REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N° 2 - 2018
De 27 de Julio de 2018

Tema: Sobre el sentido y alcance de lo dispuesto por el PARÁGRAFO I del Artículo 2 del Acuerdo 2-2010, modificado por el Artículo Primero del Acuerdo 5-2017 citado a continuación:

> *"PARÁGRAFO: (DE LAS CALIFICACIONES DE RIESGOS) Las disposiciones relativas a los informes de las entidades calificadoras de riesgo serán aplicables para aquellas solicitudes de registros de emisiones que sean presentadas a partir del 01 de enero de 2018, el cual deberá ser actualizado anualmente.*
>
> *Lo anterior, igualmente aplicará para los registros de valores vigentes a la entrada del presente Acuerdo, con la posibilidad de emitir series posteriores dentro de un Programa Rotativo de Valores;* ***debiendo presentar el "Informe Actualizado" por parte de la Entidad Calificadora de Riesgo registrada o reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores, para dicho Programa en particular.*** *El informe de Calificación de Riesgo será actualizado anualmente."*

Específicamente si la obligación de calificar un Programa Rotativo de Valores, conforme a la exigencia dispuesta por dicha disposición, puede entenderse como cumplida y ejecutada si se procede a emitir un informe de calificación del Programa, individualizando la calificación de cada una de las series vigentes y emitidas del mismo.

Solicitante: Reynaldo Coto – Equilibrium Calificadora de Riesgo

Criterio del Solicitante:

Consideramos que, atendiendo a los argumentos que procedemos a exponer en el presente documento, la obligación regulatoria establecida puede entenderse cumplida si es que se procede a emitir un informe de calificación del Programa, individualizando la calificación de cada una de las series vigentes y emitidas del mismo. En otras palabras, consideramos que una interpretación conforme a Derecho y a la exigencia regulatoria bajo comentario, conllevaría a emitir un informe de calificación respecto a un Programa Rotativo de Valores indicando la calificación de cada una de las series vigentes y emitidas.

Nuestra posición descansa en los siguientes argumentos:

1. *Para que Equilibrium pueda comunicar al mercado una opinión de calificación objetiva y transparente, tendrá que calificar únicamente las Series vigentes y las Series a ser emitidas por el Emisor en un futuro cercano, para lo cual se analizará un modelo financiero que incorpore la nueva deuda. La calificación global de un Programa Rotativo, sin hacer distinciones sobre las Series podría incluso reflejar una evaluación que no se ajustaría a la realidad.*

2. *El servicio de calificación de Equilibrium comprende la emisión de un Informe de Calificación por cada nueva Serie que decidan colocar nuestros clientes en el marco de un Programa, siempre que éste presente características fundamentalmente distintas que ameriten la emisión de un nuevo informe, situación que explicamos en el punto a continuación.*

   A mayor detalle, se debe precisar que en caso que Equilibrium esté calificando por series individualizadas y vigentes y, en caso el Emisor está pensando emitir una o más Series en un futuro cercano, y el Programa sea abierto y no concurran las condiciones establecidas por nuestras metodologías para emitir una calificación única a dicho Programa – condiciones descritas en el numeral 3 de la presente Carta, Equilibrium emitiría un nuevo Informe de Calificación para que pueda registrar esta series ante su Superintendencia. Sin embargo, en caso procediese a emitir una calificación única a un Programa, a pesar de no concurrir con las condiciones establecidas en nuestra metodologías, Equilibrium no emitiría un nuevo Informe de Calificación, distinto a la actualización de la calificación a los que nos encontramos sujetos por regulación.

3. *Las Metodologías de Calificación de Equilibrium establecen las condiciones que un potencial emisor debe cumplir a fin de que el Comité de Calificación pueda asignar una calificación de riesgo única a un Programa, las mismas que se detallan a continuación:*

   a. *El emisor debe contar con un fuerte soporte patrimonial.*
   b. *Las Series dentro del Programa deben tener los mismos resguardos financieros y/o garantías.*
   c. *Las Series no deben variar sustancialmente entre ellas, considerando moneda, plazo y cronograma de amortización.*
   d. *El monto del Programa a inscribir debe ser coherente con el tamaño de las operaciones del emisor y con su capital social.*
   e. *El sector en el cual se desenvuelve el emisor debe permitirle tener indicadores financieros con poca volatilidad.*
   f. *El emisor debe presentar buenos indicadores, destacando una adecuada cobertura del servicio de deuda y poca palanca tanto contable como financiera. A través del modelo financiero solicitado debe demostrar que la colocación de distintas Series dentro de un Programa determinado no deteriorará a futuro dichos indicadores financieros.*

<u>Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores</u>

Previo a sentar nuestra posición administrativa, procederemos a citar algunas normas relevantes para la consulta planteada:

"Artículo 2 del Texto Único del Acuerdo No. 2 de 2011 – Por el cual se adopta el Procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y terminación de registros

> *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. ...
2. ...
3. ...
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. Dicho Informe de Calificación de Riesgo deberá ser presentado cuando la Superintendencia haya aprobado el Prospecto Informativo, y deberá ser acompañado a través de una nota remisoria firmada por el representante legal o persona debidamente autorizada por la entidad calificadora de riesgo. Dicho informe deberá contener como mínimo: descripción de las características de la emisión calificada, calificación otorgada a la emisión y su significado, fundamentos que motivaron dicha calificación, fecha cierta (fecha de corte) de la información financiera utilizada y fecha del acuerdo del Comité de Calificación o Evaluación.

La Calificación de Riesgo obligatoria deberá señalar que es una calificación sobre la emisión y deberá formar parte de los anexos del Prospecto Informativo, debiéndose actualizar de forma anual durante la vigencia del registro de la emisión. En el caso en que una emisión ya registrada le sea suspendida la Calificación de Riesgo, la Superintendencia procederá con la suspensión del registro para oferta pública de dichos títulos valores, igual sucederá con aquellos Programas Rotativos de Valores que le sea suspendida la Calificación de Riesgo.

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.

Para los efectos de lo establecido en el presente numeral la Superintendencia del Mercado de Valores reconocerá aquellos Informes emitidos por entidades calificadoras de riesgo internacionalmente reconocidas que tengan afiliadas que ostenten registro en la Superintendencia del Mercado de Valores.

16. ...
17. ...

PARÁGRAFO: (DE LAS CALIFICACIONES DE RIESGOS) Las disposiciones relativas a los informes de las entidades calificadoras de riesgo serán aplicables para aquellas solicitudes de registros de emisiones que sean presentadas a partir del 01 de enero de 2018, el cual deberá ser actualizado anualmente.

Lo anterior, igualmente aplicará para los registros de valores vigentes a la entrada del presente Acuerdo, con la

posibilidad de emitir series posteriores dentro de un Programa Rotativo de Valores; debiendo presentar el "Informe Actualizado" por parte de la Entidad Calificadora de Riesgo registrada o reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores, ***para dicho Programa en particular****. El informe de Calificación de Riesgo será actualizado anualmente."*

El subrayado y resaltado es nuestro

"Artículo 2 del Acuerdo No. 12-2001 "Por la cual se reglamenta el procedimiento de registro y operación de las entidades calificadoras de riesgos que operen en la República de Panamá"

Artículo 2: Requisitos para autorizar el registro de Calificadoras de Riesgo: Toda sociedad que solicite el registro ante la Comisión Nacional de Valores en calidad de Calificadoras de Riesgo, deberá presentar Solicitud Formal en la cual detalle claramente el nombre del solicitante, junta directiva, representante legal, domicilio principal y dirección comercial, en caso de diferir de su domicilio. La solicitud deberá acompañarse de los siguientes documentos:

1. Poder al abogado que tramitará la solicitud;
2. Copia de la Escritura Pública contentiva de su Pacto Social, Escritura de Constitución o Documento de Incorporación de la sociedad solicitante.
3. Copia de las escrituras de reformas al pacto social, escritura de constitución o documento de incorporación, de existir tales, debidamente inscritas en el Registro Público.
4. Certificado de existencia y representación de la sociedad solicitante en la cual conste nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, suscriptores, directores, dignatarios, capital social, representante legal, poderes inscritos y agente residente de la misma, expedido por el Registro Público de Panamá dentro de los treinta (30) días anteriores a la fecha de presentación de la solicitud. En el caso de sociedades extranjeras, deberá aportarse certificado del Registro Público del país o del ente que ejerza funciones similares, expedido dentro de los sesenta (60) días anteriores a conste el nombre, fecha y datos de constitución e inscripción, duración, suscriptores, directores, dignatarios, representante legal, capital social, poderes inscritos y agente residente de la solicitante. Será aceptable para estos propósitos, la presentación de documentos adicionales en que conste la información solicitada, según la jurisdicción de origen del solicitante.
5. Fotocopia de la cédula cotejada ante Notario Público, o copia cotejada ante Notario Público del pasaporte del Representante Legal de la sociedad;
6. Descripción de la organización de la sociedad calificadora incluyendo pero no limitado a los siguientes aspectos:

i. Descripción de la estructura de organización Junta Directiva, Dignatarios y Gerencia de la Sociedad.

ii. Detalle de las calificaciones académicas y experiencia profesional de los miembros, asociados o ejecutivos que lleven a cabo tareas de calificación.

iii. Listado de experiencia profesional en materia de calificación de riesgos.
iv. Descripción de asociaciones y alianzas técnicas y profesionales con otras sociedades calificadoras.
v. Domicilio de la sociedad y localización física y direcciones de oficinas, centros o divisiones de la sociedad.

7. Metodología o reglamentación de calificación incluyendo pero no limitado a los siguientes puntos:

i. Breve descripción de las metodologías de calificación. En caso que alguna metodología utilizada pertenezca a otro ente calificador, nacional o extranjero, indicarlo claramente y proveer la documentación que demuestre su autorización de uso por la calificadora solicitante.
ii. La escala de calificación, nomenclaturas utilizadas, su interpretación y su comparabilidad con escalas y nomenclaturas comunes.
iii. Procedimientos y criterios de revisión y actualización de calificaciones."

El subrayado es nuestro

Habiendo citado algunas de las normas aplicables a la consulta que nos ocupa, procederemos a abordar específicamente la situación planteada por el solicitante.

Sobre lo consultado

El solicitante plantea si la obligación de calificar un Programa Rotativo de Valores puede entenderse como cumplida y ejecutada si se procede a emitir un informe de calificación del Programa, individualizando la calificación de cada una de las series vigentes y emitidas del mismo.

Lo anterior siempre y cuando la naturaleza de las series a ser emitidas no guarden características ni garantías similares lo cual haría que la elaboración de un único informe de calificación para las series que hayan sido emitidas dentro del Programa Rotativo de Valores pudiera reflejar una evaluación no ajustada a la realidad debido a que no se ajustaría a la metodología establecida por el solicitante.

Criterio de la Superintendencia

En relación a la consulta planteada, esta Superintendencia considera que la norma es clara al señalar que por cada Programa de Emisión deberá presentarse **un** sólo Informe de Calificación de Riesgo, el cual corresponderá a la serie o series que se hayan emitido hasta ese momento. Por consiguiente, en atención a lo consultado por el solicitante y al tenor de lo dispuesto en el PARÁGRAFO del artículo 2 del Texto Único del Acuerdo 2-2010 abajo citado, será considerado cumplido este requisito a las Calificadoras de Riesgo que dentro de un Programa Rotativo de Valores aporten anualmente un único informe, el cual comprenderá las series que hayan sido emitidas o que se pretendan emitir hasta ese momento, independientemente que la naturaleza de dichas series no guarden características ni garantías similares.

Cabe aclarar que no será necesario emitir un Informe de Calificación sobre todo el Programa Rotativo de Valores registrado, sino sobre la porción que abarcará las series que se pretendan emitir hasta dicho momento. Por lo cual no será necesario que el

informe de calificación contemple el monto total autorizado dentro del Programa, que todavía el emisor no sabe si efectivamente los emitirá o no.

Parágrafo primero del Artículo 2, del Acuerdo 2-2010, modificado por el Artículo Primero del Acuerdo 5-2017 citado a continuación:

> *"PARÁGRAFO: (DE LAS CALIFICACIONES DE RIESGOS) Las disposiciones relativas a los informes de las entidades calificadoras de riesgo serán aplicables para aquellas solicitudes de registros de emisiones que sean presentadas a partir del 01 de enero de 2018, el cual deberá ser actualizado anualmente.*
>
> *Lo anterior, igualmente aplicará para los registros de valores vigentes a la entrada del presente Acuerdo, con la posibilidad de emitir series posteriores dentro de un Programa Rotativo de Valores;* ***debiendo presentar el "Informe Actualizado" por parte de la Entidad Calificadora de Riesgo registrada o reconocida por la Superintendencia del Mercado de Valores, para dicho "Programa en particular".*** *El informe de Calificación de Riesgo será actualizado anualmente."*
>
> El resaltado y subrayado es nuestro

Lo anterior tiene su razón de ser ya que dentro del marco regulatorio, un cargado exceso de controles sobre los regulados puede resultar en un mercado menos eficiente y menos competitivo lo que es contrario al propósito de esta institución.

Por tal razón las metodologías presentadas por las entidades Calificadoras de Riesgo deben ajustarse a los requerimientos planteados por Ley, de modo tal que el informe presentado en cada Programa de Emisiones evalúe de manera confiable el riesgo inherente en la inversión ofrecida, independientemente de que se trate de programas con una sola emisión o múltiples.

De igual forma es importante manifestar que dentro del procedimiento establecido para la promulgación de la modificación del Acuerdo 2-2010, se dieron en reiteradas ocasiones reuniones con representantes de las entidades calificadora de riesgo con presencia en la República de Panamá, de igual forma dichas modificaciones fueron sometidas al proceso de consulta pública en la cual no hubo ningún comentario que marcara una imposibilidad por parte de estas entidades para ajustarse al cumplimiento de la norma que se sometía a consulta.

Aprovechando la ocasión de esta opinión, a continuación pasamos a aclarar ciertas situaciones particulares no planteadas por el solicitante que pudieran presentarse en relación al contenido del primer Parágrafo del Artículo 2 del Acuerdo 2-2010 arriba citado.

- ***Actualización Anual de las Calificaciones de Riesgos en relación a múltiples Series ofrecidas por un Emisor en un mismo año***

Los Emisores de Programas con Series Indeterminadas o Programas Rotativos de Valores que ya cuenten con una Calificación de Riesgo para el año en curso, podrán emitir otras series durante el mismo año sin la necesidad de presentar un nuevo informe de calificación. Sin embargo, al siguiente año deberá presentar un Informe Actualizado que abarcará todas las series emitidas hasta ese momento.

- ***Programas Rotativos de Valores registrados antes de la vigencia de las modificaciones introducidas al Acuerdo 2-2010 (Acuerdo 5-2017)***

En el caso en que un Emisor haya emitido una serie o más con anterioridad a la vigencia de las modificaciones introducidas al Acuerdo 2-1010 y se dispone a emitir una nueva serie, entonces, la Calificadora de Riesgo debe inicialmente calificar tanto lo emitido previamente, así como lo nuevo que se pondrá en circulación, es decir calificara el programa rotativo que abarcara todas las series emitidas y que pretenda emitir hasta ese momento.

Conclusión

Por lo anteriormente señalado podemos concluir que las Calificadoras de Riesgo al momento de presentar el Informe sobre la Calificación de Riesgo de la Emisión, deberán presentar anualmente un único informe actualizado para la serie o series que se hayan emitido hasta dicho momento dentro de un Programa Rotativo, lo anterior sin importar que las series que se contemplen dentro del informe, tengan características o garantías distintas entre sí.

En otras palabras, el Programa a calificar será sobre la porción de la deuda que haya sido emitida previamente y al momento que se pretenda emitir nuevas series, la calificación deberá abarcar las anteriores series así como las nuevas dentro del programa emitido.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Acuerdo 12-2001 (Que reglamenta las Calificadoras de Riesgo), Acuerdo 2-2010 (Que reglamenta el Registro de Valores), Acuerdo 5-2017 (Que reforma lo establecido el Acuerdo 2-2010).

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

E.Domínguez/D.Jurídico