

## Emisores registrados y Covid19

Carlos Barsallo  
Abogado-Consultor- Director Independiente  
Miembro Junta Directiva  
Instituto Gobierno Corporativo Panamá (IGCP)

El regulador de valores de Panamá ha dictado el Acuerdo 3-2020 de 20 de marzo de 2020 (Gacetas Oficiales 28987 de 24 de marzo de 2020 y 28991 de 30 de marzo de 2020) por el cual se establecen medidas especiales y temporales para el registro abreviado de las modificaciones de ciertos términos y condiciones de la oferta pública de valores.

Este Acuerdo se dicta en anticipación a las predecibles dificultades para hacer frente a obligaciones pactadas que podrían estar enfrentando algunos emisores producto del Covid19.

Este Acuerdo modifica/complementa el Acuerdo 4-2003 el cual se dictó en atención a que durante los años 2001, 2002 e inicios de 2003, se presentaron múltiples solicitudes en el sentido de que el regulador registrara modificaciones a términos y condiciones de valores (plazos, tasas, garantías etc.). (Ver Barsallo, Carlos. **Reestructuración de términos y condiciones de valores colocados en oferta pública**. Artículo escrito en 2001 y que puede ser consultado en

[https://www.supervalores.gob.pa/files/publicaciones/librosCNV/Compilacion de Articulos CNV.pdf](https://www.supervalores.gob.pa/files/publicaciones/librosCNV/Compilacion_de_Articulos_CNV.pdf))

El problema de fondo -simplificado- era, y es, que algunos emisores no podían cumplir los términos y condiciones pactados, desde pagar intereses o capital, o mantener algunos de los compromisos tales como tasa, garantías, entre otros.

Conforme lo pactado, ante el incumplimiento, el resultado sería la exigencia por el tenedor, por vía judicial de ser necesaria, del cumplimiento, y en caso de no darse éste, y de haber garantías, la ejecución de éstas.

Dado que llegaron a ser varios los emisores en situación de potencial incumplimiento se diseñó el procedimiento *paliativo* contenido en el Acuerdo 4-2003. El problema en ese momento giraba en torno al tema de qué cantidad o porcentaje de tenedores se necesitaban para aprobar cambios.

Se discutía si era necesario todos los tenedores (100%) o si bastaba una mayoría de tenedores. De la experiencia resultó que los emisores establecieron en los prospectos de oferta pública el porcentaje necesario para hacer cambios en los términos y condiciones. Así el potencial tenedor sabe cuales son las reglas antes de adquirir el valor y no se ve sujeto a sorpresas o imposiciones, aun cuando fueran de la mayoría, en una situación en la cual no se trata de un grupo colegiado, sino de decisión individual de cada tenedor.

En el Acuerdo 3-2020 se llega a la decisión de que el porcentaje necesario para aprobación, en caso de no tenerse nada contemplado en el prospecto, es de 75% de los tenedores. Consideramos es discutible el fundamento legal para la toma de esta decisión. No vemos posible, vía un Acuerdo, y para los casos especiales regulados por el Acuerdo 3-2020, afectar el derecho adquirido de un tenedor a que no se le modifiquen los términos pactados cuando adquirió el valor en oferta pública. No brinda seguridad jurídica el quedar sometido a este tipo de modificación.

17 años después se presenta el Covid19, situación mundial sin precedentes, que puede dar lugar a incumplimientos por algunos emisores.

El regulador de valores ha actuado rápidamente haciendo uso de las limitadas herramientas que dispone para tratar este tema en concreto. Ha adoptado el Acuerdo por urgencia sin tener que someterlo al procedimiento obligatorio de adopción de acuerdos que requiere una consulta pública previa.

En el fondo del asunto, es decir, en la relación contractual entre emisor y tenedor el regulador no tiene injerencia jurídica, por no facultarlo la ley para intervenir. Todo lo que se desarrolla en los Acuerdos 3-2020 y 4-2003 se hace con procedimientos que giran en torno a la forma (cómo presentar solicitud de modificación), al manejo de la información (qué divulgar y cómo) y los tiempos para hacer cada acto u acción (cuándo).

La novedad es eximir de la solicitud que contempla el Acuerdo 4-2003, y la detallada documentación que debe acompañarla, a los emisores que tengan obligaciones que desembolsar frente a los inversionistas o que tengan condiciones y/o razones financieras que cumplir desde el 25 de marzo de 2020 hasta el 30 de septiembre de 2020.

Son 5 temas que señala el Acuerdo 3-2020 que puede incluir la modificación en el procedimiento abreviado ya que el procedimiento regular no tiene una lista cerrada.

Estos son:

1. fecha de vencimiento, pagos intereses o capital,
2. tasa,
3. razones financieras,
4. fecha de redención, forma o causales y
5. plazo para declaratoria de incumplimiento para la subsanación de hechos que pueden constituir eventos de incumplimiento o causales de vencimiento anticipado. Dicha subsanación no podrá ser mayor a 30 días. Esto último es una excepción importante a lo indicado en este escrito de que los Acuerdos solo tratan forma y no fondo y puede discutirse su fundamento legal.

La exención de no presentar solicitud implica en la practica, por ejemplo, que **no** se adjunta la siguiente información, clave para los tenedores a la hora de evaluar lo que les plantea el emisor. Los tenedores son quienes tienen al final la decisión:

*“Propuesta financiera de modificación a los términos y condiciones de los valores registrados:*

- 1. Propuesta específica. El emisor deberá incluir en esta sección del memorando informativo las modificaciones que él propone al los términos y las condiciones iniciales de la oferta. Esta sección deberá abordar necesariamente tres aspectos importantes: (a) La modificación propuesta y su comparación con los términos y condiciones originalmente registradas. Estas modificaciones podrán ser presentadas en un escenario flexible, en donde el emisor detalle los límites mínimos y máximos dentro de los cuales negociará con los tenedores con la finalidad de obtener el consenso de los mismos. (b) La contribución de esa modificación a los resultados financieros del emisor y (c) La fracción que esa modificación representa en relación a la contribución que otras medidas participen a la reestructuración total (operativa y financiera). El emisor podrá presentar esta información de manera estadística a través de gráficos, tablas o cuadros tabulares.*
- 2. Identificación de otras propuestas a otros deudores, inversionistas o tenedores de otros valores: En esta sección el emisor deberá describir la existencia de otros arreglos, si los hubiere, con otros acreedores, bancos, accionistas, y demás, así como el impacto de la contribución de cada uno de esos arreglos en la reestructuración total. Se deberá detallar las provisiones para la modificación de tales acuerdos, y como estos podrían afectar a los tenedores de los valores sujetos a modificación.*

*El emisor deberá señalar si se han realizado, o pretenden realizar, aportes adicionales de capital por parte de los accionistas, disminución o ajustes de las prestaciones laborales a ejecutivos, disminución o ajustes de dietas a los directivos, retención en el pago de dividendo, entre otras medidas que coadyuven al reestablecimiento de la situación económica y financiera del emisor.”*

Todo esto **no** lo recibe los tenedores en estos casos especiales regulados por el Acuerdo 3-2020. Es información muy importante que necesitan conocer los tenedores para tomar una decisión bien informados. Necesitan saber como es el trato del emisor con otros acreedores, especialmente bancos, y cuanto está contribuyendo/sacrificando el propio emisor, sus accionistas y el equipo directivo.

Saber esto no es incompatible con agilidad del procedimiento, ni es burocracia. Es tener información suficiente para tomar decisiones.

Con el Acuerdo 4-2003 al igual que con el Acuerdo 3-2020 no se trata de establecer una solución de fondo que indique que un emisor no debe pagar o que los tenedores no pueden exigirle al emisor el cumplimiento de lo pactado.

Por su propia naturaleza, y ante la magnitud del problema del Covid19, todavía por conocerse en su correcta dimensión, el Acuerdo 3-2020 puede resultar no suficiente.

El regulador de valores es conciente de lo cambiante y complejo de la situación y ha indicado en comunicado público que el Acuerdo 3-2020 es de carácter temporal y busca más expedito el trámite de modificación de términos y condiciones de valores registrados.

Ha puesto a disposición personal técnico para brindar información. El interesado puede contactarse con las siguientes personas a los siguientes correos electrónicos:

Olga Arosemena [oaarsemena@supervalores.gob.pa](mailto:oaarsemena@supervalores.gob.pa)

Laurine Márquez [lmarquez@supervalores.gob.pa](mailto:lm Marquez@supervalores.gob.pa)

Rafael García Mayorca [rgarcia@supervalores.gob.pa](mailto:rgarcia@supervalores.gob.pa)

El problema de fondo es que en caso de que varios deudores, en este caso llamados emisores, al mismo tiempo, o en tiempos cercanos, no puedan hacer frente a las obligaciones reflejadas en los valores registrados, los tenedores de dichos valores tendrán que evaluar que hacer en estos casos extremos.

En caso de no aceptar las modificaciones de términos y condiciones sus opciones incluyen el cobro por la vía judicial. El problema práctico es que el emisor, según cada caso se estudie, puede no pagar o no cumplir sus obligaciones por fuerza mayor, como la situación del Covid19 puede permitir por lo menos alegar.

Algunos emisores que se encuentren eventualmente en una situación de no pago, pueden ser ellos a su vez acreedores en otras relaciones contractuales. Igualmente algunos tenedores de valores de estos emisores en particular, pueden ser ellos mismos, instituciones o individuos, deudores en otras relaciones contractuales. Es evidente que cualquier solución que se busque al problema tiene que ser general.

En principio lo que es conveniente y bueno para una de las partes cuando tiene uno de los roles (ya sea acreedor o deudor) debe ser bueno o justo cuanto tenga el otro. Sería difícil justificar que se pida un trato especial en un caso cuando se es emisor-deudor y no se brinde dicho trato en el otro, cuando se es acreedor-tenedor. Pocas veces resulta más apropiado el hacer referencia a ponerse en los zapatos del otro, o en tratar a otros como nos gustaría o quisiéramos ser tratados.

No se soluciona de forma adecuada la situación excepcional que se vive trasladando un problema de una parte de los contratos a la otra, sin resolverlo.

Se debe considerar repartir los efectos de esta “mala suerte” (fuerza mayor) entre ambas partes contratantes.

Se puede ensayar como solución la “fórmula” que me explicaba mi padre, usaba su padre, de división de un dulce. Uno parte y el otro selecciona el pedazo. No puede quien parte, repartir.

Otra solución: Una parte le da a la otra el trato que ella aceptaría para si misma estando en la otra posición. Reitero en estos momentos muchos son, al mismo tiempo y en diferentes relaciones, tenedores- acreedores y emisores-deudores.

La solución no se logra vía la regulación del mercado de valores. La normativa que puede dar mayores luces, en casos extremos de incumplimiento total de las obligaciones del emisor, es la Ley 12 de jueves 19 de mayo de 2016 publicada en la Gaceta Oficial **28036-B** que establece el régimen de los procesos concursales de insolvencia y dicta otras disposiciones. Este régimen legal no aplica si el emisor de los valores es banco, de compañía de seguros o entidad con licencia expedida por el regulador de valores y sujeta a mecanismo especial de reorganización intervención o liquidación.

Con el Acuerdo 3-2020 se busca agilidad (hacer más expedito un trámite), para ciertos emisores en particular y por un tiempo especial, en un procedimiento establecido en Panamá hace ya 17 años.

Con la agilidad se sacrifica información/protección. Situación que vivimos en muchos otros campos (libertades individuales, movimiento, reunión) durante el estado de emergencia actual.