

REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 9-2007

(De 1 de noviembre de 2007)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa respecto a si es necesario presentar solicitud de modificación a las condiciones y términos de una emisión de acciones preferidas, bono o VCN's, de conformidad con lo establecido en el Acuerdo 4-2003, aún cuando las nuevas acciones no están en circulación.

Solicitante: Licenciada Michelle Oteiza de de la Guardia de la firma de abogados Icaza, González, Ruiz y Alemán.

Objeto de la consulta:

“Un emisor de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores cuenta con una autorización para emitir hasta cierta cantidad de acciones preferidas a una tasa de interés determinada, sin embargo, sólo ha emitido parcialmente y busca emitir **nuevas** Series de acciones preferidas según sus necesidades y demanda del mercado con tasas de interés que serían fijadas al momento de la venta de cada Serie, siempre respetando la cantidad de acciones autorizadas que se encuentran ya registradas en la CNV. La tasa de interés determinada para cada Serie en particular, quedaría fijada hasta la redención de la referida Serie. No obstante, el Emisor mantendrá las acciones ya emitidas y en circulación con la tasa que se fijó en el prospecto informativo y que consta en el título valor o en la cuenta de inversión del tenedor indirecto, y designará a estas como Acciones Serie A. Todo lo anterior sin necesidad de solicitar el registro de la modificación a que se refiere el Acuerdo 4-2003, no obstante presentando una Addenda al prospecto informativo describiendo lo anterior al público inversionista”.

Consulta:

¿Es necesario solicitar el registro de una modificación de una emisión de acciones preferidas, bono o VCN's, de conformidad con lo establecido en el Acuerdo 4-2003, aún cuando las nuevas acciones no están en **circulación** porque no han sido emitidas. Los tenedores registrados de las acciones ya emitidas seguirán recibiendo el porcentaje de dividendos pactados cuando compraron. El tenedor registrado no verá afectada negativamente su inversión.” (sic)

Nuestra posición:

“El emisor, que mantiene varios registros de bonos y acciones preferidas considera necesario emitir nuevas Series de acciones preferidas bajo la emisión ya registrada en la Comisión Nacional de Valores, cuyo porcentaje de dividendo se ha fijado al momento de la oferta. Este porcentaje será basado en las condiciones del mercado. Tal como actualmente se estableció un porcentaje fijo de dividendos. La intención del emisor es continuar pagando a los inversionistas existentes el porcentaje de dividendo pactado y por el cual se sintieron atraídos a invertir, es decir, no se verían afectados frente a futuras emisiones de acciones preferidas con tasas de interés que podrían ser más bajas, iguales o superiores.

De conformidad con el Acuerdo 4 de 2003 que establece el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados, todas sus disposiciones están enfocadas en modificaciones que de

DI.
Jim
caz

alguna manera pueden afectar negativamente al inversionista, pues conlleva un cambio a lo que inicialmente él pactó y lo motivó a invertir.

La parte motiva del precitado Acuerdo 4 de 2003 en su quinto párrafo dice lo siguiente:

“Que siendo la atribución primera de esta Comisión el fomento y fortalecimiento del mercado de valores en la República de Panamá, se ha considerado necesario en sesiones de trabajo, regular el proceso para que emisores de valores registrados presenten solicitudes de esta naturaleza, de forma tal que se salvaguarde los derechos de los tenedores de dichos valores mediante el suministro por parte de los emisores registrados de toda la información necesaria para que los tenedores puedan tomar una decisión debidamente informados” (el subrayado es nuestro).”

El artículo Primero del precitado acuerdo dice lo siguiente:

“Artículo primero: Adoptar el Procedimiento para la presentación de solicitudes de Registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados en la Comisión Nacional de Valores.

Artículo 1 (Ámbito de aplicación): Deberá entenderse como modificación a los valores registrados y en circulación, aquellos cambios que redunden en reformas a los términos y condiciones establecidos en el título y documentos que respaldan la oferta, expresados en el prospecto informativo original con el cual una oferta pública de valores fue debidamente registrada ante la Comisión Nacional de Valores...” (El subrayado y negrilla es nuestro).”

Consideramos que un emisor puede mediante una ADDENDA al prospecto informativo, ofrecer las nuevas series de acciones preferidas que quedan por emitir a un porcentaje de dividiendo equivalente a una tasa distinta y cónsona con las condiciones del mercado, manteniendo la tasa pactada sobre las acciones emitidas y en circulación de los tenedores ya registrados, es decir, sin afectar su inversión o la de sus cesionarios.

Las normas del Acuerdo 4 de 2003, están enfocadas a salvaguardar al inversionista de aquellas modificaciones que lo afectarían negativamente. Es por esto que la CNV en ejercicio de su deber protector del público inversionista impone medidas preventivas, tales como: (i) publicación del hecho relevante, (ii) suspensión de las ofertas en la Bolsa de Valores entre otros (que podría ser de todas las emisiones de un emisor).

Todo lo cual tiene justificada razón cuando el emisor enfrenta a una situación financiera adversa que lo obliga a cambiar las reglas del juego con sus inversionistas. Este no es el caso del emisor ejemplo de nuestra consulta.

Consideramos que la Comisión Nacional de Valores no estaría desprotegiendo los intereses del público inversionista ni faltando a su deber fiscalizador si accede a aceptar una Addenda y no requerir el registro de una modificación con los rigores del Acuerdo 4-2003, por el contrario, estaría cumpliendo con su “atribución primera al fomento y fortalecimiento del mercado de valores de la República de Panamá”, sabiendo que los tenedores de acciones preferidas emitidas y en circulación no sufrirán menoscabo alguno en su inversión.

Obligar a un emisor a ir por la vía de solicitar el registro de una modificación bajo las circunstancias de no afectación al tenedor registrado, podría conllevar interpretaciones por parte del público inversionista alejadas de la verdad y provocar noticias en los medios de comunicación que en muchas ocasiones no cuentan la historia como es debido.

Para evitar este tipo de confusión el emisor llamaría Serie A, a las acciones preferidas ya emitidas y en circulación, Serie B al bloque de nuevas acciones que decida ofertar a una nueva tasa. Serie C, D, E y así sucesivamente a las nuevas series con su respectiva tasa definidas y fijadas al momento de su oferta y colocación.

Si la CNV estima que, a pesar de lo anterior, habría que solicitar el registro de la modificación a los términos y condiciones, la CNV haría obligatorio cumplir con todos los rigurosos requisitos del Acuerdo 4-2003. En nuestra opinión no son conducentes más por

el contrario serían contraproducentes. Estos requisitos que no procederían, en nuestra opinión son los siguientes:

- 1- Artículo 3: Comunicado de hecho relevante y suspensión de las negociaciones. Cuando la Addenda sea aprobada se ofrecerán las acciones preferidas con el nuevo porcentaje en cada caso. El inversionista no podrá ser confundido pues tendrá a la vista la Addenda y su título anunciará claramente el porcentaje de dividendo que recibirá por sus acciones preferidas.

Suspensión de negociaciones: Tiene como propósito evitar que el inversionista incauto compre un valor sin conocimiento de circunstancias que de conocerlas no invertiría. Es más, ordenar la suspensión sería contraproducente y podría causar efectos adversos en la imagen del emisor a quién la CNV también obliga a proteger.

- 2- Artículo 5: Los tenedores registrados no serán afectados; ellos seguirán recibiendo el porcentaje ya pactado hasta la redención.

Por todo lo anterior y en el caso de que la CNV estime necesario la solicitud de registro de modificación, consideramos que no requerir el cumplimiento de los precitados artículos no estaría en absoluto desprotegiendo al público inversionista, pero sí estaría fomentando y fortaleciendo las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá, tal como establece el numeral 1 del artículo 8 del Decreto Ley 1 de 1999.

Por último, no escapa a nuestro conocimiento la existencia de la Opinión No 11-2006 emitida por la Comisión, pero consideramos que los motivos que provocaron esa consulta no son los mismos, por lo que consideramos que la situación planteada en ésta amerita un pronunciamiento de parte de los Comisionados.”

Opinión de la Comisión:

Visto el criterio planteado por el solicitante procedemos al análisis de los temas tal como se han expuesto:

A- Ámbito de aplicación del Acuerdo 4 de 2003.

De conformidad con lo establecido en el artículo 1 del mencionado Acuerdo queda comprendido dentro del ámbito de aplicación los siguientes supuestos:

- “Cambios que redunden en reformas a los términos y condiciones establecidos en el título y documento que respaldan la oferta, expresados en el prospecto informativo original con el cual una oferta pública de valores fue debidamente registrada ante la Comisión Nacional de Valores, tales como:
 - a-fecha de vencimiento de los valores, fechas de pagos de interés (cuando aplique) o de capital.
 - b-tasa de interés
 - c-fecha de redención de los valores, forma o causales para solicitar la redención de los valores.
 - d- Garantías y/o respaldos de la emisión.

En el último párrafo del artículo 1 se establece: “Todo emisor que desee modificar los términos y condiciones de una oferta pública de valores registrada ante la Comisión deberá cumplir con lo preceptuado en el presente procedimiento”. (El subrayado es nuestro).

Ahora bien, en cuanto al trámite el artículo 2 del Acuerdo en análisis desarrolla el procedimiento de la solicitud y expresa: Todo emisor registrado con valores emitidos y en circulación que pretenda modificar los términos y condiciones originales de una oferta pública registrada en la Comisión, deberá presentar previamente a la Comisión Nacional de Valores una solicitud formal de registro de modificación...”. (El subrayado y negrilla es nuestro).

De las normas señaladas se desprende claramente lo siguiente:

- 1- La obligación es de todo emisor registrado que tenga valores emitidos y en circulación.
- 2- Cuyo objeto sea modificar los términos y condiciones originales de la oferta pública registrada en la Comisión. (el subrayado es nuestro).
- 3- De reunirse las dos condiciones anteriores surge la obligatoriedad (no discrecionalidad) de presentar formal solicitud de la modificación a los términos y condiciones originales.

B- Del caso expuesto: emisor de valores registrados en la CNV con autorización de emitir hasta cierta cantidad de acciones preferidas.

El solicitante ha expuesto de manera muy detallada el caso del cual podemos se destaca:

- Es un emisor registrado con una autorización máxima de ofertar acciones preferidas.
- No ha emitido la totalidad de la emisión autorizada.
- La emisión original no fue realizada por medio de series.
- Pretende respetar los criterios originales plasmados en el Prospecto y oferta original es decir, los términos y condiciones pactados respecto a los tenedores actuales.
- El emisor tiene como objetivo estructurar la actual emisión (registrada sin series) en series, dándole el nombre a las emitidas y en circulación de Serie A, Serie B al bloque de las nuevas acciones que decida ofertar a una nueva tasa, Serie C,D,E, y así sucesivamente a las respectivas series con su respectiva tasa definida y fijada al momento de su oferta y colocación.

En el supuesto antes descrito el solicitante considera que puede mediante una Addenda al prospecto informativo, “ofrecer las nuevas Series de acciones preferidas que quedan por emitir a un porcentaje de dividendo equivalente a una tasa distinta y cónsona con las condiciones del mercado, manteniendo la tasa pactada sobre las acciones emitidas y en circulación a los tenedores registrados, es decir, sin afectar su inversión o la de sus cesionarios”.

Al respecto, esta Comisión considera que no es viable mediante una simple Addenda hacer los cambios señalados por las razones que esbozamos a continuación:

- 1- No se trata solamente de emitir nuevas Series de las ya emitidas porque la emisión original no fue autorizada con la modalidad serial, esto es, a la fecha tal como se nos ha expuesto hay una emisión sin Series registrada con unos términos y condiciones hasta un límite máximo de autorización para emitir acciones preferidas. (el subrayado es nuestro)
- 2- En consecuencia, de inicio hay una modificación sustancial en los términos y condiciones de la oferta original: se van a estructurar Series que incluiría como Serie A precisamente las emitidas y en circulación independientemente de que tal como se presenta los términos de la consulta no se pretenda desmejorar las condiciones originales de los que quedarían bajo esa serie (el subrayado es nuestro).
- 3- Por tanto, consideramos que debe cumplir con el procedimiento de modificación desarrollado en el Acuerdo 4 de 2003, al tenor de lo expuesto en el artículo 1 del tenor siguiente:
“Deberá entenderse como modificación a los valores registrados y en circulación, aquellos cambios que redunden en reformas a los términos y condiciones establecidos en el título y documentos que respaldan la oferta, expresados en el prospecto informativo original con el cual la oferta pública fue debidamente registrada...”.
- 4- En efecto, partiendo de los hechos expuestos en la consulta aunque las acciones preferidas (el porcentaje que se pretende variar en cuanto a la tasa

de interés) no se hayan emitido y por tanto no estén en circulación, la modificación tal como viene expuesta tiene efectos en el ámbito total de la emisión registrada y autorizada sin series, es decir, en los documentos presentados y autorizados, a tal punto que los ahora tenedores registrados de las acciones preferidas emitidas y en circulación les correspondería una Serie A inexistente al tenor de la oferta original.

C- De los requisitos de la solicitud de modificación a los términos y condiciones de la oferta original.

Se he reiterado dentro de la consulta que el objetivo primordial del Acuerdo 4 de 2003, a juicio del solicitante es “salvaguardar al inversionista de aquellas modificaciones que lo afectarían negativamente. Es por esto que la CNV en ejercicio de su deber protector del público inversionista impone medidas preventivas, tales como: (i) publicación del hecho relevante, (ii) suspensión de las ofertas en la Bolsa de Valores entre otros (que podría ser de todas las emisiones de un emisor).” (El subrayado es nuestro).

Agrega el solicitante que, si a pesar del criterio expuesto en la consulta la CNV estima que procede la aplicación del procedimiento de registro de modificación a los términos y condiciones del Acuerdo 4 de 2003, “...de no requerir el cumplimiento a los precitados artículos no estaría en absoluto desprotegiendo al público inversionista, pero sí estaría fomentando y fortaleciendo las condiciones propicias para el desarrollo del mercado de valores en la República de Panamá, tal como establece el numeral 1 del artículo 8 del Decreto Ley 1 de 1999.”

Así las cosas, tenemos que el solicitante arguye que en el caso planteado no deben exigirse los siguientes requisitos: artículos 3 (hecho relevante y suspensión de negociaciones) y 5 del Acuerdo 4 de 2003 (copia de las aceptaciones de las modificaciones de los tenedores de los valores registrados) en virtud de que no resultarían afectados en sus derechos los tenedores de las acciones preferidas (emitidas y en circulación) al enfocarse los cambios de fondo a la porción de acciones preferidas aún no emitidas tales como ajuste en la tasa de interés, y por tanto no existir tenedores afectados.

Al respecto la CNV se ha pronunciado consistentemente en el sentido de que el objeto del Acuerdo 4 de 2003, es “garantizar la transparencia necesaria para evitar las distorsiones relacionadas con la asimetría de la información y, por la otra, proteger a todos los que han adquirido de forma originaria o derivativa- los valores objeto de una oferta pública, o los que ostentan sobre ellos algún poder de disposición, o confieren, e incluso a los potenciales inversionistas que- eventualmente- adquieran o deseen adquirir unos valores, que poseían unas determinadas características expresadas en el Prospecto informativo autorizado por la Comisión; siendo éstas las características concretas las que, precisamente, se habría basar la decisión de invertir”. (El subrayado es nuestro) Opiniones 2-2005 y 11 de 2006.

Los casos anteriores que originaron el criterio arriba expuesto se fundamentaron en dos criterios distintos a saber: en la Opinión del año 2005 se circunscribió básicamente al tema de porcentaje de tenedores necesarios para ejecutar una modificación y en la del año 2006, una emisión autorizada de forma original con series en la cual las series no emitidas iban a ser modificadas.

Como hemos visto, en el presente caso la situación es diferente, no se hizo la oferta original con Series, sin embargo, el emisor no ha hecho efectiva toda la emisión de acciones preferidas, es decir, no tiene todo el límite autorizado emitido y en circulación; aunado al hecho de que se pretende estructurarla ahora en Series, sin menoscabar los términos y condiciones (de fondo) de los tenedores actuales, salvo en un aspecto consideramos de forma, denominarle a las emitidas y en circulación acciones preferidas Clase A.

Así las cosas, estimamos que el caso que se nos consulta tal como viene expuesto goza de ciertas diferencias que hacen necesario un análisis de los requisitos aplicables al presentar el trámite de Modificación a los términos y condiciones desarrollado en el Acuerdo 4 de 2003, tomando como punto de referencia: la no afectación del pago de dividendos pactados y la no existencia a la fecha de tenedores de acciones preferidas cuyas series de pretenden introducir con cambio en la política de dividendos.

DL

cas
jmy

y la no existencia a la fecha de tenedores de acciones preferidas cuyas series de pretenden introducir con cambio en la política de dividendos.

En consecuencia estimamos que en atención a los hechos expuestos en la solicitud de Opinión es viable que se obvien los siguientes requisitos:

1- Artículo 3: Comunicado de Hecho relevante.

El artículo 77 del Decreto Ley 1 de 1999, consagra el requisito de hacer comunicados públicos “cuando ocurra un hecho de importancia que no sea de conocimiento público y que, de ser divulgado, es de esperarse que tenga un efecto significativo en el precio de mercado de un valor registrado en la Comisión...”. De acuerdo a los hechos expuestos en la consulta estimamos que en este caso no procede la obligación de hacer comunicado público toda vez que la modificación que se describe no tendría incidencia en el precio del valor registrado.

2- Artículo 3: Suspensión de negociaciones.

Se considera que en virtud de los hechos expuestos, reiteramos no afectación de los tenedores actuales en aspecto de los términos y condiciones (de fondo), quedarían como Serie A pero bajo los mismos términos y la no existencia de tenedores al no encontrarse emitido a la fecha la porción que se desea modificar, no hay un público inversionista que proteger en cuanto a posibles distorsiones que puedan tener incidencia en la decisión de inversión por parte de éste. En efecto, al no tener emitidas y en circulación la porción de acciones preferidas registradas que se pretenden modificar el inversionista las adquiere en forma originaria con los términos y condiciones que en ese momento está dispuesto a ofrecer el emisor.

La suspensión de negociaciones en el caso planteado a nuestro juicio si podría tener un efecto adverso en los tenedores actuales que no se ven afectados con la modificación y con una proyección incluso más amplia toda vez que si el emisor tiene otros valores registrados el alcance de la suspensión cubriría a éstos sin tener tal como se ha expuesto la modificación desmejora en las condiciones de las acciones preferidas emitidas y en circulación.

3- Artículo 4: Documentación adjunta.

Al tenor de este artículo, se establece que “en el evento de que información o documento detallado en el presente procedimiento no aplique al caso concreto, se deberá indicar en el Formulario de Registro de Modificación de Oferta Pública (R-MOP).

Por tanto, el emisor deberá hacer un análisis de si las causales que motivan la modificación de los términos y condiciones originales tal como fueron registradas se enmarcan en los numerales del 1 al 3 del mencionado artículo, de lo contrario, enunciará si no le es aplicable en el formulario R-MOP como indica la norma.

De una lectura de los numerales arriba enunciados se desprende claramente que algunos de ellos parten de la premisa que la modificación tiene su génesis en reestructuración de las operaciones del emisor; razones mercantiles o económicas; así como Plan de negocios para la reestructuración. De no generarse por una causal que genere una reestructuración con los impactos cualitativos y cuantitativos que de ésta se desprende deberá describir claramente al tenor del numeral 2 el fundamento de la modificación de la oferta originalmente registrada sin series y con una tasa de interés para toda la emisión autorizada cuya decisión ahora es modificada con la gabela de que se aplica a la porción de las que no ha emitido y por tanto no hay tenedores afectados antes de la modificación.

Los requisitos que debe cumplir para mantener el estándar de transparencia al mercado porque no olvidemos se trata de una emisión registrada en la CNV, sustentada con documentos con unos términos y condiciones que van a ser variados, es decir, el hecho

de la no variación de los términos y condiciones para los tenedores de acciones preferidas emitidas y que la porción autorizada total al no ser emitida sea una ventaja para el emisor modificarla sin tener tenedores afectados, no desvirtúa el hecho cierto que los términos y condiciones originales de la oferta registrada y por tanto pública va a ser modificada, por tanto debe cumplir con los siguientes requisitos al presentar el trámite de modificación:

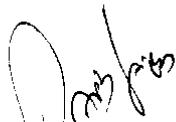
- 1- Presentación de la Adenda al tenor del artículo 4 del Acuerdo 4 de 2003, en lo que le sea aplicable, indicando en todo caso en el R-MOP los no aplicables.
- 2- De tener contratos de garantía u otros en el giro de la emisión cumplir con los numerales 2 y 3 del artículo 4 del Acuerdo 4 de 2003.
- 3- Adjuntar el Certificado del Registro Público de Panamá y la certificación del Agente registro y Pago, numerales 4 y 5 del Acuerdo 4 de 2003.
- 4- Modelo del valor el cual deberá contener en su literalidad los nuevos términos y condiciones que se pretenden modificar numeral 6 del Acuerdo 4 de 2003.
- 5- Copia del Acta de la Asamblea de la Junta Directiva o del órgano competente para la toma de decisión, en la cual se haya aprobado la modificación cuyo registro se pretende, numeral 7 del Acuerdo 4 de 2003.
- 6- Modelo de aceptación propuesto por el solicitante a los tenedores registrados de los valores de la emisión en cuestión, numeral 8 del Acuerdo 4 de 2003. En el presente caso, de los tenedores de las acciones preferidas emitidas y en circulación cuyas acciones una vez tramitada la modificación se denominarían Serie A.

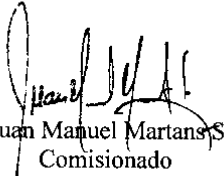
Fundamento Legal: artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999, Acuerdo 4 de 2003.

Dado en la ciudad de Panamá, a los del mes de octubre de dos mil siete (2007).

NOTIFIQUESE Y PUBLIQUESE

Salvo mi voto
Carlos A. Barsallo P.
Comisionado Presidente
C.A.P.


David Saied Torrijos
Comisionado Vicepresidente


Juan Manuel Martans S.
Comisionado

SALVAMENTO DE VOTO OPINIÓN
SOLICITUD DE MODIFICACIÓN A LAS CONDICIONES Y TÉRMINOS DE
UNA EMISIÓN DE ACCIONES PREFERIDAS, BONO O VCN'S, DE
CONFORMIDAD CON LO ESTABLECIDO EN EL ACUERDO 4-2003, AÚN
CUANDO LAS NUEVAS ACCIONES NO ESTÁ EN CIRCULACIÓN

Ha ingresado a mi despacho para lectura y firma proyecto de opinión del tema arriba enunciado.

Coincido con las apreciaciones que se formulan en los puntos 2 y 3 de la página 6 de la Opinión, Artículo 3 Suspensión de negociaciones y Artículo 4. Documentación adjunta, respectivamente.

En este sentido coincido con que no se justifica la suspensión al igual que la documentación adjunta es solo, o será únicamente, la que aplique al caso concreto y ello lo puede indicar el solicitante en el formulario correspondiente.

Siguiendo lo expresado por doctrina autorizada coincidimos que es evidente que en el caso de oferta públicas de valores: "... hay una tendencia general de ampliación de los esquemas jurídicos tradicionales para dar una mejor satisfacción a los intereses económicos del oferente, que frecuentemente es una entidad pública, aunque tales extremos no responden plenamente a los principios generales del Derecho del Mercado de Valores, especialmente en lo que se refiere a protección de los inversores." (Ver José Enrique Cachon Blanco Las ofertas públicas de venta de valores negociables. Dykinson, S.L. Madrid. Página 355. España 1997).

Por ello, coincidimos con las apreciaciones que se formulan en los puntos 2 y 3 de la página 6 de la Opinión.

No obstante, en cuanto al punto 1 Artículo 3 sobre Comunicado de hecho relevante, respetuosamente tenemos un criterio diferente al planteado:

El comunicado de hecho relevante contenido en el artículo 3 del Acuerdo 4-2003, el cual citamos:

"Artículo 3 (Comunicado de Hecho Relevante y Suspensión de las Negociaciones): Una vez la solicitud y los documentos requeridos sean debidamente aportados por el solicitante, éste deberá divulgar en un diario de circulación nacional, por dos (2) días consecutivos, comunicado de Hecho de Importancia en el cual se señalará, como mínimo, lo siguiente:

1. Indicación de la oferta pública cuya modificación se pretende.
2. Reseña o cuadro comparativo de los términos que se pretenden modificar.
3. Mecanismo mediante el cual los tenedores obtendrán información de la propuesta de modificación.
4. Mecanismo mediante el cual los tenedores deberán indicar si consienten o no la modificación propuesta."

Consideramos que este artículo 3 tiene un objetivo concreto que se desprende de la lectura de los puntos que como mínimo debe contener el comunicado de hecho relevante y que lo distingue de otros comunicados de hechos relevantes.

Este comunicado de hecho relevante permite informar mejor, y sobre todo en igualdad de condiciones, a todos y cada uno de los tenedores registrados existentes, y al mercado en general, de aspectos tan importantes, prácticos Y operativos como *una reseña o cuadro comparativo de los términos que se pretenden modificar, el mecanismo mediante el cual los tenedores obtendrán información de la propuesta de modificación y el mecanismo mediante el cual los tenedores deberán indicar si consienten o no la modificación propuesta.*

Consideramos que dicho comunicado es en beneficio de los tenedores registrados, así como del mercado en general, y no conlleva mayor inconveniente para el emisor.

La doctrina comparada es clara en este sentido en caso de modificaciones a las características de los valores ofrecidos o a la misma oferta. Estas modificaciones deben ir acompañadas de un suplemento del prospecto informativo previamente registrado en la CNV y **una difusión análoga a la del inicio de la oferta pública.** (Ver José Enrique Cachón Blanco Las ofertas públicas de venta de valores negociables. Dykinson, S.L. Madrid. Página 355. España 1997.

Al inicio de la oferta pública el emisor formuló un anuncio en diario con las características de los valores ofrecidos públicamente, resulta necesaria una **difusión análoga a la del inicio de la oferta**, es decir la publicación de un comunicado público que informe sobre las modificaciones en los términos expresado en el Artículo 3 del Acuerdo 4-2003.

Por las razones antes expresadas, respetuosamente, salvo mi voto.

Atentamente,



Panamá 31 de octubre de 2007.

Carlos A. Barsallo P.

Comisionado Presidente