoperante que es generalmente todo mecanismo que se base en la unanimidad ya que ésta es casi siempre difícil de obtener. Por ello la imperiosa necesidad de establecer las reglas contractualmente o de la existencia de una norma jurídica que convierta a los tenedores en un cuerpo colegiado con su correspondiente representante. Esto es desde del ángulo del emisor

Ahora veamos desde el ángulo del tenedor. Así como sería impráctico para los emisores reunir a los tenedores, imaginemos que dichos inversionistas *sin existir dichas reglas previamente establecidas al momento de adquirir el valor* reciben una simple notificación informándoles que los términos y condiciones (tasa de interés por ejemplo) de su inversión variaron ya que la mayoría de los tenedores así lo aprobaron. ¿Qué seguridad jurídica tendrían? ¿A qué inversionista local o extranjero le interesaría comprar un valor bajo dichas condiciones?

Es por ello que consideramos que en el caso de emisiones de valores *sin tenedores organizados en asamblea y a falta de norma legal expresa* la crítica anterior no cabe ya que se parte de la premisa equivocada. En estos casos al no existir un cuerpo colegiado no se trata de mayorías sino de decisiones individuales.

Cada tenedor ha recibido individualmente una promesa de un pago con determinadas condiciones y términos. El tenedor tiene un derecho contractual a exigir el cumplimiento en caso que este no se dé voluntariamente. Si nada se ha pactado en los documentos de la

emisión y no dice nada la ley, poco importa si otros tenedores y ni siquiera si la mayoría de los mismos están o no de acuerdo con los cambios.

La situación sería diferente si existiese previamente acordado en los documentos de la emisión mecanismos contractuales para aprobar cambios mediante mayorías, para lo cual se convierte a los tenedores en un grupo organizado y se les asigna incluso representante quien pueda hablar y negociar por ellos y en sus mejores intereses. Si un tenedor adquiere un bono bajo esas condiciones, la forma para los cambios en los términos y condiciones se encuentra previamente prevista y es por todos conocida.

Consideramos de interés observar como se trata la materia en otras legislaciones. Así por ejemplo en España el emisor tendría que pasar dos filtros primero la aprobación de la asamblea de obligacionistas (ente contemplado y creado por ley) y la opinión favorable de la CNMV, que solo se pronuncia a favor si la modificación es claramente favorable para los tenedores. La razón del segundo filtro es que en ocasiones se convocaban asambleas, no iba nadie, y se aprobaban modificaciones perjudiciales para los tenedores.

En Argentina la situación es la siguiente: A partir de la naturaleza contractual del negocio y por aplicación del principio de paralelismo de formas se requiere el previo conocimiento y posterior aprobación del organismo regulador respecto de las innovaciones.

Salvo que se trate de cuestiones meramente incidentales, juega un papel de primer orden la voluntad de las partes; teniendo presente si esta debe expresarse al momento que se verifican los cambios (con los porcentajes de mayorías previstos) o si se trata de un supuesto particular en que el consentimiento puede entenderse otorgado al ingresar al negocio.

En todos los casos debe consultarse la ley de las partes, representada por el prospecto informativo para verificar si se trata de una modificación o de una alteración de las condiciones fundamentales (Artículo 354 Ley sociedades comerciales).

En Perú cuando existe alguna modificación a las condiciones de la emisión, se necesita el consentimiento de los llamados bonistas. Dependiendo del tema se requieren mayorías calificadas o absolutas. La Comisión sólo registra el cambio con la presentación de los documentos del caso, de manera simple, es decir, con una comunicación al Registro Público del Mercado de Valores cuando la variación es no fundamental (la supervisión es ex-post). En el caso de variaciones fundamentales la Comisión revisa la documentación (ex-ante) y el Gerente General registra la variación.

En Costa Rica con relación a este tema, el emisor no puede cambiar unilateralmente las condiciones de una emisión, deberá existir acuerdo bilateral de las partes, y todos deberán dar ese consentimiento, con solo uno que no este de acuerdo no puede hacerlo.

En Panamá los documentos de la emisión deben contemplar el procedimiento o en su defecto se requiere una reforma legal que introduzca la figura de la asamblea de tenedores registrados y solo entonces podremos hablar de un grupo organizado y de mayorías.

Hay que proteger a los tenedores, con ello se crea la confianza necesaria para que los emisores tengan compradores para sus valores. Sin inversionistas no hay mercado, sin mercado el desarrollo de un país es más lento o nulo.

Nota: Las opiniones expresadas son propias del autor y no comprometen ni representan la posición de la CNV ni del personal que en ella labora.