REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N° 6 - 2019
De 27 de noviembre de 2019

Tema: Obligación de presentar, periódicamente, informes actualizados de calificación de riesgo e informes financieros periódicos si sus valores registrados no se encuentran emitidos y en circulación.

Solicitante: Ricardo Arias A. – Morgan y Morgan

Criterio del Solicitante:

El primer parágrafo del artículo 3 del texto único del Acuerdo 2-2010 de 17 de abril de 2010, establece que "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."

En adición, el Acuerdo 8-2018 de 19 de diciembre de 2018, establece los formularios de informes que los emisores y las sociedades de inversión deben remitir a la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (la "Superintendencia"), en virtud de lo dispuesto en el artículo 117 del texto único del Decreto Ley 1 de 1999.

Al respecto, consideramos que, dado que FPSA no mantiene valores registrados emitidos y en circulación, y, por lo tanto, no hay en este momento inversionistas que sean tenedores de valores registrados de FPSA, respecto al informe actualizado de la calificación de riesgo anual y los reportes financieros periódicos, no tienen en el mercado destinatarios que puedan tener interés en los mismos; amén de que no hay forma de que el precio de algún valor pueda afectarse por tal información. Además, la preparación y presentación de dichos reportes representan un costo para FPSA sin tener valores registrados emitidos y circulación que representen un financiamiento recibido en virtud de la emisión de los mismos.

Una vez FPSA vuelva a emitir valores registrados bajo el programa rotativo, FPSA cumpliría con sus obligaciones de presentar, periódicamente, informes actualizados de calificación de riesgo e informes periódicos financieros, teniendo en ese momento inversionistas tenedores de valores registrados que tengan un interés legítimo en dicha información.

En adición, las calificadoras de riesgo son empresas que califican valores registrados y el grado de riesgo de los mismos. En este caso particular, sin embargo, la calificación de una calificadora de riesgo no tendría objeto dado que no existiría valores registrados emitidos y en circulación a la fecha.

Por otra parte, es importante entender la situación de desventaja que tendría FPSA en relación con sus competidores del mercado de comida rápida ya que es la única empresa en esa industria que es un emisor registrado y, por lo tanto, el costo que estos reportes representan y la información que estaría disponible para sus competidores – sin aportar valor alguno al mercado de valores- constituye una desventaja competitiva para FPSA.

Por las razones arriba expuestas, somos de la opinión de que a un emisor registrado como es el caso de FPSA que no tiene valores emitidos y en circulación, pero continua siendo emisor registrados, no se le debería exigir la presentación del informe actualizado anual de calificación de riesgo ni los reportes financieros periódicos hasta el momento en que dicho emisor emita valores registrados y éstos sean adquiridos por inversionistas.

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

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

"Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 – Que regula el Mercado de Valores en Panamá"

> *Artículo 3. Objetivos de la Superintendencia. La Superintendencia tendrá como objetivo general la regulación, la supervisión y la fiscalización de las actividades del mercado de valores que se desarrollen en la República de Panamá o desde ella, propiciando la seguridad de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas.*

> *Artículo 117. Informes. Los emisores cuyos valores estén registrados en la Superintendencia deberán presentar a esta los siguientes informes:*
>
> 1. *Un informe anual, dentro del plazo establecido por la Superintendencia, el cual no excederá los ciento veinte días del cierre del año fiscal del emisor. Dicho informe anual deberá contener los estados financieros auditados del emisor y aquella otra información y documentación que prescriba la Superintendencia con arreglo a este Decreto Ley y sus reglamentos.*
> 2. *Informes interinos, los cuales deberán ser presentados con la periodicidad que determine la Superintendencia y deberán contener la información y la documentación que esta prescriba con arreglo a este Decreto Ley y sus reglamentos.*

> *Artículo 127. Terminación del registro. De oficio o a petición del emisor o de parte interesada, la Superintendencia podrá dar por terminada el registro de dicho emisor o sus valores en la Superintendencia para los efectos de este Decreto Ley, y declarar terminada la obligación del emisor de presentar informes de conformidad con este Título, siempre que dicho emisor cumpla con las siguientes condiciones:*
>
> 1. *Que no tenga en el último día de su año fiscal cincuenta o más accionista domiciliados en la República de Panamá, que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo, para los*

efectos de dichos cálculo, las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, los directores y los dignatarios de este).

2. *Que no tenga valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.*
3. *Que no tenga en circulación valores que hubiesen sido ofrecidos a través de una oferta pública sujeta a los requisitos de registro establecidos por el Título V de este Decreto Ley, a menos que se trate de valores accionarios contemplados en el numeral 1.*
4. *Que presente a la Superintendencia una solicitud de terminación de registro y cumpla con los procedimientos que sobre la materia dicte la Superintendencia.*

La Superintendencia podrá dictar normas, procedimientos y requisitos que deban cumplir los emisores que soliciten la terminación de su registro, o de sus valores, ante la Superintendencia con el fin de proteger los intereses del público inversionista.

El subrayado es nuestro

"Texto Único Acuerdo 8-2000 – Que adopta las normas aplicables a la forma y contenido de los Estados Financieros y demás información financiera que deban presentar periódicamente a la Comisión las personas registradas o sujetas a reporte según el Decreto Ley 1 de 1999."

Artículo 12. Periodicidad en la presentación de los Estados Financieros: Todas las personas registradas o sujetas a reporte ante la Comisión Nacional de Valores, deberán presentar sus correspondientes Estados Financieros con lo siguiente periodicidad:

a) Trimestralmente: Dentro de los (2) meses siguientes al cierre del trimestre correspondiente, incluyéndose en todo caso los estados financieros interinos del cuarto trimestre.
b) Anualmente: Dentro de los tres (3) meses siguientes al cierre del período fiscal correspondiente.
c) Periodos Especiales: Los que establezca la Comisión Nacional de Valores previo requerimiento en casos específicos.

Cuando los Estados Financieros...

El subrayado es nuestro

"Texto Único Acuerdo 18-2000 – Que adopta el reporte denominado Informe de Actualización, a cargo de los emisores de valores registrados ante la Comisión Nacional de Valores."

Artículo 1. Ámbito. Adoptar el reporte denominado INFORME DE ACTUALIZACIÓN Anual o Trimestral, según corresponda, a cargo de los emisores de valores registrados ante la Comisión Nacional de Valores (en adelante, los emisores). El Informe de Actualización se

presentará por medio de los Formularios IN-A o IN-T, incluidos como Anexos No. 1 y No. 2 de este Acuerdo y que forman parte integrante del mismo.

El subrayado es nuestro

"Texto Único Acuerdo 2-2010 – Que adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro en la Comisión Nacional de Valores."

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 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. ...
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 es nuestro

Artículo 15. ***De oficio o a petición del emisor, la Superintendencia podrá dar por terminado el registro de dicho emisor o sus valores ante la Superintendencia y establecer terminada la obligación del emisor de presentar reportes periódicos e informes financieros, incluyendo los Estados Financieros interinos y anuales****, siempre y cuando dicho emisor cumpla con las siguientes condiciones:*

1. *Que no tenga en el último día de su año fiscal cincuenta o accionistas domiciliados en la República de Panamá, que sean efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo, para los efectos de dicho cálculo, las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, los directores y los dignatarios de éste), si el valor de que se trata son acciones comunes.*
2. *Que siendo un emisor cuya base accionaria excede de cincuenta (50) accionistas domiciliados en la República de Panamá, que sean propietario efectivos de al menos el 10% de su capital pagado conformado por acciones comunes, accionistas que representen el setenta y cinco por ciento (75%) o más del capital emitido y en circulación aprueban no continuar como una entidad registrada en la Superintendencia del Mercado de Valores.*
3. ***Que no tengan valores listados en una bolsa de valores u otras bolsas en la República de Panamá, siempre que se trate de todos los valores y del emisor.***
4. *Que no tenga en circulación valores que hubiesen sido ofrecidos a través de una Oferta Pública sujeta a los requisitos de registro establecidos por el Título VI del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, a menos que se trate de valores accionarios contemplados en el numeral 1 anterior.*
5. *Que presente a la Superintendencia una solicitud de terminación de registro, y cumpla con los procedimientos que sobre la materia dicte la Superintendencia.*

Presentada la Solicitud de Terminación de Registro de Valores *o en aquellos casos en que se proceda mediante oficio por parte de la Superintendencia,* ***no se procederá a computar el pago de la tarifa de supervisión anual correspondiente. El emisor que cuente con otras emisiones registradas tendrá la obligación de continuar enviando reportes y continuar pagando la tarifa de supervisión respecto de los valores que continúan registrados.***

En los casos en donde se proceda de oficio, donde existan montos adeudados, la Superintendencia procederá a dar por Terminado el Registro y en la misma Resolución, se ordenará su remisión para el cobro coactivo a través de la Dirección General de Ingresos."

El resaltado y subrayado es nuestro

"Acuerdo 11-2013 de 23 de diciembre de 2013 – Que fija los criterios para la forma y las fechas de pago de las tarifas de registro y de supervisión que deberán

pagar los sujetos regulados y supervisados a la Superintendencia – modificado por el Acuerdo 3-2017 del 5 de abril de 2017."

> *Artículo 11. Cómputo de la tarifa de supervisión de valores registrados. Los valores registrados realizarán el cómputo de lo que les corresponda pagar, en concepto de tarifa anual de supervisión, a partir de la notificación de registro y autorización para oferta pública de los valores. El pago se hará antes del último día hábil del mes de mayo de cada año o la proporción que corresponda cuando aplique.*
>
> *Cuando los valores o instrumentos financieros registrados hubiesen vencido o hubiesen sido objeto de redención anticipada (en el evento que exista esta opción), antes de la expiración del año cubierto por la tarifa de supervisión, el emisor pagará la tarifa anual de supervisión que corresponda, independientemente de los días en que mantuvo en circulación los valores o instrumentos financieros registrados.*
>
> *El emisor que no mantenga valores en circulación pagará el importe mínimo de la tarifa de supervisión de los valores registrados, establecidos en la Ley.*
>
> *El subrayado es nuestro*

"Acuerdo No. 8 de 2018 de 19 de diciembre de 2018 – Por el cual se subroga el Acuerdo 2-2018 de 9 de mayo de 2018, y se modifican los plazos de los formularios de los informes sobre el emisor y las sociedades de inversión, sus operaciones, negocios y títulos valores que se encuentren registrados ante la Superintendencia del Mercado de Valores."

> *Artículo 1. Ámbito de Aplicación. El presente acuerdo será de aplicación a todos los emisores cuyos valores se encuentren registrados, de igual forma será de aplicación a las sociedades de inversión cuyas cuotas de participación se encuentren registradas de conformidad con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores.*
>
> 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 presentar los Informes de Actualización Anual y Trimestral "IN-A" o "IN-T", así como el Informe Actualizado de Calificación de Riesgo, debería aplicar a aquellos Emisores de Valores con Programa Rotativo de Valores registrados ante la Superintendencia cuyos valores actualmente no se encuentran emitidos, en circulación y listados en bolsa.

Criterio de la Superintendencia

La Superintendencia del Mercado de Valores considera que los Informes de Actualización Anual y Trimestral "IN-A" o "IN-T" son de obligatorio cumplimiento por todos los Emisores de Valores registrados indistintamente de que estos mantengan o no valores emitidos en circulación y listados en bolsa, dada la función supervisora y fiscalizadora que la ley le establece a la Superintendencia del Mercado de Valores sobre todos sus regulados.

Considera además que el Informe Actualizado de Calificación de Riesgo no es de obligatorio cumplimiento para aquellos Emisores de Valores que no mantengan valores emitidos y en circulación listados en bolsa, toda vez que el propósito de emitir una opinión sobre el riesgo de la capacidad de pago de una emisión sólo es útil y tiene sentido cuando puede ser adquirida por los inversionistas.

Una vez señalada la idea principal que se pretende en esta opinión, procederemos a exponer los argumentos y consideraciones que la sustentan.

Fundamento del Criterio de la Superintendencia

Cuando una empresa emisora (emisor) registra sus títulos valores en la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá, ésta adquiere con la institución, hasta tanto no se cancelen dichos registros, dos compromisos básicos establecidos por Ley. El primero es la obligación de presentar de forma periódica informes financieros, los cuales deben ser revisados por la parte operativa (Dirección de Emisores) de la Superintendencia del Mercado de Valores. Lo anterior es así toda vez que la misma Ley del mercado de valores le impone a la institución el deber de supervisar y fiscalizar no sólo a sólo los emisores sino también a todos los regulados que estén sujetos a reporte. El segundo compromiso es la obligación de pagar una tarifa "anual" de supervisión para que la institución pueda sufragar los costos operativos para ejercer dichas funciones. El fin último de lo anterior y su espíritu es dotar a la institución para que pueda contar oportunamente con los recursos necesarios y suficientes para sufragar los costos de infraestructura, personal capacitado y la operatividad que se requiera para cumplir con los objetivos de regulación, supervisión y fiscalización del mercado de valores, con especial protección del público inversionista, de una forma racional y eficiente, de acuerdo con los establecido por el artículo 27 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Mientras una obligación no puede existir sin la otra, ya que de otro modo no tendría razón de ser el cobro de una tarifa de supervisión sin que mediara una supervisión y fiscalización efectiva sobre las operaciones que se regulan en el mercado de valores, entendemos claramente la posición del solicitante en cuanto a la efectividad de la misma sobre emisiones cuyo valores no se encuentran listados en bolsa. No obstante lo anterior hasta tanto no se cancelen los registros respectivos, esta institución tiene el deber y la obligación por mandato de la propia ley, de ejercer su función reguladora sobre todos los sujetos regulados independiente del grado de actividad que los mismos tengan dentro del mercado de valores.

Cabe agregar que estas obligaciones de los emisores con valores registrados ya ha sido objeto de pronunciamiento mediante sentencia de 20 de marzo de 2002 por la Sala Tercera de lo Contencioso Administrativo de la Corte Suprema de Justicia, de la cual se

desprende que la obligación de presentar informes no cesa hasta que se dé por terminado el registro de dicho emisor tal y como procedemos a citar a continuación: [1]

> *"La norma impugnada en este caso estipula la obligación de rendir informes para aquellos emisores con valores registrados en la Comisión.*
>
> *El incumplimiento de esta obligación, en lo concerniente a la presentación de los estados financieros, es sancionado de conformidad con el Acuerdo No. 10-00 de 23 de junio de 2000.*
>
> *Como se ha repetido el demandante se considera exento de la presentación de informes, por carecer de valores registrados a la fecha, dada la redención anticipada de sus bonos.*
>
> *Lo anterior nos lleva al siguiente análisis.*
>
> *De una lectura de esta norma parece colegirse que la obligación prevista en ella solamente obliga a los emisores con valores registrados en la Comisión. No cabe duda en tal sentido. No obstante lo anterior, tal condición no es tan literal como lo plantea la parte actora.*
>
> *Para que esta obligación de rendir informes termine tiene que cumplirse un trámite, que es la terminación del registro, ya sea del emisor o de sus valores. Recuérdese que existe el registro obligatorio de determinados valores (cfr. Artículo 69). Este trámite de terminación del registro el demandante no ha comprobado que lo ha cumplido, tal cual lo preceptúa el artículo 81 de este Decreto Ley.*
>
> *Este artículo 81 establece que "de oficio o a petición de parte interesada, la Comisión podrá dar por terminado el registro de dicho emisor o sus valores en la Comisión para los efectos de este Decreto-Ley, y declarar terminada la obligación del emisor de presentar informes de conformidad con este Título," siempre y cuando cumplan una serie de condiciones.*
>
> *Tal como se desprende de su lectura la exención en la presentación de informes debe estar precedida de una declaración formal de la Comisión Nacional de Valores liberando al emisor de tal obligación."*

En concordancia con lo anterior, es importante aclarar para aquellos emisores cuyos registros permanezcan activos a pesar de no mantener valores en circulación listados en bolsa y que no deseen continuar con la obligación de presentar informes periódicos, que tienen la facultad de solicitar la terminación voluntaria del registro tal y como dispone el numeral 3 del artículo 127 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y el

---

[1] Demanda Contencioso Administrativa de Plena Jurisdicción Interpuesta por el Licenciado Abdiel Gabriel González, en representación de PLASTIGOL, S.A., para que se declare nula por ilegal, la Resolución No. 262-00, de 13 de octubre de 2000, dictada por la Comisión Nacional de Valores, su acto confirmatorio y para que se hagan otras declaraciones. Magistrado Ponente: Adán Arnulfo Arjona López. Panamá, veinte (20) de marzo de dos mil (2002). Fuente: Registro Judicial consultable en la siguiente dirección electrónica: http://bd.organojudicial.gob.pa/registro.html

numeral 3 del artículo 15 del Acuerdo 2-2010, con lo cual, una vez efectuado, se produce la extinción de dichas obligaciones, de lo contrario mientras la empresa mantenga la condición de emisor registrado en la Superintendencia, deberá seguir presentando los Informes de Actualización Anual (IN-A) e Informe de Actualización Trimestral (IN-T), la cual como ya hemos mencionado antes, deberá a su vez ser procesada y revisada por la Dirección operativa respectiva y estar disponible para el público inversionista.

Conclusión

Para finalizar, debemos recapitular que la razón de ser de los reporte periódicos solicitados por este organismo regulador del mercado de valores emana de las responsabilidades que el propio cuerpo normativo le establece. Que en atención a lo anterior, todo emisor registrado, independientemente del grado de actividad que mantenga en el mercado de valores, está en la obligación de reportar periódicamente y pagar la tarifa correspondiente para su respectiva supervisión. Por consiguiente, la única forma de extinción de dichas responsabilidades es que éste solicite la cancelación voluntaria del registro o que esta sea cancelada de oficio por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Acuerdo 8-2000, Acuerdo 18-2000, Acuerdo 2-2010, Acuerdo 11-2013, Acuerdo 8-2018

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

E.Domínguez/D.Jurídico

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
REPÚBLICA DE PANAMÁ

A los _____ días del mes de _____
dos mil _____
a las _____ notifique
al señor (a) _____
_____
Que antecede.
El notificado (s).

Nota: Se notificación de esta opinión N°6-2019 de 27 de noviembre de 2019 por medio de escrito recibido y presentado el 13 de diciembre de 2019.
Fdo. Jamil Pala