REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 04 -2011

(De 28 de marzo de 2011)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa respecto a si adquiere carácter de oferta pública la emisión de acciones ordinarias o preferentes por parte de un emisor con destino a sus clientes y empleados, siendo la oferta indeterminada?

Solicitante: Licenciada Nadiuska López de Abood, abogada en ejercicio, Firma Adames, Duran & Alfaro.

Objeto de la Consulta:

La presente consulta se enmarca en la solicitud de Opinión Administrativa de la Comisión Nacional de Valores sobre lo siguiente:

"¿Adquiere carácter de oferta pública la emisión de acciones ordinarias o preferentes por parte de un emisor con destino a sus clientes y empleados, siendo la oferta indeterminada?

Las particularidades de la emisión sujeta a análisis son las siguientes:

1. Una sociedad financiera debidamente regulada por el Ministerio de Comercio e Industrias de Panamá, para los efectos de esta consulta denominada "ABC Corp.", ha sido constituida por una (1) sociedad cooperativista y una (1) sociedad extranjera no registrada en Panamá;
2. El pacto social de ABC CORP establece que del total de acciones ordinarias destinará un 15% para clientes y un 5% para empleados;
3. La participación accionaria de clientes y empleados se contempla para aquellos clientes que cumplan con el pago de sus obligaciones de acuerdo al plan de amortización y no tengan ninguna mora durante el plazo del préstamo, y para los empleados que tengan más de 2 años en la empresa y su evaluación de desempeño se ubiquen en un nivel alto de eficiencia y productividad;
4. Las acciones de ABC CORP en la actualidad no son objeto de oferta pública;
5. Para los clientes, estas acciones estarán conformadas por una devolución de intereses que van hasta el 10% para aquellos socios cumplidos y un bono que puede llegar hasta 30% de ese valor;
6. Para los empleados con un descuento por nómina debidamente autorizado que no supere el 5% de su salario como máximo, caso en el cual ABC CORP dará un bono adicional por el mismo valor;
7. Las acciones que emitirá ABC CORP a favor de sus clientes, están circunscritas a varias condiciones:
a. Que hayan tenido crédito
b. Que los clientes hayan cumplido con el plan de pagos exactamente como fue acordado.
c. Si se dan las condiciones anteriores, ABC CORP devolverá un porcentaje de los intereses pagados que puede ser hasta un 10%. Si quiere hacerse merecedor de ese estímulo, al menos el 25% del valor a devolver será devuelto en acciones de ABC CORP, buscando que sea siempre el 100% del valor a devolver.
8. Tanto los clientes como los empleados deben formar una cooperativa de ahorro y es esta cooperativa la que comprará las acciones. Ante el mercado la cooperativa es

49

la que aparece como titular de las acciones y esta posición equivale a los aportes sociales que los clientes y empleados tienen en la cooperativa."

Criterio del solicitante:

Iniciamos nuestro análisis citando el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 (en adelante el "Decreto Ley") en cuanto a la determinación de los términos "oferta" y "valor".

> ***"Oferta** es toda 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 éste con oferentes ni negociaciones preliminares entre oferentes con miras a una oferta pública. (El resaltado es propio)*
>
> ***"Valor** es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor. Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:*
> *(1) Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por bancos a sus clientes como parte de los servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, tales como certificados de depósito no negociables. Esta excepción no incluye las aceptaciones bancarias negociables ni los valores comerciales negociables emitidos por instituciones bancarias.*
> *(2) Pólizas de seguro, certificados de capitalización y obligaciones similares emitidas por compañías de seguros.*
> *(3) Cualesquiera otros instrumentos, títulos o derechos que la Comisión haya determinado que no constituyen un valor."*

En cuanto a la obligatoriedad de registro, el artículo 69 del Decreto Ley especifica que valores son susceptibles del registro ante la Comisión Nacional de Valores (en adelante "CNV"), siendo aquellos:

> *(1) Los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión según el Título VI de este Decreto-Ley y sus reglamentos.*
> *(2) Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá que, el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo).*
> *(3) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.*

Dentro del texto del mismo artículo 69 encontramos la primera excepción a la obligatoriedad de registro, ya que aquellos emisores que cuenten con más de cincuenta accionista en el último día de su año fiscal podrán permanecer como una sociedad no registrada siempre y cuando accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueben continuar como una entidad no registrda y dicha aprobación sea remitida a la CNV.

3. Es sujeto de registro obligatorio en la CNV aquellas ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o un apersonas afiliada a éste en la República de Panamá.

4. El artículo 83 del Decreto Ley establece exenciones a la obligación de registro de una oferta de valores, siendo útiles al caso in commento los numerales 2, 4 y 5, los cuales son del siguiente tenor:

> *Están exentas de registro en la Comisión las siguientes ofertas, ventas y transacciones*

en valores:

(2) (colocación privada) las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a 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.
(...)

(4) (traspasos corporativos) dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista, la oferta, la venta, la distribución, el traspaso y el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor por razón de:
(a) una oferta de acciones para aumentar el capital del emisor, la cual se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor;
(b) la declaración de dividendos en acciones u otros valores del emisor;
(c) la reorganización, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho emisor; o
(d) el ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados por el emisor.
(5) (empleados) la oferta y la venta de valores que haga un emisor exclusivamente a sus empleados, sus directores o sus dignatarios, o a los empleados, a los directores o a los dignatarios de empresas afiliadas, dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista.

De lo anterior, colegimos lo siguiente:

1. La oferta que ABC CORP pretende hacer a sus empleados no está sujeta al requisito de registro obligatorio contemplado en el artículo 69 del Decreto Ley, toda vez que el artículo 83 exceptúa expresamente la oferta y venta de valores que haga un emisor a sus empleados.
2. En cuanto a la oferta que ABC CORP pretende hacer a sus clientes, es menester recalcar que para que exista oferta pública debe existir una contraprestación. De los términos en que vino dada la consulta, somos de la opinión que en la medida que los clientes puedan decidir cuánto de la devolución de los intereses pagados reciben en dinero y cuanto en acciones de ABC CORP, existe contraprestación y, por ende, el requisito de registro de la oferta sería aplicable.
3. No obstante lo anterior, somos del criterio que al adicionar al escenario planteado el hecho de que las acciones de ABC CORP no serán entregadas ni a clientes ni a empleados, sino que éstos conformarán una cooperativa de ahorro para que sea dicha cooperativa la tenedora de las acciones de ABC CORP, no se configura oferta pública y, por ende, no hay obligatoriedad de registro de las acciones de ABC CORP ante la CNV."

Posición de la Comisión.

Empezaremos por indicar que el término "público" u "oferta pública", no viene definido en el ordenamiento jurídico que rige el mercado de valores. Sin embargo, la Comisión Nacional de Valores ya ha sentado su posición administrativa en cuanto a este tema por medio de Opinión No. 6-2001, de la cual citamos a continuación:

"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 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."*

Teniendo claro lo que establece la Opinión citada, vemos que es necesario analizar los elementos que se plantean en la consulta efectuada para determinar si las mismas constituyen una oferta pública y por ende si estarían sujetas a registro ante esta Entidad.

Se trata de una empresa que para efectos de la consulta se ha denominado ABC Corp., la cual contempla en su pacto social que del total de sus acciones ordinarias, destinará un 15% para clientes y un 5% para empleados.

Las acciones como es bien sabido, son consideradas valor para la legislación bursátil panameña. Así lo define el Decreto Ley 1 de 1999, en su artículo 1 que indica:

"Artículo1*. Definiciones.*
Para los propósitos de este Decreto-Ley, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones:
Valor es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, ***acción*** *(incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor.(El resaltado es nuestro)*
..."

El ofrecimiento de acciones esta regido en el Decreto Ley 1 de 1999, por lo que establecen los Títulos V y VI de dicha normativa, que indican las situaciones en que un registro es obligatorio, hacen referencia a la oferta pública y a las ofertas exentas de registro, lo cual para efectos de la consulta es necesario en este momento proceder a citar.

El artículo 69 del Decreto Ley 1 de 1999, hace referencia al tema de registro obligatorio en los siguientes términos:

"Artículo 69: Registro obligatorio
Deberán registrarse en la Comisión los siguientes valores:
(1) Los valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Comisión según el Título VI de este Decreto-Ley y sus reglamentos.

(2) Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá que, el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de éste, para los efectos de dicho cálculo).

(3) Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.

El registro a que hace referencia el numeral 2 anterior no será obligatorio si accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada bajo este Decreto-Ley. Copia de dicha aprobación deberá ser remitida a la Comisión.
La Comisión podrá aumentar la cantidad de propietarios efectivos y el requisito de capital a que se refieren el numeral dos anterior y el numeral uno del artículo 81 de este Decreto-Ley. La Comisión podrá, además, mediante acuerdo, establecer excepciones en cuanto al registro
a que se refiere el numeral dos del presente artículo."

El artículo 82, del Decreto Ley de Valores, que da inicio al título VI, establece que deben registrarse en la Comisión, *las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una personas afiliada a éste o un oferente en la República de Panamá a menos que este exento*. Amplía el artículo indicando, que *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 Comisión determine lo contrario*.

Así mismo, debemos citar lo que establece el artículo 83 en cuanto a que ofertas se consideran exentas de registro ante esta Entidad:

"Artículo 83: Ofertas exentas
Están exentas de registro en la Comisión las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:
(1) (valores exentos) la oferta y venta de:
(a)(valores del Estado) valores emitidos o garantizados por el Estado.
(b)(organismos internacionales) valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado.
(c)(otros) cualesquiera otros valores que la Comisión mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que ésta dicte para la protección del público inversionista.
(2) (colocación privada) las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a 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) (inversionistas institucionales) la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales que, debido a su experiencia en los mercados de valores, según lo determine la Comisión, tengan los conocimientos y la capacidad financiera para evaluar y asumir los riesgos de invertir valores sin necesitar la protección del presente Decreto-Ley. 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 por inversionistas institucionales. Mientras la Comisión no dicte normas que regulen la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales, no se podrán hacer ofertas públicas de valores no registrados, a base de esta excepción.

(4) (traspasos corporativos) dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista, la oferta, la venta, la distribución, el traspaso y el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor por razón de:
(a) una oferta de acciones para aumentar el capital del emisor, la cual se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor;
(b) la declaración de dividendos en acciones u otros valores del emisor;
(c) la reorganización, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho emisor; o
(d) el ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados por el emisor.
(5) (empleados) la oferta y la venta de valores que haga un emisor exclusivamente a sus empleados, sus directores o sus dignatarios, o a los empleados, a los directores o a los dignatarios de empresas afiliadas, dentro de los parámetros establecidos por la Comisión para la protección del público inversionista.
(6) (otras) cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Comisión mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que ésta dicte para la protección del público inversionista."

Teniendo claro los presupuestos legales citados en párrafos anteriores, debemos empezar por indicar que tal cual ha señalado la que consulta, la oferta hecha a empleados no se considera oferta pública y por tanto no esta sujeta a registro, por estar exenta del mismo tal cual taxativamente lo establece el numeral 5, artículo 83 de nuestra normativa.

Nos avocaremos entonces a analizar el tema de la oferta que se pretende efectuar a los clientes.

En la consulta no se ha indicado a cuantos clientes se realizaría la oferta, por lo que para ir descartando situaciones, empezaremos por las excepciones que le aplicarían.

Le indicamos al solicitante que si se trata de ofrecer acciones a no más de veinticinco clientes, de cuyo ofrecimiento resulte la venta a no más de diez, estaríamos en el supuesto de una colocación privada y por lo tanto exenta de registro ante esta Autoridad.

También a manera de excepción le señalamos, que si del ofrecimiento que efectúen, accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada, no será obligatorio su registro.

Establecido que las acciones son valores y que esta salvo las excepciones expuestas, deben ser registradas, corresponde ver el elemento relacionado a lo clientes.

La caracterización de un público específico al cual va dirigida la oferta, como en el caso actual lo es a los clientes, es un elemento que no escapa a la normativa vigente. El acuerdo 2-2010 que rige el registro de oferta, prevé en el artículo 7, sección VI denominada Descripción de la Oferta, Literal B, denominado Plan de Distribución, numerales 3 y 4 la posibilidad de ofrecer la oferta a inversionistas con un perfil específico o incluso la situación de si parte de los valores de una misma clase serán asignados para su colocación en cualquier grupo de inversionistas específicos.

El haber contemplado lo anterior conlleva a que el hecho de que se dirija la oferta a un público específico, como lo son los clientes de una empresa, no representa una limitante para que la misma se considere pública y por ende deba ser registrada ante esta Institución. Por lo que una oferta que se haga dirigida a un grupo de inversionistas específico como en el presente caso, es en principio considerada una oferta pública y sujeta a registro ante la CNV.

Esto es así, aunque se establezcan las condiciones de ser clientes que hayan tenido crédito y que hayan cumplido con el plan de pagos exactamente como fue acordado, pues esto elementos solo serían otra particularidad del público al cual va dirigida la oferta.

En cuanto a la contraprestación, coincidimos con lo planteado por la solicitante.

Vemos que lo que se exige a los clientes para tener derecho a las acciones, es una condición que nos suponemos se pactará contractualmente y que se traduce en un incentivo, por el cual aquellos clientes que hayan tenido crédito y efectuado un cumplimiento de pagos apegado al plan establecido se les efectuara una devolución de un porcentaje de los intereses pagados que puede ser hasta de un 10%, porcentaje del cual al menos el 25% de dicho valor a devolver será en acciones de ABC Corp., buscando que sea siempre el 100% del valor a devolver.

La contraprestación esta dada con el comportamiento del cliente ajustado a los criterios establecidos por el cual tendrá derecho a una devolución de intereses representado en dinero del cual él decidirá cuanto de éste invertirá en valores siendo que la cantidad invertida no podrá ser inferior a 25%.

Por los elementos que componen el esquema que ha esbozado la solicitante, se configuran los presupuestos para que se considere que lo planteado representa una oferta pública. El hecho de que una empresa emita acciones, para realizar una oferta, entendida esta como una *declaración, propuesta o manifestación que se hace con el objeto de vender, traspasar o enajenar valores*, a un público indeterminado, aún cuando sea calificado como clientes, hace meritorio el registro que permita a esta entidad verificar que el que emite ofrece la información pertinente para tomar una decisión consensuada y que se garantizan iguales oportunidades al público inversor.

Es por esto que desde que una empresa ofrece valores públicamente, como se hace en el presente caso, en que por medio de publicidad, contratos o acuerdos se induce a la adquisición de valores, ese ofrecimiento se ajusta a la definición de oferta que establece el Decreto Ley 1 de 1999 y a la posición sustentada por la Comisión Nacional de Valores en la Opinión mencionada, 6-2001, por lo que debe ser regulado y supervisado, para garantizar el suministro de información suficiente que permita tomar una decisión informada a quienes deseen invertir, ya que es de allí de donde se deriva la protección que esta Autoridad lleva a cabo, cumpliendo con un principio esencial del mercado de valores, como lo es el de información.

Ahora analizaremos el paso final del esquema planteado por la solicitante en cuanto a que *"tanto los clientes como los empleados deben formar una cooperativa de ahorro y es esta cooperativa la que **comprará** las acciones"*, tal cual se observa en el punto 8 de su escrito, con lo cual concluye el solicitante posteriormente en su posición, que por ese elemento no se configura oferta pública. Debemos aclarar, que a la luz de la normativa, no encontramos excepción alguna en cuanto a que, se establezca un compromiso de venta posterior de los compradores de las acciones a una cooperativa, como un elemento que permita considerar a una oferta como no pública.

La decisión ulterior de lo que un inversionista efectúe con la acción adquirida de un oferta pública, no se debe tomar en consideración para determinar si existe oferta pública, las actuaciones posteriores de los inversionistas en relación a la transferencia de los valores adquiridos se caracterizan como la posible negociación en mercado secundario.

Llegados a este punto, esta Entidad considera prudente ilustrar en cuanto a la formación del mercado de valores tema relacionado pero independiente del de la determinación de lo que es una oferta pública.

El mercado de valores tiene dos etapas. La primera se trata del mercado original o primario, que es aquel en donde una empresa (emisor) emite valores para ser comprados por un inversionista, quien los va adquirir por primera vez, es decir en su nacimiento. Estos valores no han circulado en el mercado con anterioridad.

Los mercados secundarios, por su parte, "*son mercados financieros donde se negocian, transmiten y adquieren valores negociables ya constituidos y en circulación. En oposición a los mercados primarios, no son mercados de emisión sino de negociación.*"[1]

Vemos entonces que la oferta pública es el mecanismo que origina el mercado primario. Con ésta, se da inicio a la primera fase del mercado de valores, donde se da la compra primaria, como bien indica su nombre, del valor emitido. Así que nos es la negociación posterior a la emisión, lo que va a determinar el que una oferta sea considera pública y objeto de registro ante esta entidad.

Entonces, debe tenerse claro que, lo que el inversionista decida hacer con las acciones ya sea por pactos, contratos o acuerdos, no representa para esta entidad, de acuerdo al esquema planteado en la

---

[1] **Olivardía, Jorge Alexander**. *Aspectos Básicos del Mercado de Valores en Panamá. Publicación Oficial de la Comisión Nacional de Valores. 2005*; Citando a **CORTES, L.J**. *Lecciones de Contratos y Mercados Financieros. Thompson-Civitas. Madrid. 2004.*

consulta, un componente que afecte el hecho que lo que aquí se plantea corresponde a una oferta pública.

Adicionalmente, debe tenerse presente que el registro de valores por el cual vela esta Entidad, cumple una finalidad ulterior que consiste en garantizar a múltiples inversionistas o accionistas el acceso a la información (estados financieros y demás) de la empresa emisora, de manera tal que puedan conocer los datos relevantes de la compañía y tomar sus decisiones financieras, por lo cual, en caso de que no deseen registrarse como emisor, los accionistas que representen un setenta y cinco por ciento (75%) o más del capital emitido y en circulación pueden aprobar continuar como una entidad no registrada baja el Decreto ley 1 de 1999, con lo cual asumen sus propios riesgos.

Por lo anterior, la Comisión Nacional de Valores, del análisis efectuado, concluye que la oferta de acciones hecha a clientes, en los términos aquí indicados, es una oferta pública y debe ser registrada.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los veintiocho (28) días del mes de mayo del año dos mil once (2011).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

Julio Javier Justiniani
Comisionado Presidente

Juan Manuel Martans S.
Comisionado Vicepresidente

Marelissa Quintero de Stanziola
Comisionada, ad hoc.

COM/lpv

A los 30 días del mes de Abril
dos mil once
a las 9:20 a.m. notifique
al señor (a) Nadiuska de Arosemena
Que antecede.
El notificado (a).