REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 06 - 26
De 14 de octubre de 2026

Tema: Consulta sobre aplicabilidad del régimen del mercado de valores a modelo de financiamiento colectivo mediante fideicomiso con aportes en criptoactivos / stablecoins

Solicitante: ECIJA & Co.

Criterio del Solicitante:

"...
1. Objeto de nuestra consulta:

Al amparo del artículo 14, numeral 18, del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, que faculta al Superintendente del Mercado de Valores para emitir opiniones que expresen la posición administrativa de la Superintendencia, se solicita la emisión de una opinión o posición administrativa sobre si el modelo de negocio que se describe a continuación, operando íntegra y exclusivamente en criptoactivos (stablecoins/criptomonedas estables), sin utilizar dinero de curso legal ni el sistema financiero tradicional, se encuentra o no comprendido y regulado bajo la SMV, en particular, si constituye o no oferta pública de valores o una actividad sujeta a su autorización, registro o supervisión.

3. Descripción del modelo (sic)

Una plataforma permite a usuarios inversores, ya sean residentes y/o no residentes en Panamá, participar en el financiamiento de empresas emergentes (startups) y proyectos (tanto fuera de Panamá como dentro de Panamá) previamente seleccionados.

Las inversiones se canalizan a través de un fideicomiso de administración panameño (regido por la Ley N° 1 de 1984, actualizada por la Ley 21 de 2017), constituido por una sociedad panameña y administrado por un fiduciario con licencia en Panamá.

a. El modelo funciona así:

- *La totalidad de la operatoria se cursa en activos digitales (stablecoins/criptomonedas estables): tanto los aportes de los usuarios como la eventual distribución de beneficios y las cesiones dentro de la plataforma. En ningún momento intervienen dinero de curso legal, cuentas bancarias ni el sistema financiero tradicional.*
- *Las stablecoins (criptomonedas estables) son criptoactivos diseñados para mantener un valor estable, generalmente vinculado en proporción 1:1 a una moneda de curso legal como el dólar estadounidense (USD).*
- *A diferencia de otras criptomonedas volátiles, las stablecoins buscan minimizar la fluctuación de precio mediante respaldos en reservas fiduciarias, activos equivalentes u otros mecanismos. En el presente modelo, las stablecoins se utilizan exclusivamente como medio de transferencia de valor entre los participantes y el fideicomiso, sin que constituyan en sí mismas el objeto de inversión ni confieran derechos sobre los activos subyacentes del fideicomiso.*
- *Cada usuario se adhiere al fideicomiso mediante un contrato de adhesión vinculado a un proyecto específico; esa adhesión está representada en un NFT. La cesión del NFT implica la cesión del contrato de adhesión y se encuentra restringida (no libre transmisibilidad), en tanto requiere KYC del cesionario y autorización del fideicomitente constituyente, y solo puede realizarse dentro de la plataforma.*
- *A efectos de la presente consulta, un NFT (Non-Fungible Token o token no fungible) es un registro digital único e irrepetible almacenado en una cadena de bloques (blockchain) que representa la titularidad o vinculación de su tenedor con un derecho o activo específico. A diferencia de los tokens fungibles, cada NFT es distinguible de cualquier otro, lo que lo hace idóneo para representar derechos individualizados como la condición de adherente a un fideicomiso respecto de un proyecto determinado. El NFT no confiere por sí mismo ningún derecho económico autónomo ni valor intrínseco; su función es exclusivamente representativa y de trazabilidad del contrato de adhesión subyacente.*
- *El inversor no recibe acciones ni participaciones societarias de la startup: la titularidad del equity queda en cabeza del fiduciario del fideicomiso, que ejerce los derechos políticos y económicos. El inversor solo reviste la condición de fideicomitente adherente / beneficiario del fideicomiso.*

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

- *Cada proyecto constituye un patrimonio de afectación independiente dentro del fideicomiso (registro contable separado; sin responsabilidad cruzada entre proyectos).*
- *El fideicomiso no garantiza rentabilidad ni restitución; el riesgo lo asume el inversor. Conforme el contrato, la interposición del fideicomiso no configura intermediación financiera ni los aportes constituyen valores o participaciones societarias.*
- *Todo adherente, tanto original como sucesivo, pasa por un proceso de KYC/AML.*
- *El aporte realizado por el inversor al fideicomiso no es redimible/rescatable a su discreción; la única vía de salida es la cesión del NFT/contrato de adhesión a un tercero dentro de la plataforma (sujeta a registro, KYC y autorización como usuario), o en los supuestos previstos en el contrato (restitución del aporte si no se completa la ronda; o cesión forzosa por instrucción del fideicomitente constituyente).*

4. Consultas

a. En el caso de inversores residentes en Panamá (panameños o extranjeros con residencia) que invierten a través de la plataforma.

Se solicita a la SMV que se pronuncie sobre si este modelo, recepción de aportes en criptoactivos/stablecoins canalizados a través de un fideicomiso de administración, con la condición de adherente/beneficiario representada en un NFT y sin entrega de valores ni participaciones societarias al inversor y sin que la inversión sea redimible/rescatable a discreción del inversor, se encuentra o no sujeto a la regulación, autorización, registro o supervisión de la SMV, y en particular si constituye o no oferta pública de valores.

En su caso, se solicita precisar:

- *Si el uso exclusivo de criptoactivos/stablecoins como medio de aporte y liquidación incide en esa calificación.*
- *Si la cesión de los NFT / contratos de adhesión (restringida, no libre) entre usuarios dentro de la plataforma (mercado secundario) modifica la calificación.*
- *Si existen umbrales o condiciones (número de inversores, montos, modalidades de promoción o publicidad) cuyo incumplimiento haría que el modelo quede alcanzado por la regulación.*
- *Qué recaudos se recomiendan para mantener el modelo fuera del ámbito regulado, de corresponder.*

b. En el caso de inversores extranjeros no residentes que utilizan la plataforma dentro de Panamá (es decir, acceden a la plataforma operada desde Panamá)

Se solicita a la SMV que se pronuncie sobre si este modelo, recepción de aportes en criptoactivos/stablecoins canalizados a través de un fideicomiso de administración, con la condición de adherente/beneficiario representada en un NFT y sin entrega de valores ni participaciones societarias al inversor y sin que la inversión sea redimible/rescatable a discreción del inversor, se encuentra o no sujeto a la regulación, autorización, registro o supervisión de la SMV, y en particular si constituye o no oferta pública de valores.

En su caso, se solicita precisar:

- *Si el uso exclusivo de criptoactivos/stablecoins como medio de aporte y liquidación incide en esa calificación.*
- *Si la cesión de los NFT / contratos de adhesión (restringida, no libre) entre usuarios dentro de la plataforma (mercado secundario) modifica la calificación.*
- *Si existen umbrales o condiciones (número de inversores, montos, modalidades de promoción o publicidad) cuyo incumplimiento haría que el modelo quede alcanzado por la regulación.*
- *Qué recaudos se recomiendan para mantener el modelo fuera del ámbito regulado, de corresponder.*

c.) En el caso de inversores no residentes que utilizan la plataforma como un servicio offshore

En este tercer escenario, la plataforma opera desde Panamá exclusivamente como infraestructura tecnológica y el fideicomiso panameño se utiliza como vehículo de administración, pero la totalidad de los inversores y los proyectos financiados se encuentran domiciliados fuera de la República de Panamá. No se realiza captación de recursos del público panameño, no se ofrecen instrumentos al mercado local y la actividad no tiene incidencia directa en el mercado de valores panameño. Se trata, en esencia, de un negocio de servicios financieros offshore que utiliza la jurisdicción panameña exclusivamente como plataforma de servicios fiduciarios y tecnológicos.

En este escenario, se solicita a la SMV que se pronuncie sobre:

- *Si este modelo se encuentra o no sujeto a la regulación, autorización, registro o supervisión de la SMV.*

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

- *Si la mera radicación del fideicomiso y la plataforma tecnológica en Panamá, sin captación de recursos del público panameño ni oferta al mercado local, activa la competencia supervisora de la SMV.*
- *Si la ausencia de inversores residentes en Panamá y de proyectos panameños excluye la operación del ámbito del artículo 4 del Texto Único.*
- *Qué recaudos se recomiendan para mantener este modelo fuera del ámbito regulado.*

..."

Posición Administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores

Antes de entrar en el análisis de fondo de nuestra posición administrativa, consideramos relevante incorporar la normativa aplicable a la presente consulta (destacamos lo subrayado y resaltado a continuación):

1. **Texto Único de la Ley del Mercado de Valores:**

*"**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 jurídica de todos los participantes del mercado y garantizando la transparencia, con especial protección de los derechos de los inversionistas."*

*"**Artículo 4.** Actividades del mercado de valores. Serán actividades del mercado de valores las siguientes:*

1. *El registro de valores y autorización de la oferta pública de valores.*
2. *La asesoría de inversión.*
3. *La intermediación de valores e instrumentos financieros.*
4. *La apertura y gestión de cuentas de inversión y de custodia.*
5. *La administración de sociedades de inversión.*
6. *La custodia y depósito de valores.*
7. *La administración de sistemas de negociación de valores e instrumentos financieros.*
8. *La compensación y liquidación de valores e instrumentos financieros.*
9. *La calificación de riesgo.*
10. *El servicio de proveer precios sobre valores.*
11. *La autorregulación a que se refiere la Ley del Mercado de Valores.*
12. *El suministro de información al mercado de valores, incluyendo el acopio y procesamiento de esta.*
13. *Las demás actividades previstas en la Ley del Mercado de Valores o que se determinen a través de otras leyes, **siempre que constituyan actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público**, que se efectúen **mediante valores o instrumentos financieros**.*

Las entidades que realicen cualquiera de las actividades señaladas en este artículo, en Panamá o desde ella, estarán sujetas a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores. No quedarán sujetos a la fiscalización de esta entidad los bancos (excepto cuando sean casas de valores), las empresas financieras, además de las entidades y personas naturales o jurídicas que la ley exceptúe expresamente."

*"**Artículo 49.** Definiciones. Para efectos de este Decreto Ley, los siguientes términos se entenderán así:*

1...

...

33. ***Instrumento financiero**. Cualquier contrato que origina el nacimiento de un activo financiero para una entidad y el nacimiento de un pasivo financiero o un instrumento de capital para la otra entidad. Los instrumentos financieros incluyen de esta forma todos los activos financieros y pasivos financieros que estén titularizados o no, así como todos sus derivados, cuyos activos subyacentes pueden ser divisas, metales preciosos y otros.*

...

68. ***Valor**. Todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Superintendencia determine que constituye un valor.*

Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos:

1. *Certificados o títulos no negociables representativos de obligaciones, emitidos por bancos a sus clientes como parte de sus servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos., como certificados de depósito no negociables. Esta excepción*

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

no incluye las aceptaciones bancarias negociables ni los valores comerciales negociables emitidos por instituciones bancarias.

2. *Pólizas de seguro, certificados de capitalización y obligaciones similares emitidas por compañías de seguros.*

3. *Cualesquier otro instrumentos, títulos o derechos que la Superintendencia haya determinado que no constituye un valor."*

> *"**Artículo 201.** Títulos físicos, anotaciones en cuenta y tenencia indirecta. Los valores negociados en plaza podrán estar representados por **certificados o documentos físicos**, **por medio de anotaciones en cuenta**, cuya titularidad se documentará únicamente en el registro que a tal fin lleve el emisor del valor o un representante de este, **o por el sistema de tenencia indirecta**, con arreglo al Capítulo III de este Título.*
>
> *Los valores representados por certificados o documentos físicos no estarán sujetos a lo establecido en este Título. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta estarán sujetos a lo dispuesto en el Capítulo II de este Título y los valores que formen parte de un sistema de tenencia indirecta, así como los derechos bursátiles dimanantes de dicho sistema, estarán sujetos a lo dispuesto en el Capítulo III del presente Título."*

Para mayor claridad, dividiremos en análisis en etapas.

I. Posición administrativa en torno a los activos virtuales en general y los productos de inversión que son parte de la competencia de la Superintendencia.

Desde la Opinión No. 04-25 de 27 de agosto de 2025 y anteriores, la Superintendencia del Mercado de Valores ha exteriorizado su posición administrativa en torno a los activos virtuales, indicando la necesidad de evaluar la actualización al ordenamiento legal vigente para regularlos, por un tema de seguridad jurídica, tanto para establecer su naturaleza y tratamiento, como para determinar reglas claras para los participantes de estos mercados, así como competencias claras y facultades suficientes a las autoridades que supervisarán esos mercados.

En ese sentido, —esta Superintendencia no ostenta actualmente competencia general para regular y supervisar el mercado de activos virtuales en Panamá—. Sin embargo, ello no excluye el ejercicio de las atribuciones que le confiere el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores cuando, mediante la utilización de activos virtuales o de las tecnologías que los sustentan, se desarrollen actividades comprendidas dentro del ámbito de aplicación de dicho cuerpo normativo. Esto último lo desarrollaremos más adelante.

En virtud de lo dispuesto en los artículos 2 y 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, la Superintendencia del Mercado de Valores, como Organismo Autónomo del Estado, tiene competencia para regular, supervisar y fiscalizar las actividades del mercado de valores que se desarrollen en o desde Panamá.

Las actividades comprendidas dentro del ámbito de aplicación del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores incluyen, entre otras, la oferta pública de valores, la intermediación de valores e instrumentos financieros y las demás actividades sujetas a regulación, supervisión y fiscalización de esta Superintendencia.

Las actividades del mercado de valores incluyen, entre otras, la —oferta pública de valores— que realice un emisor o una persona afiliada a este o un oferente en Panamá, para lo cual se requiere previamente de registro y autorización de los valores ante la Superintendencia del Mercado de Valores y a menos que la oferta esté exenta de registro, tal como se desprende de los artículos 4, 115, 128 y 129 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. También incluyen la —intermediación de valores e instrumentos financieros—, para lo cual se requiere de licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como se observa de los artículos 4 y 49 (numeral 34) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, se comprende el manejo, aprovechamiento e inversión de —recursos captados del público—, por medio de —valores o instrumentos financieros—.

Tenemos, entonces, que los valores e instrumentos financieros son los productos de inversión del ámbito o competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores. Cada uno de estos productos está definido en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Es importante remitirse a la Opinión No. 04-25 de 27 de agosto de 2025, donde esta Autoridad Administrativa desarrolló el alcance de los conceptos valor e instrumento financiero. De la definición de valor, ampliaremos más adelante.

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

II. Posición administrativa en torno al *crowdfunding* de inversión.

Una vez delimitados los productos y su alcance, debemos remitirnos al mecanismo y medio de obtención de recursos del público planteado en la consulta, es decir, —el financiamiento colectivo— . El tema también fue analizado por esta Autoridad Administrativa, a través de la Opinión No. 001-2018 de 1 de marzo de 2018, de la cual sintetizamos la definición de financiamiento colectivo o *crowdfunding* como un mecanismo alternativo de captación de recursos del público mediante plataformas en línea, en el que múltiples personas aportan fondos, habitualmente pequeñas sumas de dinero, para financiar un proyecto o actividad.

La Opinión No. 001-2018 distingue cuatro modalidades: de préstamos (*crowdlending*), de inversión (*equity crowdfunding*), de recompensa y de donación. Para la Superintendencia del Mercado de Valores, de estas modalidades, la que corresponde al ámbito propio del mercado de valores es el —*crowdfunding* de inversión—, partiendo del hecho que a través de esta una empresa ofrece, mediante una plataforma o portal en línea, acciones o participaciones a cambio de los aportes realizados por los inversionistas, es decir, se ofrecen valores, que son los productos de inversión del ámbito o competencia de esta Autoridad Administrativa.

Además, se consideró que el *crowdfunding* de inversión —tiene carácter público—, debido a que se realiza a través de Internet y puede alcanzar a un público indeterminado. Por ello, se concluyó que el ofrecimiento de acciones o cuotas de participación mediante *crowdfunding* —constituye una oferta pública de valores— conforme al Título V del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, independientemente de que los valores se ofrezcan física o electrónicamente. En virtud de esto, debe registrarse y contar con la autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores, el ofrecimiento de valores en Panamá, a través del *crowdfunding* de inversión.

III. Esquema planteado en la consulta para el *crowdfunding* en Panamá.

Remitiéndonos al esquema planteado en la consulta, tenemos que se apunta hacia una modalidad de financiamiento colectivo con las siguientes características:

a. Una plataforma tecnológica que permite a usuarios inversores, ya sean residentes en Panamá o no, participar en el financiamiento de empresas emergentes (*startups*) y proyectos, fuera y dentro de Panamá, previamente seleccionados.
b. Las inversiones se canalizan mediante un fideicomiso regido por la Ley 1 de 5 de enero de 1984, constituido por una sociedad panameña y administrado por un fiduciario con licencia en Panamá.
c. La totalidad de la operativa se cursa exclusivamente en los activos virtuales conocidos como *stablecoins* o criptomonedas estables, tanto los aportes de los usuarios, como la eventual distribución de beneficios y las cesiones dentro de la plataforma tecnológica. En ningún momento interviene dinero de curso legal, cuentas bancarias ni el sistema financiero tradicional. Las *stablecoins* se utilizan exclusivamente como medio de transferencia de valor entre los participantes y el fideicomiso, sin que constituyan en sí mismos el objeto de inversión ni confieran derechos sobre los activos subyacentes del fideicomiso.
d. Cada usuario se adhiere al fideicomiso mediante un contrato de adhesión vinculado a un proyecto específico. La adhesión está representada en un token no fungible (*non-fungible token* o NFT), de manera que la cesión del NFT implica la cesión del contrato de adhesión y está restringida, en tanto requiere del *know your customer* (KYC) del cesionario y la autorización del fideicomitente constituyente, y solo puede realizarse dentro de la plataforma tecnológica. En mérito de lo anterior, el inversor no recibe acciones ni participaciones societarias de la *startup*, ya que solo recibe la condición de fideicomitente adherente / beneficiario del fideicomiso. La titularidad del *equity* queda en cabeza del fiduciario del fideicomiso, que ejerce los derechos políticos y económicos. En ese sentido, se indica que el NFT no confiere por sí mismo ningún derecho económico autónomo ni valor intrínseco; su función es exclusivamente representativa y de trazabilidad del contrato de adhesión subyacente.
e. El aporte realizado por el inversor al fideicomiso no es redimible/rescatable a su discreción; la única vía de salida es la cesión del NFT/contrato de adhesión a un tercero dentro de la plataforma (sujeta a registro, KYC y autorización como usuario), o en los supuestos previstos en el contrato (restitución del aporte si no se completa la ronda; o cesión forzosa por instrucción del fideicomitente constituyente).
f. Cada proyecto constituye un patrimonio de afectación independiente dentro del fideicomiso y este no garantiza rentabilidad ni restitución. El riesgo lo asume el inversor.

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

IV. Análisis en torno a los *stablecoins*, NFT y tipología conocida del resto de activos virtuales, así como aplicación del principio o enfoque "sustancia sobre la forma" para identificar un valor.

Tanto los *stablecoins* como los NFT son parte del ecosistema de activos virtuales. Pasemos a identificarlos y definirlos a partir de esas denominaciones, acrónimos o etiquetas que se les han dado en estos mercados y tratemos de delimitar su naturaleza.

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), en noviembre de 2023 emitió el *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets - Final Report*[1], con 18 recomendaciones destinadas a promover una mayor coherencia en la forma en que sus miembros abordan la regulación y supervisión de las actividades con criptoactivos, dada la naturaleza transfronteriza de estos mercados, los riesgos de arbitraje regulatorio y el riesgo significativo de daño al que siguen estando expuestos los inversores minoristas. El principio rector, en ese sentido según IOSCO, debe ser —"mismas actividades, mismos riesgos, misma regulación/resultados regulatorios" —. En ese sentido, IOSCO exhorta a sus miembros a utilizar los marcos regulatorios existentes o nuevos marcos regulatorios para regular y supervisar la negociación de criptoactivos y otros servicios relacionados con estos, así como la emisión, oferta y venta de criptoactivos (incluidos aquellos ofrecidos como inversiones), de manera consistente con los Objetivos y Principios de IOSCO para la Regulación de Valores y con los estándares, recomendaciones y buenas prácticas pertinentes de IOSCO. El enfoque regulatorio debería procurar alcanzar resultados regulatorios en materia de protección de los inversionistas e integridad del mercado que sean iguales o consistentes con aquellos exigidos en los mercados financieros tradicionales.

En cuanto a la posibilidad de adoptar una taxonomía de los criptoactivos que permita esclarecer su naturaleza jurídica y establecer un tratamiento diferenciado, IOSCO ha señalado que su enfoque —no se sustenta en los acrónimos, etiquetas o convenciones de denominación— utilizados en estos mercados —tales como NFT o *stablecoins*—, sino en el principio de — "sustancia sobre la forma" —. Bajo este enfoque, lo relevante es atender a la —sustancia económica del criptoactivo y a su equivalencia funcional con los instrumentos financieros tradicionales—, con independencia del supuesto caso de uso o propósito que se le atribuya en los materiales de comercialización y/o distribución que lo acompañen. De esta manera, IOSCO adopta un enfoque funcional y económico, orientado a los riesgos y resultados regulatorios, en lugar de establecer una taxonomía jurídica uniforme de los criptoactivos, —cuya determinación corresponde, en última instancia, a cada jurisdicción—.

El citado Reporte de noviembre de 2023, IOSCO incluye un glosario con definiciones técnicas, aclarando que —de ninguna forma pretenden establecer definiciones jurídicas—, justamente por lo que mencionamos al final del párrafo anterior. En ese sentido, define los *stablecoins* en la línea de lo manifestado por el Financial Stability Board (FSB), como veremos posteriormente. No obstante, reiteramos que el enfoque de IOSCO está orientado hacia la sustancia económica sobre la forma, de modo que la denominación de un activo virtual como "*stablecoins*" o "NFT" no determina por sí misma su naturaleza jurídica ni su tratamiento regulatorio, sino que deben examinarse y atenderse sus características, funciones, riesgos y sustancia económica.

Ahora bien, a falta de una regulación en nuestro país, es necesario apoyarnos de otras jurisdicciones y organismos, en cómo han analizado, identificado y definido los activos virtuales que nos ocupan.

Iniciemos con —los *stablecoins*—, como habitualmente se les denomina. Son una categoría de activo virtual que —busca mantener un valor estable en relación con un activo específico (por ejemplo, una moneda *fiat*), o con un conjunto o cesta de activos—, según los definen el FSB en el High-level *Recommendations for the Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets - Final Report*[2], de julio de 2023. Este Organismo también nos indica que pueden emplear medios algorítmicos u otros para estabilizar o influir en su valor de mercado; además, que son un intento de abordar la alta volatilidad de los activos virtuales tradicionales y que tienen el potencial de aportar eficiencia a los pagos, incluidos los pagos transfronterizos, y de promover la inclusión financiera; sin embargo, no existe una definición universalmente acordada de los *stablecoins*, cuyo nombre no significa afirmar que su valor sea necesariamente estable ni que sea una moneda *fiat*. Véase en el *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements- Final Report and High-Level Recommendations*[3], de octubre de 2020.

[1] https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf
[2] https://www.fsb.org/uploads/P170723-2.pdf
[3] https://www.fsb.org/uploads/P131020-3.pdf

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

La interrogante que nos concierne, entonces, está en lo siguiente:

—¿Los *stablecoins* se consideran o no valor o instrumento financiero?—.

La Unión Europea, en el año 2023, adoptó el Reglamento (UE) 2023/1114 (también conocido como MiCA), relativo a los mercados de criptoactivos (como también se les conoce a los activos virtuales), para contemplar —aquellos que no se consideran instrumentos financieros— y, por lo tanto, no les aplica MiFID II o la Directiva europea 2014/65/UE, sobre mercados de instrumentos financieros[4]. De esta forma, MiCA abarca al resto de criptoactivos, estableciendo un tipo de taxonomía que incluye lo siguiente[5]:

1. *E-Money Tokens (EMT)*: tokens de dinero electrónico, los definen como los criptoactivos cuyo objetivo es estabilizar su valor con relación a una sola moneda *fiat* (por ejemplo, ***stablecoins* referenciadas 1:1 al dólar o al euro**). Se emplean normalmente para efectuar pagos.
2. *Asset-Referenced Tokens (ART)*: tokens referenciados a activos, los definen como los criptoactivos distintos de los EMT cuyo objetivo es estabilizar su valor en relación con otros activos o conjunto de activos (por ejemplo, ***stablecoins* referenciadas a múltiples monedas o activos**). Con esta categoría se busca evitar se eluda el Reglamento MiCA y tener una visión a futuro.
3. Otros criptoactivos: cualquier otro que no sea ART ni EMT, pero que se emite y comercializa, incluyendo así las —criptomonedas— como Bitcoin (BCT) y los —*utility tokens*—, definidos como un tipo de criptoactivo utilizado únicamente para dar acceso a un bien o un servicio prestado por su emisor.

En Estados Unidos, por su parte, la División de Finanzas Corporativas del U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) publicó en abril de 2025 un análisis sobre los *stablecoins*[6], sobre la base de que se está ante un tipo de criptoactivo diseñado para mantener un valor estable con un activo de referencia, como el dólar u otra moneda fiduciaria, o una materia prima, como el oro, o un conjunto de activos. Generalmente, están diseñadas para reproducir el valor del activo de referencia en una proporción de 1:1; para ello, pueden utilizar diferentes métodos; en algunos casos, mantienen un valor estable al estar respaldadas por activos mantenidos en una reserva; en otros, están diseñadas para utilizar mecanismos distintos a las reservas para mantener un valor estable, como el uso de algoritmos que aumentan o disminuyen la oferta de *stablecoins* en respuesta a la demanda. Según la División, la oferta y venta de este tipo de activos virtuales, bajo las circunstancias descritas, —no implica una oferta y venta de valores—, luego de un análisis interesante conforme al Reves Test (para definir si un pagaré o instrumento de deuda se considera valor) y Howey Test (la prueba del contrato de inversion).

En el primer Test (Reves), la División concluye que los *stablecoins* —no son valores— según la Reves porque: (1) los vendedores utilizan los ingresos para financiar una reserva y los compradores no están motivados por un rendimiento esperado de sus fondos; (2) las *stablecoins* se distribuyen de manera que no fomenta la negociación para la especulación o inversión; (3) un comprador razonable probablemente esperaría que las *stablecoins* no sean inversiones; y (4) la disponibilidad de una reserva adecuadamente financiada para satisfacer completamente los reembolsos a solicitud es una característica que reduce el riesgo de las *stablecoins*. En resumen, la oferta y venta de las *stablecoins* tiene como objetivo —promover un fin comercial o de consumo—. En el segundo Test (Howey), concluyen que los *stablecoins* —no se ofrecen ni venden como contratos de inversión— según Howey, tomando en cuenta que —los compradores no las adquieren con la expectativa razonable de obtener ganancias derivadas de la actividad empresarial o gerencial de terceros—, ya que estos instrumentos no se comercializan como inversiones ni se hace hincapié en su potencial de rentabilidad. Por el contrario, los compradores están motivados a usar o consumir las *stablecoins* como los llamados "dólares digitales", del mismo modo que se usaría el USD.

Esta conclusion, no obstante, no constituye una exclusión general aplicable a todas las *stablecoins*, cuya naturaleza debe evaluarse atendiendo a sus características y a las circunstancias de su oferta y comercialización, tal como veremos más adelante.

A continuación, corresponde abordar —los tokens no fungibles o NFT—.

Un Organismo internacional que nos proporciona una definición técnica sobre los NFT, es el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) en el *Updated Guidance for a Risk-Based Approach to*

[4] Unión Europea. (20 de agosto de 2025). *Euro Lex - Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo de 31 de mayo de 2023*. Recuperado el 20 de agosto de 2025 de: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32023R1114
[5] CNMV España. (20 de agosto de 2025). MiCA: Nueva regulación de criptoactivos. Recuperado el 20 de agosto de 2025 de: https://www.cnmv.es/portal/mica/regulacion-criptoactivos?lang=es
[6] https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/statement-stablecoins-040425

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers[7], de octubre de 2021. GAFI nos dice que son activos digitales (denominación por la que también se conoce a los activos virtuales) que —son únicos, en lugar de intercambiables, y que en la práctica se utilizan como objetos de colección, en lugar de utilizarse como medios de pago o instrumentos de inversión—. No obstante, en la misma línea que las recomendaciones de IOSCO, GAFI tiene un —enfoque funcional—, por lo que recomiendan —considerar la naturaleza del NFT y su función en la práctica—, y no la terminología que se utilice para comercializarlos. En tal sentido, toman en cuenta que los activos virtuales evolucionan rápidamente, de modo que plantean que el enfoque funcional es particularmente relevante en el contexto de los NFT y otros activos virtuales similares, los cuales recomiendan —analizar caso por caso para determinar si realmente se están utilizando con fines de pago o de inversión—.

Por su parte, del citado Reglamento MiCA de la Unión Europea, se desprende que no aplica para el caso de los criptoactivos que sean únicos o no fungibles con otros criptoactivos, o NFT que es el acrónimo con el que se les identifica en estos mercados, debido a que, aun cuando se considera que podrían negociarse en los mercados y acumularse con fines especulativos, no son fácilmente canjeables, y el valor relativo de un criptoactivo de este tipo con respecto a otro, siendo cada uno de los cuales único, no puede determinarse por comparación con un mercado existente o con un activo equivalente. Tales características, considera la Unión Europea, limitan la medida en que dichos criptoactivos pueden tener un uso financiero, acotando así los riesgos para los tenedores y el sistema financiero y justifican su exclusión del ámbito de aplicación del referido Reglamento.

No obstante, la Unión Europea también —apela al enfoque funcional—, al indicar en el citado Reglamento MiCA que la mera atribución de un identificador único a un criptoactivo no es suficiente, en sí o por sí misma, para clasificarlo como único y no fungible. De esta forma, por ejemplo, manifiestan que la emisión de criptoactivos como fichas no fungibles —en una amplia serie o colección debe considerarse un indicador de su fungibilidad—. Para que un criptoactivo se considere único y no fungible, también los activos o derechos representados han de ser únicos y no fungibles. La exclusión de los criptoactivos únicos y no fungibles del ámbito del referido Reglamento se entiende —sin perjuicio de la consideración de dichos criptoactivos como instrumentos financieros—. En ese sentido, sostienen que las autoridades competentes, al evaluar y clasificar los criptoactivos, deben adoptar un enfoque en el que —predomine el fondo sobre la forma—, según el cual las características del criptoactivo en cuestión determinen la clasificación y no su designación por el emisor.

En Estados Unidos, el SEC y el Commodity Futures Trading Commission (CFTC) recientemente, en marzo de 2026, emitieron una Guía interpretativa de aplicación de las leyes federales de valores a ciertos tipos de criptoactivos[8], es decir, un tipo de taxonomía de los activos virtuales. Básicamente, consideran que —cualquier tipo de valor, bien, servicio, derecho o interés— puede representarse en formato digital como criptoactivo, de manera que, —con base a sus características, uso y funciones—, los clasifican de la siguiente forma que procuramos explicar:

1. *Digital commodities*: o materia prima digital, criptoactivos que son parte integral de un sistema criptográfico funcional descentralizado (sin una entidad central que los supervise), cuyo valor deriva de la operación del mismo y de las dinámicas de oferta y demanda, —en lugar de derivarlo de la expectativa de obtener beneficios provenientes de los esfuerzos de gestiones esenciales de terceros—; por lo tanto, no poseen propiedades o derechos económicos intrínsecos, en el sentido de generar un rendimiento pasivo u otorgar derechos sobre ingresos, ganancias o activos futuros de una empresa, prominente u obligado. Algunos ejemplos: Bictoin (BTC), Cardano (ADA) y Dogecoin (DOGE).
2. *Digital collectibles*: es un criptoactivo diseñado para ser coleccionado y/o utilizado, que puede representar o conferir derechos sobre obras de arte, música, videos, tarjetas coleccionables, artículos utilizados dentro de videojuegos, o representaciones digitales o referencias a memes de Internet, personajes, acontecimientos actuales o tendencias, entre otras cosas. Tampoco posee propiedades o derechos económicos intrínsecos, en el sentido descrito en el numeral 1. Al igual que un coleccionable físico, el valor de un coleccionable digital —no se basa en la expectativa de obtener ganancias derivadas de ningún esfuerzo de gestiones escenciales de su creador—, sino más bien en la oferta y la demanda, lo que en muchos casos depende de la temática, la popularidad o la escasez del coleccionable digital, como ocurre con los coleccionables físicos. Algunos ejemplos: CryptoPunks y Chromie Squiggles. —Esto es básicamente lo que se conoce en el ecosistema bajo el acrónimo de NFT—.
3. *Digital tools*: se emiten habitualmente para su uso en sistemas criptográficos y están diseñadas para desempeñar funciones prácticas dentro de dichos sistemas, como la de membersía, *ticket*, credencial, título o identificación. Por lo general, los *digital tools* no son transferibles. De esta

[7] https://www.fatf-gafi.org/content/dam/fatf-gafi/guidance/Updated-Guidance-VA-VASP.pdf.coredownload.inline.pdf
[8] https://www.sec.gov/files/rules/interp/2026/33-11412.pdf

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

forma, —su valor deriva de su utilidad funcional en esos sistemas—. El precio al que se puede reevender la herramienta digital, en caso de que pueda reevenderse, se basa en su utilidad funcional y —no en alguna expectativa de ganancias derivadas de los esfuerzos de gestión esenciales de su desarrollador— (por ejemplo, las personas que adquieren una membresía de un museo no esperan obtener una ganancia de los esfuerzos de gestión esenciales de los operadores del museo); por lo tanto, tampoco poseen propiedades o derechos económicos intrínsecos, en el sentido descrito en el numeral 1. Algunos ejemplos: Ethereum Name Service (ENS) y CoinDesk's 'Microcosms' NFT Consensus.

4. *Stablecoins*: criptoactivo diseñado para mantener un valor estable en relación con un activo de referencia, como el dólar estadounidense. Se distinguen de las *payment stablecoins*, las cuales quedan sujetas al GENIUS Act promulgado en julio de 2025, definidas como aquel activo digital que se utiliza, o está diseñado para utilizarse, como medio de pago o liquidación y cuyo emisor generalmente tiene la obligación de convertirlas, redimirlas o recomprarlas por una cantidad fija de valor monetario, y declara que mantendrá, o crea la expectativa razonable de que mantendrá, un valor estable en relación con el valor de un monto fijo de valor monetario. —Las *payment stablecoins* quedan excluidas legalmente de la definición de valor—. Las *stablecoins* distintas de las *payment stablecoins*, pueden cumplir con la definición de valor, dependiendo de los hechos y circunstancias, en cuyo caso, recordemos el análisis realizado por la División de Finanzas Corporativas del SEC, donde aplica el Reves Test y el Howey Test.
5. *Digital securities*: un valor digital o comúnmente denominado "valor tokenizado", es aquél instrumento financiero que cumple con la definición de "valor" y está representado por un activo digital, donde el registro de propiedad se mantiene en todo o en parte a través de las redes criptográficas. Básicamente, se concluye que valor es valor independientemente de su formato o etiqueta y del hecho que se emita o represente de forma centralizada o descentralizada. —La tecnología o denominación utilizada no modifica por sí sola su naturaleza jurídica—.

En resumen, el SEC y el CFTC, a través de la mencionada Guía interpretativa, concluyen que, en principio, no son valor los *digital commodities*, *digital collectibles*, *digital tools* y *stablecoins*; sin embargo, indistintamente de las denominaciones, acrónimos o etiquetas que se le den al activo virtual, habrá que revisar y verificar si, a través de ellos, se está ofreciendo un valor (Reves Test y Howey Test).

V. Posición administrativa sobre los valores representados a través de tecnologías de registro distribuido y su posibilidad de negociación en el mercado local.

Llegado a este punto, la revisión exhaustiva de los principios y enfoques que están adoptando otras jurisdicciones y al que han hecho eco distintos organismos internacionales, en sí, lo relativo a "sustancia sobre la forma", nos lleva como Superintendencia del Mercado de Valores a revisar nuevamente la definición de valor prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y ampliar lo expresado en la Opinión No. 04-25 de 27 de agosto de 2025.

Según el referido principio o enfoque, del ecosistema de activos virtuales, se debe identificar si tras esta forma de representación tecnológica, e indistintamente de la denominación o acrónimo que se les dé, subyace realmente un valor o se está ofreciendo un contrato, instrumento o derecho que responde a la naturaleza y características de un valor.

De esta manera, ciertamente vemos que la definición de valor prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores —no lo circunscribe a una forma específica de representación—, sino que está desarrollada a partir de ejemplos de lo que se considera valor y deja abierta la posibilidad de que también se considere valor —cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como valor o que la Superintendencia del Mercado de Valores determine que constituye un valor.—

A partir de la facultad prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, esta Superintendencia puede analizar y determinar si un determinado instrumento o derecho constituye un valor, atendiendo a sus características jurídicas y económicas, con independencia de su denominación o forma tecnológica de representación. No obstante, dicha facultad debe ejercerse dentro de los límites y procedimientos establecidos en el ordenamiento jurídico vigente.

De hecho, mediante la Opinión N° 05-2023 de 24 de agosto de 2023, esta Autoridad Administrativa había adelantado la posibilidad de regular los activos virtuales que son valores similares a la definición que establece el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

En la Opinión No. 01-26 de 29 de abril de 2026, esta Autoridad Administrativa indicó que tradicionalmente la naturaleza de un valor conlleva que se: i) se realiza la inversión en un documento, título o instrumento ofrecido públicamente; ii) para financiar al emisor de estos; iii) —de quien se espera realice los esfuerzos (se tiene la expectativa) de que genere ganancias o rendimientos sobre la inversión realizada— (es decir, retorno financiero, ya sea por: la distribución de dividendos, intereses o la apreciación del valor del documento, título o instrumento).

Ciertamente, observamos que, en el ecosistema de activos virtuales, se pueden utilizar las tecnologías de registro distribuido o descentralizado, o *blockchain* que es la que comúnmente se conoce, para representar y emitir instrumentos o derechos que sí responden a la naturaleza de un valor. De hecho, vimos que el SEC y el CFTC los ubican dentro de la categoría de *digital securities*.

En mérito de lo anterior, **en la medida que en Panamá se ofrezcan públicamente valores representados a través dichas tecnologías, es innegable que se estaría realizando una actividad económica reservada por el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores que, sin la autorización de la Superintendencia del Mercado de Valores y salvo las exenciones previstas en el artículo 129 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, no puede llevarse a cabo en nuestro país**.

Esta posición administrativa se adopta justamente en función de proteger los derechos de los inversionistas, que es uno de los objetivos que establece para la Superintendencia del Mercado de Valores el artículo 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, y de prevenir un arbitraje regulatorio que genere condiciones desiguales frente a los participantes del mercado de valores debidamente autorizados. El empleo de estas tecnologías, reiteramos, no altera la naturaleza jurídica de un valor, ni excusa el cumplimiento del marco legal vigente; pretender operar al margen de la supervisión de la Superintendencia, bajo el pretexto de la tecnología utilizada para la representación de lo que finalmente califica como valor, vulnera la igualdad de condiciones e incrementa los riesgos para el mercado de valores.

Recordemos el principio al que insta IOSCO observar en estos nuevos mercados: "mismas actividades, mismos riesgos, misma regulación/resultados regulatorios".

Ahora bien, el artículo 201 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, sobre la forma de representación de los valores —negociados en la plaza—, **no contempla expresamente el uso de tecnologías de registro distribuido o descentralizado o *blockchain* ni el régimen aplicable para ello**, sino que lo circunscribe expresamente en que solo puede ser: i) **por certificados o documentos físicos**; ii) **por medio de anotaciones en cuenta** sujeto a lo dispuesto en el Capítulo II del Título X del Texto Único y; iii) **por el sistema de tenencia indirecta** sujeto a lo dispuesto en el Capítulo III del Texto Único. Tanto las anotaciones en cuenta como el sistema de tenencia indirecta se llevan en registros centralizados.

En otras palabras, la normativa vigente presenta una asimetría: por un lado, el artículo 49 de nuestro Texto Único faculta a la Superintendencia para reconocer un valor por su sustancia o naturaleza económica, es decir, con independencia de su forma de representación; por el otro, el artículo 201 fija la representación de los valores —negociados en la plaza— a los esquemas tradicionales, físicos o centralizados, desarrollando, a partir de ello, un régimen basado **en la anotación en cuenta**; no obstante, ciertamente, el artículo 213 permite que las anotaciones en cuenta puedan ser llevadas **por medios** físicos, mecánicos o **electrónicos** u otros autorizados por la Superintendencia, pero este tema puede ser desarrollado en otra Opinión.

VI. Análisis y posición administrativa sobre el caso planteado.

De conformidad con los antecedentes expuestos y el análisis desarrollado en los apartados anteriores, esta Superintendencia considera que, para determinar si el modelo de financiamiento colectivo objeto de la consulta se encuentra comprendido dentro del ámbito de aplicación del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, es necesario atender a la naturaleza jurídica y sustancia económica de los instrumentos y derechos ofrecidos a los inversionistas, con independencia de la tecnología utilizada para representarlos, transferirlos o liquidarlos.

1. Sobre la naturaleza jurídica de las *stablecoins* y los NFT que se plantean.

En cuanto a las *stablecoins*, su utilización exclusiva como medio de transferencia de valor económico, para efectuar los aportes de los inversionistas y distribuir los eventuales beneficios del fideicomiso, no determina, por sí misma, que constituyan valores o instrumentos financieros sujetos a la regulación de esta Superintendencia. En el modelo consultado, según lo manifestado por el

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

solicitante, las *stablecoins* no constituyen el objeto de inversión ni confieren derechos económicos sobre los activos subyacentes del fideicomiso.

Respecto de los tokens no fungibles o NFT, debemos reiterar que su denominación o acrónimo, representación tecnológica o condición de activos virtuales no determinan, por sí mismas, su naturaleza jurídica, ni permiten excluirlos del ámbito de aplicación del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, cuando en el fondo se esté ofreciendo públicamente un instrumento o derecho que califique naturalmente como valor.

En el caso que nos ocupa, según lo manifestado por el solicitante, cada NFT representa un contrato de adhesión vinculado a un proyecto específico, mediante el cual el inversionista adquiere la condición de fideicomitente adherente y beneficiario de un fideicomiso. Asimismo, se indica que el NFT no confiere derechos económicos autónomos ni posee valor intrínseco, sino que constituye un mecanismo tecnológico de representación, identificación, trazabilidad y cesión de los derechos derivados del contrato de adhesión.

Sin embargo, estas características no son suficientes para descartar que, a través del NFT y del contrato que representa, se estén ofreciendo derechos que respondan a la naturaleza de un valor, conforme a la definición prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

En efecto, aunque el NFT no confiera por sí mismo derechos económicos autónomos, su titularidad está vinculada a un contrato mediante el cual el inversionista **realiza un aporte económico para financiar un proyecto, asume los riesgos de la inversión y adquiere derechos sobre los eventuales beneficios que genere el patrimonio fideicomitido correspondiente**.

Por consiguiente, la naturaleza jurídica del NFT no debe examinarse de manera aislada del contrato de adhesión que representa ni de los derechos económicos que este confiere. En aplicación del enfoque de sustancia sobre la forma, corresponde analizar integralmente el instrumento, el contrato subyacente y la operación económica que se desarrolla mediante la plataforma tecnológica.

De igual manera, el hecho de que la cesión del NFT se encuentre restringida a los usuarios de la plataforma, sujeta a procedimientos de conocimiento del cliente (KYC) y a la autorización del fideicomitente constituyente, no determina, por sí mismo, que los derechos representados carezcan de la naturaleza de un valor.

2. Sobre la naturaleza de los derechos económicos ofrecidos mediante el fideicomiso.

De acuerdo con el esquema presentado, los inversionistas realizan aportes económicos destinados al financiamiento de empresas emergentes y proyectos previamente seleccionados, mediante su adhesión a un fideicomiso administrado por un fiduciario autorizado en Panamá.

Aunque los inversionistas no adquieren directamente acciones ni participaciones societarias de las empresas financiadas, sí adquieren derechos contractuales como beneficiarios del fideicomiso, vinculados a los resultados económicos de los proyectos correspondientes.

La titularidad de las acciones o participaciones societarias permanece en cabeza del fiduciario, quien ejerce los derechos políticos y económicos derivados de estas, mientras que los inversionistas participan indirectamente en los eventuales beneficios de las inversiones realizadas a través del patrimonio fideicomitido.

Esta Superintendencia considera que la ausencia de titularidad directa sobre las acciones de las empresas financiadas no constituye, por sí misma, un elemento determinante para excluir la posible existencia de un valor.

Recordemos que la definición prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores no se limita a las acciones, sino que también contempla las **cuotas de participación** u otros títulos, instrumentos o derechos comúnmente reconocidos como valores o que esta Superintendencia determine que constituyen valores. Las cuotas de participación están vinculadas a una sociedad de inversión, que es definida también en el referido artículo 49 del Texto Único como persona jurídica, **fideicomiso** o arreglo contractual que, mediante la expedición y la venta de sus propias cuotas de participación, se dedica al negocio de obtener dinero del público inversionista a través de pagos únicos o periódicos, con el objeto de invertir y negociar, directamente o a través de administradores de inversión, en valores, divisas, metales e insumos, bienes inmuebles o cualesquier otros bienes que determine la Superintendencia. Estas sociedades de inversión deben registrarse en la Superintendencia y, en ese sentido, el artículo 161 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

dispone que solo podrán vender sus cuotas de participación por dinero en efectivo o valores **u otros bienes en condiciones autorizadas** por la Superintendencia y descritas en el prospecto, pero en ningún caso por servicios.

En este contexto, también resulta necesario examinar si la estructura fiduciaria propuesta reúne los elementos que caracterizan a una sociedad de inversión, conforme a la definición prevista en el artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Esta evaluación deberá considerar la naturaleza de los derechos económicos adquiridos por los inversionistas, las características de los patrimonios fideicomitidos, la administración de los recursos aportados y la finalidad económica de la estructura propuesta, sin que la denominación contractual utilizada por sus participantes resulte determinante para su calificación jurídica.

En caso de determinarse que la estructura propuesta constituye una sociedad de inversión, deberá examinarse adicionalmente la compatibilidad de los aportes efectuados mediante *stablecoins* con las condiciones previstas en el artículo 161 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, así como con las disposiciones reglamentarias aplicables a la adquisición de cuotas de participación.

Por lo tanto, resulta necesario examinar si los derechos contractuales adquiridos por los inversionistas, representados mediante los NFT, responden sustancialmente a las características de un instrumento de inversión comprendido dentro de la definición de valor del artículo 49 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

En particular, corresponde considerar que los aportes de los inversionistas se destinan al financiamiento de proyectos previamente seleccionados, cuyos resultados económicos dependen de su desarrollo y gestión, y respecto de los cuales los inversionistas mantienen una expectativa de obtener eventuales beneficios.

Asimismo, debe considerarse que los inversionistas no ejercen directamente los derechos políticos y económicos sobre las empresas financiadas, sino que estos corresponden al fiduciario, conforme a la estructura contractual propuesta.

Estas circunstancias constituyen elementos relevantes para determinar si, más allá de la figura jurídica del fideicomiso y de la representación tecnológica mediante NFT, se está estructurando un producto de inversión cuya sustancia económica corresponde a un valor.

Asimismo, deberá examinarse la naturaleza de las actividades desarrolladas por el operador de la plataforma tecnológica, particularmente si se limita a proporcionar una infraestructura tecnológica para la celebración y ejecución de contratos o si participa en la promoción, oferta, comercialización, intermediación o negociación de instrumentos o derechos que constituyan valores o instrumentos financieros, supuesto en el cual corresponderá determinar las autorizaciones o licencias exigibles conforme al Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, para alcanzar una determinación definitiva, es indispensable examinar el contrato de fideicomiso, los contratos de adhesión, los derechos conferidos a los inversionistas, los mecanismos de distribución de beneficios, las condiciones de cesión y los demás documentos que integran la operación.

3. Conclusión y posición administrativa.

En atención a las consideraciones expuestas, esta Superintendencia estima que la utilización de *stablecoins* como medio de transferencia de valor económico y de NFT como mecanismo de representación y cesión de contratos de adhesión no determina, por sí misma, que el modelo de financiamiento colectivo objeto de la consulta se encuentre fuera del ámbito de aplicación del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

Por el contrario, corresponde examinar la sustancia económica de la operación y, particularmente, los derechos adquiridos por los inversionistas mediante su adhesión al fideicomiso, para determinar si en el fondo se está ofreciendo públicamente o no un instrumento o derecho que califique naturalmente como valor.

En el esquema presentado se identifican elementos propios de una operación de inversión, toda vez que múltiples inversionistas van a realizar aportes económicos destinados al financiamiento de proyectos previamente seleccionados, asumen los riesgos asociados a estos y adquieren derechos contractuales sobre los eventuales beneficios que puedan generarse.

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta

En consecuencia, esta Superintendencia considera que existen elementos suficientes para justificar un examen de la posible naturaleza de valor de los derechos contractuales representados mediante los NFT, sin que resulte jurídicamente procedente excluirlos de manera anticipada por su denominación, su representación tecnológica o la utilización de una estructura fiduciaria. Asimismo, deberá examinarse si la estructura fiduciaria propuesta reúne las características de una sociedad de inversión, conforme a las disposiciones aplicables de dicho emisor.

Para tales efectos, será indispensable contar con la documentación contractual completa, particularmente el contrato constitutivo del fideicomiso, los contratos de adhesión, las condiciones de cesión de los derechos representados mediante NFT y los documentos que establezcan los mecanismos de administración de los aportes y distribución de los beneficios.

De determinarse que los derechos ofrecidos constituyen valores, corresponderá examinar si su ofrecimiento configura una oferta pública en Panamá, si resulta aplicable alguna de las exenciones legalmente previstas y si las actividades desarrolladas por el operador de la plataforma y los demás participantes requieren las autorizaciones o licencias correspondientes.

Adicionalmente, deberá evaluarse la compatibilidad de los mecanismos propuestos para la representación, transmisión y negociación de los derechos con las disposiciones vigentes del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, así como el tratamiento jurídico de los aportes realizados mediante *stablecoins*.

Finalmente, esta Superintendencia reitera que, si bien actualmente no ostenta la competencia general para regular y supervisar el mercado de activos virtuales, ello no excluye el ejercicio de sus atribuciones legales cuando, con independencia de la denominación o acrónimo utilizado para identificar tales activos o de las tecnologías que los sustenten, se desarrollen actividades propias del mercado de valores comprendidas dentro de su ámbito de competencia. En tal sentido, **la utilización de nuevas tecnologías o de determinadas denominaciones o acrónimos para identificar un activo virtual, no altera, por sí misma, la naturaleza jurídica de los instrumentos o derechos ofrecidos, ni constituye una excepción al cumplimiento del marco legal vigente, cuando en el fondo pueda verificarse que cumple los elementos o características para considerarlo un valor conforme a la regulación vigente.**

Fundamento legal: artículos 14, numeral 18, 19 y 20 Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Maruquel Murgas de González
Superintendente

/aatencio/D.Legal

SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES
De foja 1 a foja 13
Concuerda con Expediente Original
Panamá 19 de octubre de 2026.

Gaceta Oficial Digital
Para verificar la autenticidad de una representación **GO6AE37C705BAA5**
en el sitio web www.gacetaoficial.gob.pa/validar-gaceta