REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

Opinión No. 6-2001
(De 1 de noviembre de 2001)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores que exprese su posición administrativa respecto de la interpretación del término "en forma pública" cuando se refiere a la oferta de compra de acciones y aplicación de las disposiciones del Decreto Ley 1 de 1999 a ofertas que no sean hechas en forma pública.

Solicitante de la Opinión: MORGAN & MORGAN (abogado Rómulo Roux).

El solicitante plantea la siguiente situación:

> "...
> Específicamente solicitamos a la Comisión Nacional de Valores que emita opinión sobre el significado o aplicación de la frase "que en forma pública", la cual aparece resaltada en el texto antes citado[1].
> Si bien es cierto que el Artículo 94 establece los parámetros aplicables una vez se lanza una Oferta Pública de Compra de Acciones, el mismo no establece en forma expresa qué constituye una oferta de compra hecha "en forma pública". Visto lo anterior, se hace necesaria una interpretación en base al contenido del Decreto Ley 1 de 1999 y precedentes en la materia. Para conocer el significado de lo que es una oferta de compra hecha "en forma pública", consideramos necesario referirnos a lo establecido en el Artículo 83, numeral 2 del Título VI del citado Decreto Ley, que establece lo siguiente al referirse a ofertas exentas de registro..."

Criterio del solicitante:

> "Para que una oferta de compra de acciones se dé "en forma pública" y por ende esté sujeta a las disposiciones del Título VIII del Decreto Ley 1 de 1999, es necesario que la misma se haga a más de veinticinco personas o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión y que juntas resulten en la venta de dichos valores a más de diez personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, dentro de un período de un año, independientemente de que se adquiera el veinticinco por ciento del capital emitido y en circulación de un emisor o una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del cincuenta por ciento del capital emitido y en circulación de dicho emisor.
>
> El hecho de que las compras antes citadas, siempre que no sean hechas a más de diez personas y no resulten de ofertas de compra hechas a más de veinticinco personas se realicen a través de una venta cruzada en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., no afecta la opinión de que la oferta no fue hecha **en forma pública. "**

Posición de la Comisión Nacional de Valores:

El Artículo 83 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, ubicado dentro del Título VI denominado De la Oferta Pública de Valores, dispone que están exentas de registro en la Comisión las siguientes ofertas, ventas y transacciones de valores:

(1) ....
(2) (colocación privada): las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada de éste o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto a no más de veinticinco personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas, o cualquier otra cantidad de personas que establezca la Comisión, dentro de un período 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 Comisión dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas para los fines de este párrafo como la oferta de un mismo valor. La Comisión 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) ...

A partir del hecho de que la norma antes transcrita se encuentra dentro del Título denominado "Oferta Pública de Valores", se desprende que la misma se refiere a la oferta de **venta**, es decir, al ofrecimiento que se hace al público invitando a éste a la adquisición de un valor determinado.

---

[1] El solicitante transcribió en su consulta el texto del Artículo 94 del Decreto Ley 1 de 1999.

Por su parte, el Artículo 94 del Decreto Ley 1 de 1999, ubicado dentro del Título VIII denominado De la Oferta Pública de **Compra** de Acciones, preceptúa que "toda persona, incluyendo al emisor, que en forma pública haga en la República de Panamá una oferta de compra de acciones registradas de un emisor por veinticinco por ciento o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del cincuenta por ciento del capital emitido y en circulación de dicho emisor, deberá notificar a la Comisión y cumplir con las disposiciones del presente Título y con los acuerdos que dicte la Comisión sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, sobre la información que deba ser divulgada en dichos documentos y sobre la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes."

Los 10 artículos contenidos dentro del Título VIII antes referido, en concordancia con el Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001, regulan de manera especial la figura denominada "Oferta Pública de Compra de Acciones", desarrollando oportunidad, formalidades, documentos y otras obligaciones que recaen en el oferente, cuando de conformidad con el artículo 94 antes citado se requiera la notificación de una Oferta Pública de **Compra** de Acciones a la Comisión.

La referida norma, enuncia las circunstancias específicas dentro de las cuales se haría obligatoria la notificación de una Oferta Pública de Compra de Acciones, es decir, consagra el ámbito de aplicación especial que se le atribuye a dicho mecanismo, en el cual destacan como presupuestos:

1. Que exista una persona (cualquier persona, natural o jurídica, incluyendo al emisor) que haga un ofrecimiento;
2. Que este ofrecimiento sea manifestado en **forma pública;**
3. Que el ofrecimiento sea para adquirir: i) 25% o más del capital emitido y en circulación del emisor, u ii) otra cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del 50% por ciento del capital emitido y en circulación del emisor.

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" . [2]

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 que precisamente 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 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.

En virtud de lo anterior, no coincidimos con el criterio del solicitante en el sentido de que una Oferta de Compra de Acciones es pública cuando se haga a más de veinticinco personas y que resulten en la venta a más de diez personas, dentro de un período de un año. Esto caracterizaría y definiría a la oferta pública como una cuestión definida por números únicamente, cuando ello no es así. 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, lo cual no es necesariamente cierto cuando se trata de una oferta pública de **compra** de acciones, dirigida a un grupo determinado –o determinable- de personas, quienes son los accionistas de una sociedad registrada.

Finalmente y en cuanto al tema de que una operación de compra y venta de valores que obedezca a un acuerdo privado entre vendedor y un comprador se haga a través de una "venta cruzada" a través de una Bolsa autorizada para operar en la República de Panamá, podemos señalar lo siguiente:

---

[2] Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, Madrid, Vigésima Primera Edición, 1992.

En una Bolsa de Valores únicamente pueden estar admitidos a negociación valores registrados en la Comisión, lo que ya le confiere un carácter "público". Así, un valor público puede ser negociado en forma "no pública" pero un valor "privado" (o sea, no registrado ni admitido a negociación) no puede transado en un mercado público porque no satisface los antecedentes de información que el mercado le exigiría.

Las consideraciones que anteceden a la decisión de vender o a la decisión de comprar un valor –cuando es un valor registrado y admitido a negociación.- no guardan relación con este carácter público que tienen todas las operaciones que se dan a través de un mercado organizado, como es la Bolsa. En cuanto una orden de comprar o una orden de vender son comunicadas al sistema de negociación electrónico que actualmente existe en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., la transacción es pública y por ende, abierta y expuesta. Ello la hace susceptible de que otros compradores o vendedores puedan presentar mejores ofertas dentro de este mercado público organizado y lograr los mejores términos posibles para las partes, que es precisamente, el objetivo más importante que deben tener organizaciones de esta naturaleza.

Fundamento Legal: **A**rtículos 83 y 94 del Decreto Ley 1 de 1999, Acuerdo No. 7-2001 de 4 de abril de 2001.

Dado en la ciudad de Panamá, al primer (1) día del mes de noviembre de 2001.

Fdo.

Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente

Fdo.

Ellis V. Cano P.
Comisionado Vicepresidente

Fdo.

Roberto Brenes P.
Comisionado