REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 03 - 25
De 23 de junio de 2025

Tema: Dentro de los límites de oferta y venta establecidos para calificar una oferta como una colocación privada, es decir, la limitación de no ofrecer valores a más de veinticinco personas, que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, ¿se computan las ofertas y ventas realizadas a inversionistas domiciliados fuera de Panamá?"

Solicitante: María Alejandra Cargiulo V.

Criterio del Solicitante:

"Atendiendo a la regulación aplicable a las ofertas de valores, nos permitimos resaltar las siguientes disposiciones de la Ley de Valores:

"Artículo 3. Objetivos de la Superintendencia. La Superintendencia tendrá como objetivo general la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas".

Como se desprende de este Artículo 3, la regulación reconoce que esta Superintendencia tiene la facultad de regular, supervisar y fiscalizar las actividades del mercado de valores que se realicen en o desde la República de Panamá. Sin embargo, este artículo no especifica qué se considera una actividad desarrollada en o desde la República de Panamá. Sin perjuicio de lo anterior, nos remitimos al Artículo 128, que define lo que se considera una oferta realizada en o desde Panamá:

"Artículo 128. Oferta pública. Deberán registrarse en la Superintendencia las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una persona afiliada a este o un oferente en la República de Panamá, a menos que estén exentas de dicho registro conforme a lo establecido en este Decreto Ley y sus reglamentos. ***Una oferta o venta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá, independientemente de que haya sido realizada desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Superintendencia determine lo contrario. La oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá, aunque haya sido realizada desde la República de Panamá.*** *La Superintendencia podrá, mediante acuerdo, determinar cuándo una oferta hecha por internet será considerada como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá" (el resaltado es nuestro).*

En virtud del artículo anterior, podemos concluir que las ofertas realizadas a inversionistas domiciliados en el territorio panameño son consideradas una actividad desarrollada en o desde Panamá. En cambio, no lo son aquellas ofertas realizadas a inversionistas domiciliados en el extranjero, aunque sean hechas en o desde la República de Panamá.

El Artículo 128 también establece la obligatoriedad de registrar todas las ofertas realizadas a inversionistas domiciliados en Panamá. No obstante, el Artículo 129 establece excepciones a esta obligación de registro, dentro de las cuales se incluyen las colocaciones privadas, definidas de la siguiente manera (sic)

"Artículo 129. Ofertas exentas. Están exentas de registro en la Superintendencia las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:
1..
2. (colocación privada) las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a este, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, ***a no más de veinticinco personas****, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia****, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas****, o cualquiera otra cantidad de*

personas que establezca la Superintendencia, dentro de un periodo de un año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí. La Superintendencia dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas para los fines de este numeral como la oferta de un mismo valor. La Superintendencia dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la Oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos mediante una colocación privada.
3…
4…
5…
6…" (el resaltado es nuestro).

Tomando en consideración las disposiciones planteadas anteriormente y debido a que esta clasificación es una exención a la obligación de registro, gatillada por la oferta a inversionistas domiciliados en Panamá, somos de la posición de que la limitación de oferta y venta establecida en el Artículo 129 solo aplica a aquellas ofertas y ventas realizadas a inversionistas domiciliados en la República de Panamá. Es decir que, dentro de la limitación de no ofrecer a más de veinticinco personas, que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, únicamente deben ser contabilizadas las ofertas y ventas realizadas a inversionistas domiciliados en Panamá.

En virtud de ello, consideramos que, un emisor podría caber dentro de la exención al registro si ofrece valores hasta 25 inversionistas domiciliados en Panamá, cuya venta resulte en un máximo de 10 inversionistas domiciliados en Panamá, aún si se ofrece y/o vende una cantidad mayor a inversionistas domiciliados en el extranjero, en la medida en que la oferta se mantenga siendo realizada de una manera que no implique medios públicos que conlleve a que la misma sea considerada una oferta pública de valores.

Dicho de otro modo, aunque un emisor ofrezca valores a más de 25 inversionistas domiciliados fuera de la República de Panamá y se realicen ventas a más de 10 inversionistas en el extranjero, dichas ofertas y ventas no se contabilizarán en el conteo para calificar la oferta como una "colocación privada" según la legislación panameña. Únicamente se considerarán en dicha contabilización las ofertas y/o ventas realizadas por el emisor a inversionistas domiciliados en Panamá.

En este sentido, siempre que la oferta no supere los 25 inversionistas domiciliados en Panamá y la venta no exceda los 10 inversionistas domiciliados en Panamá, no será necesario su registro, independientemente de la cantidad de inversionistas domiciliados en el extranjero a quienes se hayan ofrecido y vendido los mismos valores.

Sin embargo, dado que el numeral 2 del Artículo 129 no especifica claramente si la limitación de oferta y venta que establece para que una oferta califique como "colocación privada" se aplica únicamente a inversionistas domiciliados en Panamá o si también incluye a inversionistas domiciliados en otras partes del mundo, solicitamos amablemente a esta Superintendencia que confirme lo siguiente:

i. Dentro de los límites de oferta y venta establecidos para calificar una oferta como una colocación privada, es decir, la limitación de no ofrecer valores a más de veinticinco personas, que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, ¿se computan las ofertas y ventas realizadas a inversionistas domiciliados fuera de Panamá?"

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores:

Antes de entrar en el análisis de fondo de nuestra posición administrativa, consideramos relevante incorporar la normativa aplicable a la presente consulta (destacamos lo subrayado y resaltado a continuación):

1. **Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999**:

> *"**Artículo 3.** Objetivos de la Superintendencia. La Superintendencia tendrá como objetivo general la regulación, la supervisión y la fiscalización de las **actividades del mercado de valores** que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad jurídica de todos los participantes del mercado y*

garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas."

*"**Artículo 4.** Actividades del mercado de valores. Serán **actividades del mercado de valores** las siguientes:*

1. *El registro de valores y autorización de la oferta pública de valores.*
2. *La asesoría de inversión.*
3. *La intermediación de valores e instrumentos financieros.*
4. *La apertura y gestión de cuentas de inversión y de custodia.*
5. *La administración de sociedades de inversión.*
6. *La custodia y depósito de valores.*
7. *La administración de sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros.*
8. *La compensación y liquidación de valores e instrumentos financieros.*
9. *La calificación de riesgo.*
10. *El servicio de proveer precios sobre valores.*
11. *La autorregulación a que se refiere la Ley del Mercado de Valores.*
12. *El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de esta.*
13. *Las demás actividades previstas en la Ley del Mercado de Valores o que se determinen a través de otras leyes, siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público, que se efectúen mediante valores o instrumentos financieros.*

Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en este artículo, en Panamá o desde ella, estarán sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores.

No quedarán sujetos a la fiscalización de esta entidad los bancos (excepto cuando sean casas de valores), las empresas financieras, además de las entidades y personas naturales o jurídicas que la ley exceptúe expresamente."

*"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*

1. *...*

...

20. ***Domicilio**. Lugar donde una persona ejerce habitualmente un empleo, profesión, oficio o industria o donde tiene su principal establecimiento. El domicilio de las personas jurídicas está en las oficinas, lugar donde tienen su dirección o administración, y el lugar donde se encuentre una sucursal o agencia con respecto a los actos o contratos de dicha sucursal o agencia.*

...

42. ***Oferta**. Declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contra el pago de una contraprestación. Dicha expresión no incluye negociaciones preliminares entre un emisor o una afiliada de este con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública.*
43. *Oferta de compra. Declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de adquirir valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de venta contra el pago de una contraprestación."*

*"**Artículo 115.** Registro obligatorio. Deberán registrarse en la Superintendencia los siguientes valores:*

1. *Los valores que sean objeto de una **oferta pública** que requiera autorización de la Superintendencia según el Título V de este Decreto Ley y sus reglamentos.*

..."

"Título V
Oferta Pública de Valores

***Artículo 128. Oferta pública**. Deberán registrarse en la Superintendencia las **ofertas o ventas públicas de valores** que haga un emisor o una persona afiliada a este o un oferente en la República de Panamá, **a menos que estén exentas de dicho registro con arreglo a lo establecido en este Decreto Ley y sus reglamentos**.*

Una oferta o venta hecha a personas ***domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá*** *independientemente de que hubiese sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Superintendencia determine lo contrario. La oferta o venta hecha a personas* ***domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá****, aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá. La Superintendencia podrá mediante acuerdo determinar cuándo una oferta hecha en internet deberá ser entendida como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá.*

Artículo 129. *Ofertas exentas. Están exentas de registro en la Superintendencia las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:*
1...
2. (colocación privada) ***las ofertas de valores*** *que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a este, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto,* ***a no más de veinticinco personas****, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia,* ***y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas****, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia,* ***dentro de un periodo de un año****. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí. La Superintendencia dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas para los fines de este numeral como la oferta de un mismo valor. La Superintendencia dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos mediante una colocación privada.*
...”

En cuanto a las reglas de interpretación y aplicación de la Ley, el artículo 10 de nuestro Código Civil establece que **las palabras de la ley** se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras; pero **cuando el legislador las haya definido expresamente para ciertas materias, se les dará a estos casos su significado legal**.

En ese orden de ideas, es importante tener presente que, para los efectos de interpretar y aplicar las normas que configuran el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, el legislador ha desarrollado el alcance de ciertas palabras y ha definido particularmente términos, por lo que **ese alcance y significado legal es el que debe tomarse en cuenta**, más aún para el análisis y adopción de opiniones vinculantes y de aplicación general por parte la Superintendencia del Mercado de Valores, cuando el artículo 19 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 dispone que dichas opiniones comprenden la posición administrativa en cuanto a la **aplicación** de una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores a un caso en particular.

Es así que, a partir de lo dispuesto en el artículo 4 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, tenemos que las “**actividades del mercado de valores**” comprenden **el registro de valores y autorización de la oferta pública de valores**, así como el resto de servicios o actividades que en dicho artículo se enumeran, aunque es relevante tomar en consideración que ese listado no es exhaustivo, visto que en el último numeral se contemplan las demás actividades a) previstas en la Ley del Mercado de Valores **o** b) que se determinen a través de otras leyes, **siempre que** constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de **recursos captados del público, que se efectúen mediante valores o instrumentos financieros**. Por lo tanto, se desprende de los artículos 3, 4, 255, 264 y 329 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 que las personas que realicen cualquiera de las “actividades del mercado de valores” en Panamá o desde ella, estarán sujetas al régimen de regulación, supervisión y fiscalización de la Superintendencia del Mercado de Valores, es decir, dentro de su competencia.

De las normas citadas en el párrafo anterior se desprende también el régimen de autorizaciones para la realización de las actividades del mercado de valores en o desde Panamá, bajo la modalidad de registro o licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, que no son más que actos administrativos a través de los cuales se **habilita el ejercicio** de un derecho preexistente del particular en la norma legal, el cual estaba restringido porque pudiera afectar la seguridad o la economía del país y solo cuando se satisfacen determinados requisitos que dejan a salvo tales intereses, entonces la Administración Pública permite el ejercicio de aquel derecho previo (Fraga, 2000, p. 236)[1]. Esto justamente guarda relación con la naturaleza jurídica del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, en sí, la tutela de un interés colectivo y general, dado que el Estado Panameño, por intermedio de la Superintendencia del Mercado de Valores, busca prevenir, controlar, prohibir e intervenir en aquellas

[1] Fraga, G. (2000). Derecho Administrativo. (40ª ed.). Editorial Porrúa.

prácticas que atenten contra los derechos de los inversionistas e intereses de terceros y que afecten la confianza, estabilidad y eficiencia del mercado de valores.

Al respecto, Recalde Castells (2009, p. 25) nos dice:

> *"Los mercados financieros constituyen un importantísimo instrumento para financiar grandes empresas. Las normas que se ocupan de regularlos se justifican como el instrumento que garantiza su eficiencia. El funcionamiento de cualquier mercado requiere necesariamente del apoyo del Derecho. Pero esta necesidad es mayor en el caso de los mercados financieros dada la complejidad de los productos que en ellos se negocian. Los inversores sólo confiarán en ellos si hay normas que garanticen su eficiencia y que efectivamente se apliquen."*[2]

Para efectos nuestra legislación, la actividad del mercado de valores comprensiva del **registro de valores** ante la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como hemos adelantado, es, en principio, **la autorización** de parte de esta Autoridad Administrativa **para la oferta pública de dichos valores**, pero es necesario, para una mayor comprensión de su alcance, adentrarnos a los artículos que regulan puntualmente esta actividad, en sí: el artículo 115, numeral 1, del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y su Título V, particularmente el artículo 128.

El artículo 115, numeral 1, del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 determina que deberán registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de esta Autoridad Administrativa **según el Título V del referido Decreto Ley y sus reglamentos**. Esto nos lleva, por remisión de la norma legal, al Título V, cuyo artículo 128 determina expresamente que deberán registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una persona afiliada a este o un oferente **en la República de Panamá**, a menos que estén exentas de dicho registro con arreglo a lo establecido en el citado Decreto Ley y sus reglamentos. Las ofertas exentas de registro están contempladas en el posterior artículo 129, cuyo numeral 2 (colocación privada) analizaremos más adelante.

La interconexión de las normas legales[3] citadas anteriormente, permite el entendimiento de que el deber de registro de valores ante la Superintendencia del Mercado de Valores tiene el propósito y ámbito de autorizar la "**oferta**" "**pública**" de dichos valores "**en la República de Panamá**". En otras palabras, para registro de estos valores es necesario cuando se configuren tales supuestos. Acto seguido, es relevante analizar el sentido de estas palabras.

El término "**público**" no es definido en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, circunstancia que ha sido reconocida, analizada y registrada la posición administrativa por este Regulador desde la Opinión No. 6-2001 de 1 de noviembre de 2001 (reiterada en la Opinión No. 4-2006 de 4 de abril de 2006), donde se ha indicado lo siguiente:

> *"Esto nos conduce a la parte medular de la consulta, a saber, qué significa en el contexto de la regulación de valores el término "público" cuando se refiere a una oferta y más específicamente, si la caracterización de colocación privada que aparece en el numeral 2 del Artículo 83 (oferta a no más de 25, ventas a no más de 10 en 1 año) implica que toda aquella actuación de ofrecer que no encaje en estos parámetros cuantitativos, deviene necesariamente en un ofrecimiento público.*
>
> *El Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, no conceptúa en el Artículo 1 de Definiciones ni a lo largo de sus 285 Artículos, el concepto de "público", ni de "oferta pública". El Diccionario de la Lengua Española de la Real Academia Española, se refiere al concepto de público, en su primera acepción, como: "Notorio, patente, manifiesto, visto o sabido por todos".*
>
> *Es innegable que, a falta de otros elementos en la regulación, los términos que definen la colocación privada constituyen –por oposición- una referencia en la determinación de cuándo un ofrecimiento es hecho al público. No obstante, esta Comisión no considera que ésta sea, ni deba ser, la única a fin de considerar cuándo una oferta es pública. Interpretamos precisamente que el silencio que guarda la Ley al respecto, es indicativo de las grandes dificultades y potenciales incongruencias que podrían resultar de una sola definición que no necesariamente sería realista y práctica en todos los casos y que no*

[2] Recalde Castells, A. J. (2009). La pretendida delimitación "objetiva" de derecho del mercado de valores: desde el "valor negociable", pasando por el "instrumento financiero", hasta la unificación de la supervisión financiera en G. Cabanellas de las Cuevas (Dir.) & G. de Reina Tartière (Coord.), Mercado de Capitales (1ª ed.). Editorial Heliasta.

[3] En ese sentido, destaca el principio de unidad del ordenamiento jurídico, según el cual el orden jurídico debe interpretarse como un todo, como un sistema interconectado y no aplicar aisladamente las normas, tal como nos indica Rendón Huerta Barrera (2016, p. 116), en el artículo "Los borderline cases y la única solución justa en el derecho administrativo", para la Revista Ciencia Jurídica y Política, 2(3), Nicaragua: ECJP.

atendería a los propósitos que favorece la Ley. Esta tendencia a no definir el concepto es igualmente observada en la regulación norteamericana, sistema en que la labor judicial – en una base casuística- ha jugado un importante rol en la construcción del concepto.

…La calificación de una oferta como pública requiere necesariamente la consideración de todos los hechos, factores y circunstancias que la rodean. Una oferta de venta de valores es pública cuando, entre otras cosas, se dirija o manifieste por medios o canales de comunicación a un público indeterminado, …"

En atención a lo anterior, tenemos que una oferta de valores es "**pública**" **cuando se dirige a un número indeterminado de personas y se realiza de forma abierta**, en lugar de restringir o limitar su conocimiento y alcance a un grupo cerrado y concreto de inversionistas (aspecto cuantitativo), donde influye, además, **el uso de medios de comunicación masiva o de difusión** (aspecto cualitativo), tanto los tradicionales (televisión, prensa escrita, radio, publicidad exterior, etc.) como los digitales (internet y redes sociales), dado que la información o contenido que en ellos se transmite o publica llega a una audiencia amplia y diversa, es accesible y está disponible al público en general.

Para el término "**oferta**", debe tomarse en cuenta el alcance y significado legal contemplado en el artículo 49, numeral 42, del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, es decir, lo sucesivo:

"Declaración, propuesta o manifestación que se haga con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores contra el pago de una contraprestación, así como toda solicitud dirigida a inducir a una persona a hacer una oferta de compra de valores contra el pago de una contraprestación. Dicha expresión no incluye negociaciones preliminares entre un emisor o una afiliada de este con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública."

En esa línea, tal como indica la solicitante de la presente posición administrativa, en el comentado artículo 128 del Texto Único el legislador también ha contemplado cuándo una oferta de valores debe entenderse realizada "**en la República de Panamá**", condicionándolo a lo siguiente:

- La oferta o venta hecha **a personas "domiciliadas" en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá** independientemente de que hubiese sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Superintendencia determine lo contrario.
- La oferta o venta hecha **a personas "domiciliadas" fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá**, aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá.
- La Superintendencia podrá mediante acuerdo determinar cuándo una oferta hecha en internet deberá ser entendida como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá.

Por último, el término "**domicilio**" debe entenderse de conformidad con el alcance y significado legal contemplado en el artículo 49, numeral 20, del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, que a continuación transcribimos:

"Lugar donde una persona ejerce habitualmente un empleo, profesión, oficio o industria o donde tiene su principal establecimiento. El domicilio de las personas jurídicas está en las oficinas, lugar donde tienen su dirección o administración, y el lugar donde se encuentre una sucursal o agencia con respecto a los actos o contratos de dicha sucursal o agencia."

Importa el alcance y significado legal que se la han dado a las palabras "domicilio" y "oferta de valores realizada en la República de Panamá", para los propósitos de registro de los valores en la Superintendencia del Mercado de Valores y su autorización para oferta pública, tema que ha sido abordado en la Opinión No. 03-2002 de 7 de junio de 2002 (reiterada en la Opinión No. 9-2003 de 10 de diciembre de 2003), donde básicamente se ha indicado que una oferta pública de valores efectuada o dirigida a personas domiciliadas en Panamá requiere registro ante esta Autoridad Administrativa, con independencia si la oferta es efectuada en, desde o fuera de Panamá. Por el contrario, si la oferta pública de valores se realiza a personas no domiciliadas en Panamá, pese a que haya sido efectuada en o desde Panamá, no requiere registro ante este Regulador.

Ahora bien, es imperativo que el alcance y significado legal de las mismas palabras ("domicilio" y "oferta de valores realizada en la República de Panamá") sea interpretado para la "**colocación privada**", una de las ofertas exenta de registro ante este Regulador, contemplada en el numeral 2 del artículo 129 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y tema medular de la presente solicitud de posición administrativa, **cuando el artículo 128 (oferta pública) del mismo Texto Único es remisorio del catálogo de las ofertas de valores exentas de registro**.

La colocación privada, de acuerdo a nuestra legislación, consiste en la "oferta de valores" que haya sido hecha por un emisor o por una persona afiliada a este, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, **a no más de 25 personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, y que juntas resulten en la venta de dichos valores **a no más de 10 personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, dentro del periodo de 1 año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí.

A la fecha, ciertamente la Superintendencia del Mercado de Valores no ha adoptado un Acuerdo que reglamente una cantidad distinta del grupo cerrado y concreto de personas a las que se dirija la oferta; sin embargo, importa tener presente que en las referidas Opiniones No. 6-2001 y No. 4-2006 se ha mencionado que es innegable que, a falta de otros elementos en la regulación, la **colocación privada** constituye −por oposición− **una referencia** de cuándo una **oferta es pública**, haciendo la salvedad de que el aspecto cuantitativo de la primera (colocación privada) no define la segunda (oferta pública), sino que en esta última se requiere necesariamente tomar en consideración, además, los hechos, factores y circunstancias que rodean una oferta pública (aspecto cualitativo), como es el caso del uso de medios de comunicación masiva o de difusión.

Con esto queremos aterrizar en el hecho de que, si el legislador ha previsto precisar "en la República de Panamá" la oferta pública de valores, para los efectos de autorización y registro ante la Superintendencia del Mercado de Valores, es natural que la colocación privada de valores también deba darse "en la República de Panamá", para los efectos de exención de autorización y registro por parte de este Regulador, **en mérito de lo cual consideramos aplicable al aspecto cuantitativo** (la cantidad de personas) contemplado en esta última (la colocación privada), **las condiciones para que la oferta se entienda realizada "en la República de Panamá"**, anteriormente descritas y previstas en el artículo 128 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

En mérito de lo expuesto, para los propósitos de la oferta de valores realizada "en la República de Panamá" bajo la modalidad de colocación privada, debe entenderse que la cantidad de personas contempladas **actualmente** en el numeral 2 del artículo 129 del referido Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, −entiéndase: a quienes se dirige la oferta (no más de 25 personas) y respecto de los cuales resulte la venta de los valores (no más de 10 personas) dentro del periodo de 1 año−, **se refiere a personas "domiciliadas" "en la República de Panamá"**.

En conclusión, y remitiéndonos al contexto del caso presentado por la solicitante de la posición administrativa, debemos indicar que, en los parámetros de oferta y venta establecidos para calificar una oferta como una colocación privada **realizada en la República de Panamá**, −esto es: la limitación de no ofrecer valores a más de 25 personas, que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de 10 personas, dentro del periodo de 1 año−, **se contabilizan las ofertas y ventas realizadas a personas domiciliadas en la República de Panamá**. Por el contrario, en esta modalidad de oferta exenta de registro ante la Superintendencia del Mercado de Valores, no se contabilizan las ofertas y ventas hechas a personas no domiciliadas en la República de Panamá, tomando en consideración que el artículo 128 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 determina que una oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá, aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá.

La posición administrativa antes plasmada se da sin perjuicio de que, al momento en que se realice la colocación privada en la República de Panamá, no se utilicen medios de comunicación masiva o de difusión que, de una forma y otra, permitan que la información o contenido de la oferta se transmita o publique o sea accesible y está disponible al público en general, por cuanto que precisamente este el aspecto cualitativo que, en un momento dado, tomará en cuenta la Superintendencia del Mercado de Valores para considerar que la oferta de valores es pública y, por lo tanto, deba registrarse ante este Regulador.

Fundamento legal: artículo 14, numeral 18, y artículos 19 y 20 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

(fdo.)
Maruquel Murgas de González
Superintendente

/aatencio/caev /D.Jurídica