REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N° 3 - 2021
De 26 de Julio de 2021

Tema: Se solicita a la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá fijar su posición administrativa sobre la eximencia (sic) de la obtención de una calificación de riesgo, aplicable a solicitudes cuyo propósito sea el registro de acciones preferidas.

Solicitante: Mario de Diego Gambotti
MMG Bank Corporation

I. Criterio del Solicitante:

El solicitante presenta los siguientes hechos para sustentar su solicitud de Opinión:

"...
I.
Hechos de la Consulta
PRIMERO: El numeral 15 del artículo 2 del Acuerdo 2-2010 del 15 de abril de 2010 modificado por el Acuerdo 3-2017 (en adelante el "Acuerdo") establece el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de títulos valores ante la Superintendencia del mercado de Valores de Panamá.

SEGUNDO: Entre los requisitos que se exigen a los solicitantes de registro de valores, se encuentra la presentación de una calificación de riesgo de la emisión; no obstante, en el penúltimo párrafo del numeral 15 del referido Acuerdo se indica que las solicitudes de registro de acciones comunes ante la SMV quedan exceptuadas de lo establecido en el numeral 15, por lo que queda exentos de presentar calificación de riesgo alguna.

TERCERO: El parágrafo indicado en el numeral anterior, no hace mención a los otros tipos de valores de acciones como lo son acciones preferidas, que por su naturaleza de capital a largo plazo sin vencimiento, con derecho únicamente a recibir dividendo cuando el emisor estime conveniente su distribución en base a las utilidades del periodo, comparten con las acciones comunes las mismas características que dificultan la aplicabilidad de una calificación de riesgo.

CUARTO: Siendo las acciones preferidas capital permanente de un emisor con derecho únicamente a recibir dividendos, una calificación de riego del capital de una empresa y capacidad que tiene la empresa de distribuir dividendo no representa de ninguna manera riesgo crediticio de dicha empresa ni tampoco su capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras ante terceros.

QUINTO: Tomando en cuenta que el Acuerdo, en numeral 15 del artículo 2 exceptúa este requerimiento par las solicitudes cuyos valores se basen en acciones comunes, nos genera una duda en cuanto a si esta norma es aplicable a las solicitudes cuyos valores sean acciones preferidas.

SEXTO: Mediante la presente consulta se busca corroborar que, los solicitantes de registro de Acciones (sean comunes o preferidas) no requieran obtener y presentar, en conjunto con su solicitud, una calificación de riesgo ante la Superintendencia del Mercado de Valores.

II. *Criterio del Solicitante*

De conformidad a la situación planteada y con base en lo allí explicado, opinamos que para solicitar ante la SMV el registro de valores y/o acciones sean comunes o preferidas, no se requiere obtener y/o entregar calificaciones de riesgo." (El Subrayado es nuestro)

II. Normas Jurídicas Aplicables a la Opinión.

Previo a emitir posición administrativa, nos permitimos citar y analizar las normas aplicables a la consulta presentada:

1. Artículo 20 Ley 32 de 1927:

Artículo 20. *La sociedad tendrá facultad para crear y emitir una o más clases de acciones, con las designaciones, preferencias, privilegios, facultad de voto, restricciones o requisitos y otros derechos que su pacto social determine, y con sujeción a los derechos de redención que se haya reservado la sociedad en el pacto social.*

2. **Artículo 11 Código Civil:**

Artículo 11. *Las palabras técnicas de toda ciencia o arte se tomarán en el sentido que les den los que profesan la misma ciencia o arte; a menos que aparezca claramente que se han tomado en sentido diverso.*

3. **Numeral 15 del Artículo 2 de Acuerdo 2-2010:**

Artículo 2: Documentación. Las solicitudes de registro de valores que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores, deberán acompañarse de la siguiente documentación:

1. *(...)*
15. *Informe Actualizado sobre la emisión, no mayor de 90 días calendarios, expedido por la entidad calificadora de riesgo registrada o reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores. [...] La suspensión del registro quedará sin efecto con la presentación de la Calificación. Todo informe sobre la calificación de riesgo de la emisión deberá ser publicado como hecho de importancia por el emisor, y deberá remitirse copia simple a la Superintendencia del Mercado de Valores y las organizaciones autorreguladas. Se exceptúa de lo establecido en el presente numeral las solicitudes de registro cuyo propósito sea el registro de acciones comunes ante la Superintendencia. [...]*

4. **Artículo 1 de Acuerdo 8-2000.**

Artículo 1 (carácter supletorio)*: Las normas del presente Acuerdo se aplicarán de manera supletoria a lo dispuesto en el Acuerdo No.2 -2000 de 28 de febrero de 2000, mediante el cual se establece que los Estados Financieros y demás información financiera que presenten las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión deberán estar preparados de conformidad con:*

a) Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (Internacional Accounting Standards Board, por sus siglas en inglés) o la denominación que en el futuro tengan las normas contables que emita este organismo internacional y que se encuentren vigentes. [...]

5. **Párrafo 11 de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)**

Un instrumento de patrimonio es cualquier contrato que ponga de manifiesto una participación residual en los activos de una entidad, después de deducir todos sus pasivos.

6. **Párrafo 16 de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)**

Cuando el emisor determine que el instrumento financiero puede ser pasivo financiero o un instrumento de patrimonio, será instrumento de patrimonio si y solo si, se cumplen con las condiciones de los apartados (a) y (b) siguientes:

(a) El instrumento no incorpora una obligación contractual:

1. *De entregar efectivo a otro activo financiero u otra entidad, o*
2. *De intercambiar activos o pasivos financieros con una entidad bajo condiciones que sean potencialmente desfavorables para el emisor.*

(b) Si el instrumento puede o va a ser liquidado con los instrumentos de patrimonio propios del emisor, es:

1. *Un instrumento no derivado, que no comprende ninguna obligación contractual para el emisor de entregar un número variable de los instrumentos de patrimonio propio; o*
2. *Un instrumento derivado a ser liquidado por parte del emisor mediante el intercambio de efectivo u otro activo financiero por una cantidad fija de sus instrumentos de patrimonio propios. A estos efectos, los instrumentos de patrimonio propios del emisor a que se ha hecho referencia, tampoco podrán ser instrumentos que, en sí mismos, son contratos para recibir o entregar en el futuro instrumentos de patrimonio propios del emisor.*

Además de lo anterior, cuando un emisor tiene la obligación de comprar sus acciones propias entregando efectivo u otro activo financiero, existe un pasivo por el importe que el mismo tiene obligación de pagar.

7. **Párrafo 16A - Instrumentos *con opción de venta***

Un instrumento financiero con opción de venta incluye una obligación contractual para el emisor de recomprar o reembolsar ese instrumento mediante efectivo u otro activo financiero en el momento de ejercer la opción. Como excepción a la definición de un pasivo financiero, un instrumento que incluya dicha obligación se clasificará como un instrumento de patrimonio si tiene todas las características siguientes:

(a) Otorga al tenedor el derecho a una participación proporcional de los activos netos de la entidad en caso de liquidación de la misma. Los activos netos de la entidad son los que se mantienen después de deducir todos los demás derechos sobre sus activos. Una participación proporcional se determina mediante:

(i) la división de los activos netos de la entidad en el momento de la liquidación en unidades de importe idéntico; y

(ii) la multiplicación de ese importe por el número de unidades en posesión del tenedor de los instrumentos financieros.

(b) El instrumento se encuentra en la clase de instrumentos que está subordinada a todas las demás clases de instrumentos. Por estar en dicha clase el instrumento:

(i) no tiene prioridad sobre otros derechos a los activos de la entidad en el momento de la liquidación, y

(ii) no necesita convertirse en otro instrumento antes de que esté en la clase de instrumentos que se encuentre subordinado a todas las demás clases de instrumentos.

(c) Todos los instrumentos financieros de la clase de instrumentos que está subordinada a todas las demás clases de instrumentos tienen características idénticas. Por ejemplo, deben incorporar todos opción de venta, y la fórmula u otros medios utilizados para calcular el precio de recompra o reembolso es el mismo para todos los instrumentos de esa clase.

(d) Además de la obligación contractual para el emisor de recomprar o reembolsar el instrumento mediante efectivo u otro activo financiero, el instrumento no incluye ninguna obligación contractual de entregar a otra entidad efectivo u otro activo financiero, o intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad en condiciones que sean potencialmente desfavorables para la entidad, y no es un contrato que sea o pueda ser liquidado utilizando instrumentos de patrimonio propio de la entidad como se establece en el subpárrafo (b) de la definición de un pasivo financiero.

(e) Los flujos de efectivo totales esperados atribuibles al instrumento a lo largo de su vida se basan sustancialmente en los resultados, en el cambio en los activos netos reconocidos o en el cambio en el valor razonable de los activos netos reconocidos y no reconocidos de la entidad a lo largo de la vida del instrumento (excluyendo cualesquiera efectos del instrumento).

8. *Párrafo* 16B *de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)*

Para que un instrumento se clasifique como un instrumento de patrimonio, además de que el instrumento tenga todas las características anteriormente mencionadas, el emisor no debe tener otro instrumento financiero o contrato que tenga:

(a) flujos de efectivo totales basados sustancialmente en el resultado, el cambio en los activos netos reconocidos o el cambio en el valor razonable de los activos netos reconocidos y no reconocidos de la entidad (excluyendo cualesquiera efectos de este instrumento o contrato) y

(b) el efecto de fijar o restringir sustancialmente el rendimiento residual para el tenedor del instrumento con opción de venta.

A efectos de aplicar esta condición, la entidad no considerará contratos no financieros con un tenedor de un instrumento descrito en el párrafo 16A que tenga condiciones y cláusulas contractuales que sean similares a las de un contrato equivalente que pueda tener lugar entre un tenedor que no tenga el instrumento y la entidad que lo emite. Si la entidad no puede determinar que se cumple esta condición, no clasificará el instrumento con opción de venta como un instrumento de patrimonio.

9. *Párrafo 16C del la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)*

Algunos instrumentos financieros incluyen una obligación contractual para la entidad emisora de entregar a otra entidad una participación proporcional de sus activos netos solo en el momento de la liquidación. La obligación surge bien porque la liquidación ocurrirá con certeza y fuera del control de la entidad (por ejemplo, una entidad de vida limitada) o bien porque es incierto que ocurra pero es una opción del tenedor del instrumento. Como excepción a la definición de un pasivo financiero, un instrumento que incluya dicha obligación se clasificará como un instrumento de patrimonio si tiene todas las características siguientes:

(a) Otorga al tenedor el derecho a una participación proporcional de los activos netos de la entidad en caso de liquidación de la misma. Los activos netos de la entidad son los que se mantienen después de deducir todos los demás derechos sobre sus activos. Una participación proporcional se determina mediante:

(i) la división de los activos netos de la entidad en el momento de la liquidación en unidades de importe idéntico; y

(ii) la multiplicación de ese importe por el número de unidades en posesión del tenedor de los instrumentos financieros.

(b) El instrumento se encuentra en la clase de instrumentos que está subordinada a todas las demás clases de instrumentos. Por estar en dicha clase el instrumento:

(i) no tiene prioridad sobre otros derechos a los activos de la entidad en el momento de la liquidación, y

(ii) no necesita convertirse en otro instrumento antes de que esté en la clase de instrumentos que se encuentre subordinado a todas las demás clases de instrumentos.

(c) Todos los instrumentos financieros de la clase de instrumentos que está subordinada a todas las demás clases de instrumentos deben tener una obligación contractual idéntica para la entidad que emite de entregar una participación proporcional de sus activos netos en el momento de la liquidación.

10. ***Párrafo 16D de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)***

Para que un instrumento se clasifique como un instrumento de patrimonio, además de que el instrumento tenga todas las características anteriormente mencionadas, el emisor no debe tener otro instrumento financiero o contrato que tenga:

(a) flujos de efectivo totales basados sustancialmente en el resultado, el cambio en los activos netos reconocidos o el cambio en el valor razonable de los activos netos reconocidos y no reconocidos de la entidad (excluyendo cualesquiera efectos de este instrumento

(b) el efecto de restringir sustancialmente o fijar el rendimiento residual para el tenedor del instrumento.

A efectos de aplicar esta condición, la entidad no considerará contratos no financieros con un tenedor de un instrumento descrito en el párrafo 16C que tenga condiciones y cláusulas contractuales que sean similares a las de un contrato equivalente que pueda tener lugar entre un tenedor que no tenga el instrumento y la entidad que lo emite. Si la entidad no puede determinar que esta condición se cumple, no clasificará el instrumento como un instrumento de patrimonio.

11. **Párrafo 18 de la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32)**

Será el fondo económico de un instrumento financiero, en vez de su forma legal, el que ha de guiar la clasificación del mismo en el estado de situación financiera de la entidad. El fondo y la forma legal suele ser coherentes, aunque nos siempre lo son. Algunos instrumentos financieros tienen la forma legal de instrumentos de patrimonio, pero en el fondo, son pasivos y otros pueden combinar características asociadas con instrumentos de patrimonio y otras asociadas con pasivos financieros. Por ejemplo:

(a) Una acción preferente será un pasivo financiero si el emisor está obligado a reembolsarla por una cantidad fija o determinable, en una fecha futura o cierta o determinable, o si concede al tenedor el derecho a de requerir al emisor para que reembolse el instrumento en una fecha concreta o a partir de la misma, y por una cantidad fija o determinable.

(b) Un instrumento financiero que proporcione al tenedor el derecho a devolverlo al emisor, a cambio de efectivo u otro activo financiero (un instrumento con opción de venta") es un pasivo financiero, excepto en el caso de los instrumentos calificados como instrumentos de patrimonio de acuerdo con los párrafos 16a, 16b, o los párrafos 16c, 16d. [...] la existencia de una opción que proporcione al tenedor el derecho a devolver el instrumento al emisor a cambio de efectivo u otro activo financiero significa que el instrumento con opción de venta cumplen con la definición de pasivo financiero, excepto en el caso de instrumentos clasificados como instrumentos de patrimonio de acuerdo con los párrafos 16a, 16b o de los párrafos 16c y 16d. [...]

12. Guía de **Aplicación** *25 de NIC 32.*

Pasivos y patrimonio (párrafos 15 a 27)

Ausencia de obligación contractual de entregar efectivo u otro activo financiero (párrafos 17 a 20). Las acciones preferentes pueden emitirse con derechos diversos. Al determinar si una acción preferente es un pasivo financiero o un instrumento de patrimonio, el emisor evaluará los derechos particulares concedidos a la acción para determinar si posee la característica fundamental de un pasivo financiero. Por ejemplo, una acción preferente que contemple su rescate en una fecha específica o a voluntad del tenedor, contiene un pasivo financiero, porque el emisor tiene la obligación de transferir activos financieros al tenedor de la acción. La posible incapacidad del emisor para satisfacer la obligación de rescatar una acción preferente, cuando sea requerido en los términos contractuales para hacerlo, ya sea ocasionada por falta de fondos, por restricciones legales o por tener insuficientes reservas o ganancias, no niega la existencia de la obligación. En el caso de existir una opción a favor del emisor para rescatar las acciones en efectivo, no se cumplirá la definición de pasivo financiero, porque el emisor no tiene una obligación actual de transferir activos financieros a los accionistas. En este caso, el rescate de las acciones queda únicamente a discreción del emisor. Puede aparecer una obligación, no obstante, en el momento en que el emisor de las acciones ejercite su opción, lo que usualmente se hace notificando de manera formal al accionista la intención de rescatar los títulos.

III. Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

Para poder emitir posición administrativa sobre la consulta planteada, debemos empezar por hacer consideraciones sobre las fuentes del derecho porque la consulta tiene relación con hermenéutica jurídica. En ese sentido, tenemos que el artículo 11 del Código Civil establece que se debe entender la ley en su sentido literal, natural y obvio, entendiendo las palabras técnicas en el sentido que se profesan en su ciencia.

El término que se usa en el Acuerdo 2-2010 es técnico, y la intención del Acuerdo parece ser clara al elegirse el término de "acciones comunes" sobre acciones o acciones preferentes. Por lo que procedemos a definir diferentes tipos de acciones para comprender sus características. Empezaremos con las acciones comunes, son definidas por el diccionario Black's[1] como el tipo de acción que le da al titular el derecho de votar en decisiones de la empresa, recibir dividendos después de pago de obligaciones y pago de acciones preferentes. Las acciones comunes dan derechos de administración como votación, así como derecho a ganancias y obligación a las pérdidas que la entidad tenga, a diferencia de las acciones preferentes que pueden o no tener derechos de administración, y generalmente tienen derecho a cobro preferencial, ya sea antes que o un porcentaje mayor a las comunes. Adicionalmente, existen diferentes tipos de acciones preferentes, entre las cuales están las **acciones preferentes 'sencillas'**[2] definidas como las que le dan al tenedor derecho preferente sobre dividendos y activos de la empresa, pero que generalmente no tienen derechos de voto.

Las **acciones preferentes participantes**[3] son aquellas que le dan al tenedor el derecho a recibir dividendos de forma preferente y de los dividendos de acciones comunes; contrario sensu, **las preferentes no participantes**, no le dan el derecho al tenedor de recibir dividendos de las acciones comunes.

Por último, las **acciones preferentes acumulativas**[4] **y no acumulativas** dan derecho a cobrar (o no) dividendos que **no** se hayan declarado por ganancias en años anteriores.

De las definiciones proporcionadas se puede apreciar que existen acciones preferidas que se obligan a pagar dividendos pactados en periodos establecidos, sin embargo, existen otros tipos de acciones preferidas cuyo pago de dividendos depende de la decisión de la Junta Directiva del Emisor, es decir solo serían pagados cuando así lo decida el emisor, y no el tenedor. Este tipo de acción preferida mantiene características similares a las acciones comunes, por lo que consideramos importante analizar cuando, según la NIC 32, se considera a un instrumento como pasivo financiero o como instrumento de patrimonio conforme el reconocimiento que el Acuerdo 8-2000 le confiere a las Normas Internacionales de Información Financiera.

De esta forma, el párrafo 11 de la NIC 32 de Instrumentos Financieros define al instrumento de patrimonio (tales como las acciones comunes) como **cualquier contrato** que ponga de manifiesto una participación residual en los activos de una entidad, después de deducir sus pasivos[5].

El párrafo 16 de la NIC 32 establece que las acciones preferentes mantendrían su carácter de instrumento de patrimonio (tales como las acciones comunes) siempre y cuando cumpla con las siguientes condiciones:

---

[1] "Common stock. A class of stock entitling the holder to vote on corporate matters, to receive dividends after other claims and dividends have been paid (specifically to preferred shareholders), and to share in assets upon liquidation."

[2] "Preferred stock. A class of stock giving its holder a preferential claim to dividends and to corporate assets upon liquidation but usually carries no voting rights."

[3] Participating preferred stock. Preferred stock whose holder is entitled to receive stated dividends and to share with the common shareholders in any additional distributions of earnings.

[4] Cumulative preferred stock. Preferred stock that must receive dividends I full before common shareholders may receive any dividend. If the corporation omits a dividend in a particular year or period, it is carried over to the next year or period and must be paid before the common shareholders receive any payment.

[5] Fuente: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/cr/Documents/audit/documentos/NIC-2019/NIC%2032%20-%20Instrumentos%20Financieros%20(Presentaci%C3%B3n).pdf

1. No obligue contractualmente a entregar efectivo o intercambio de activos financieros o a intercambiar activos o pasivos financieros con otra entidad bajo condiciones potencialmente desfavorables para el emisor, y
2. Que el instrumento pueda ser liquidado con instrumentos propios del emisor en el que se obligue a entregar una cantidad variable de instrumentos de patrimonio propio, o instrumento derivado por un número fijo de instrumentos de patrimonio propio de la entidad.

Contrario sensu, la Norma Internacional de Contabilidad32 (NIC 32), exige observar la sustancia sobre la forma, es decir, el emisor deberá observar qué propósito cumple el instrumento al momento de su reconocimiento, sin perjuicio de lo que digan las normas locales sobre su uso[6].

En este sentido, la norma establece que si la acción preferente es:

- redimible a opción del tenedor,
- redimible en una fecha cierta,
- la sociedad está obligada a realizar pagos en forma de interés o dividendo,
- se obliga la empresa a distribuir un porcentaje específico de las ganancias

Entonces el título no es un instrumento de patrimonio (acción común) a pesar de que tenga derecho a voto o administrativo porque conlleva una obligación de afectar los flujos de efectivo del emisor. Es decir, es requisito indispensable que las *acciones no generen una deuda u obligación al emisor* en favor de los tenedores de las acciones preferidas, lo cual la haría sujeta a calificación de riesgo[7].

Tomando en cuenta que la consulta del solicitante versa sobre si *"acciones preferidas, que por su naturaleza de capital a largo plazo sin vencimiento, con derecho únicamente a recibir dividendo cuando el emisor estime conveniente su distribución en base a las utilidades del periodo" y "capital permanente de un emisor con derecho únicamente a recibir dividendos"* debemos entender que lo más importante es que estas acciones no se comporten como deuda es decir, que las acciones preferentes cumplan los criterios de la NIC 32 para ser consideradas como instrumentos de patrimonio de acuerdo a lo que establece los párrafos 16A, 16B, 16C y 16D.

El emisor que utilice las acciones preferentes como forma de financiamiento, deberá estipular y sustentar claramente dentro de su Prospecto Informativo que la acción preferente será únicamente un Instrumento de patrimonio cumpliendo con las condiciones enunciadas en la NIC 32 para no caer en una posible deuda para la entidad que la haga sujeta a calificación de riesgo.

Concluyendo, esta Superintendencia debe señalar que a pesar del análisis realizado, también es cierto que una Opinión no es el medio idóneo para modificar, crear norma jurídica o establecer nuevos requisitos porque estas tienen como propósito el *[E]xpresar la posición administrativa en cuanto a la aplicación de una disposición específica de la Ley del Mercado de Valores*[8]", por lo cual corresponde aplicar el Procedimiento Administrativo de Adopción de Acuerdo según lo dispone la Ley del Mercado de Valores.

Fundamento Legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, Ley 32 de 1927, artículo 11 del Código Civil, artículo 2 de Acuerdo 2-2010, artículo 1 de Acuerdo 8-2000, NIC 32 Presentación de Instrumentos Financieros.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE.

Julio Javier Justiniani
SUPERINTENDENTE

GG/D. Jurídica

[6] Fuente: For preference shares, when is debt classifiec as equity? Melanie Goetz. Fuente: https://blog.kpmg.lu/for-preference-shares-when-is-debt-classified-as-equity/
[7] Idem supra, 6
[8] Artículo 19 de la Ley del Mercado de Valores.