REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN N° 001 - 2018
De 1 de MARZO de 2018

Tema: *Con referencia a las empresas nuevas panameñas que quieran obtener capital inicial mediante plataformas tecnológicas, por ejemplo mediante los llamados crowdfunding, específicamente una empresa offshore constituida en Panamá, con mirar a obtener fondos para capitalizar la empresa e iniciar operaciones de compraventa de oro, tomando en cuenta que la empresa de igual forma no es pública ni está ingresando a la Bolsa de Valores, ¿debe de igual forma la empresa realizar alguna comunicación a la Superintendencia de Valores?¿Considera la Superintendencia que debe realizarse algún proceso adicional ante su entidad para la realización de la obtención de capital mediante ésta figura tecnológica?¿Si el token puede representar acciones a solicitud del inversionista? en caso de que no sea posible, y el inversionista tenga ésta opción fuera de la República de Panamá ¿debe la empresa realizar alguna notificación a su institución? En el momento en que se inicie la compra venta de oro, y de la cual la empresa se va a dedicar a emitir los tokens electrónicos de seguridad que representan la titularidad del oro, y en caso de que quiera ser ofrecido dentro de Panamá, ¿se considera el token como tipo valor? O ¿no existe regulación con respecto a este tema, pudiendo realizarse la venta del token que representa la titularidad del oro?*

Solicitante: Janice Becerra

Criterio del Solicitante:

Consideramos que debido a que no involucra acciones en la bolsa ni ofertas públicas de acciones (como empresa pública), no se requiere autorización de la Superintendencia de Valores. El crowdfunding y éste esquema de Tecnología Financiera no se mantiene regulada aún, no existen requisitos de autorizaciones o registros con respecto al crowdfunding y emisión de tokens de seguridad, registrado en blockchain, y que a la vez puedan representar acciones según solicitud del cliente.

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:

1. **Artículo 3 del 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, con especial protección de los derechos de los inversionistas."

2. **Artículo 128 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.**
   "Artículo 128. Oferta Pública. Deberán registrarse en la Superintendencia las ofertas o ventas públicas de valores que haga un emisor o una persona afiliada a este o un oferente en la República de Panamá, a menos que estén exentas de dicho registro con arreglo a lo establecido en este Decreto Ley y sus reglamentos.
   Una oferta o venta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá será considerada como una oferta hecha en la República de Panamá independientemente de que hubiese sido hecha desde la República de Panamá o desde el extranjero, a menos que la Superintendencia determine lo contrario. La

oferta o venta hecha a personas domiciliadas fuera de la República de Panamá no se considerará como una oferta hecha en la República de Panamá, aunque hubiese sido hecha desde la República de Panamá. La Superintendencia podrá mediante acuerdo determinar cuándo una oferta hecha en internet deberá ser entendida como una oferta hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá."

3. Artículo 129 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

"Artículo 129. Ofertas exentas. Están exentas de registro en la Superintendencia las siguientes ofertas, ventas y transacciones en valores:

1. a. (valores del Estado)valores emitidos o garantizados por el Estado.
   b. (organismos internacionales) valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estados.
   c. (otros) cualesquier otros valores que la Superintendencia mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que esta dicte para la protección del público inversionista.

...

6. (otras) cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores que la Superintendencia mediante acuerdo exceptúe del requisito de registro establecido en este Título, dentro de los parámetros que esta dicte para la protección del público inversionista."

Habiendo citado algunas de las normas aplicables a la consulta que nos ocupa, procederemos primeramente a sentar la posición administrativa de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, "Superintendencia") sobre el *crowdfunding* en general, para luego abordar específicamente el esquema planteado por la solicitante.

Sobre el *Crowdfunding* (Microfinanciación Colectiva, en español) en general

Primeramente, debemos indicar que la Superintendencia tiene como uno de sus objetivos la supervisión y fiscalización de las actividades propias del mercado de valores, tal como lo establece el artículo 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores ("Ley del Mercado de Valores"). Entre las actividades propias del mercado de valores, podemos mencionar el registro de valores y la autorización de la oferta pública de valores, así como la intermediación de valores e instrumentos financieros, tal como se indican en los numerales 1 y 3 del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores. Así, esta Superintendencia cuenta con plenas facultades para regular y supervisar las ofertas públicas de valores, salvo que aplique algunas de las excepciones indicadas en el artículo 129 de la Ley del Mercado de Valores, y la intermediación de valores.

Habiéndose indicado las facultades legales con que cuenta esta Superintendencia, es menester analizar la figura del *crowdfunding* y sus riesgos inherentes. La Organización Internacional de Comisiones de Valores ("IOSCO", por sus siglas en inglés), de la cual esta Superintendencia es miembro, describió el *crowdfunding* en un documento de trabajo, de la siguiente manera:

> *"La Microfinanciación colectiva (Crowd-funding) es un término paraguas que describe el uso de pequeñas cantidades de dinero, obtenido de un gran número de individuos u organizaciones, con el fin de recaudar fondos para un proyecto, un préstamo personal o comercial, u otras necesidades de financiamiento, a través de plataformas en línea. Financiamiento entre pares (peer-to-peer lending) es una forma de microfinanciación colectiva utilizada para financiar préstamos, los cuales son repagados con intereses. Microfinanciación colectiva de inversión (Equity crowd-funding) es el levantamiento de capital a través de la emisión de acciones a un número de inversionistas, utilizando el mismo método que la microfinanciación colectiva (crowd-funding)."*[1]

[1] Crowdfunding 2015 Survey Responses Report. OICV-IOSCO. Diciembre 2015. Página 1. https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf Traducción libre del inglés. Cita original: "Crowd-funding is an umbrella term describing the use of small amounts of money, obtained from a large number of individuals or organizations, in order to raise funds for a project, business/personal loan or other

Por su parte, para la Comisión Europea, "…el *crowdfunding* es una alternativa emergente de financiamiento, referida a la convocatoria pública, generalmente vía Internet, para financiar un proyecto mediante donaciones, contribuciones monetarias a cambio de una recompensa, preventa de productos, préstamos o inversiones"[2]. Según la *Guía de Crowdfunding* de la Comisión Europea, existen tres tipos de *crowdfunding*[3]*:* de préstamos *(Peer-to-peer lending* o *crowdlending),* de inversión *(Equity crowdfunding)* y de recompensa *(Rewards-based crowdfunding);* aunque también existe el de donación, tal como explicaremos a continuación:

- De préstamos*:* "Préstamos entre pares (*peer-to-peer lending)* (a veces llamado *crowdlending*), es una alternativa directa a un préstamo bancario con la diferencia que, en lugar de pedir prestado de una única fuente, las compañías pueden pedir prestado directamente a decenas, a veces cientos, de individuos que están dispuestos a prestar."[4]
- De inversión: "La microfinanciación colectiva de inversión (*Equity crowdfunding*) consiste en la venta de una participación en tu negocio a un número de inversionistas en contraprestación de una inversión."[5]
- De recompensa: "La microfinanciación colectiva de recompensa (*Rewards-based crowdfunding*) consiste en individuos donando a un proyecto o negocio con la expectativa de recibir una recompensa no financiera en contraprestación, tal como bienes o servicios en una etapa posterior".[6]
- De donación: "En esta modalidad, está claro, el donante no espera nada a cambio más allá de contribuir a una buena causa social."[7]

En atención a los riesgo inherentes sobre el *crowdfunding*, IOSCO emitió en 2015 un Comunicado refiriéndose a la Regulación de *Crowdfunding* (*Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding*), indicado que:

> *"Luego de la crisis financiera del 2008, los proveedores de crédito tradicionales han estado mucho más restringidos en su capacidad de otorgar préstamos a importantes proyectos de inversión, especialmente respecto a pequeñas y medianas empresas. Los responsables de políticas públicas y reguladores han buscado maneras de incentivar la inversión en pequeñas empresas y en emprendimientos (start-ups). Una de las formas ha sido a través del uso de la microfinanciación colectiva (crowdfunding), la cual busca apalancarse en la tecnología, entre otros, para brindar un canal alternativo para el levantamiento de capital. Sin embargo, cuando se desarrolla o invierte en microfinanciación colectiva (crowdfunding), IOSCO considera que es importante que los reguladores y los responsables de políticas públicas hagan un balance entre la necesidad de apoyar el crecimiento y la recuperación económica, con la necesidad de proteger a los inversionistas."*[8]

---

financing needs through online web based platforms. Peer-to-peer lending is a form of crowd-funding used to fund loans, which are paid back with interest. Equity crowd-funding is the raising of capital through the issuance of stock to a number of individual investors using the same method as crowd-funding."

[2] Fundación Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. La Financiación de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de los mercados de capitales en Iberoamérica. Edición No. 4, Madrid, 2017, pág. 220.

[3] https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/types_en

[4] https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/types/p2p_en Traducción libre del inglés. La cita original es: "Peer-to-peer lending (sometimes called crowdlending), is a direct alternative to a bank loan with the difference that, instead of borrowing from a single source, companies can borrow directly from tens, sometimes hundreds, of individuals who are ready to lend."

[5] https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/types/equity_en Traducción libre del inglés. La cita original es: "Equity crowdfunding consists of selling a stake in your business to a number of investors in return for investment.".

[6] https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/types/rewards_en Traducción libre del inglés. La cita original es: "Rewards-based crowdfunding consists of individuals donating to a project or business with the expectation of receiving a non-financial reward in return, such as goods or services at a later stage."

[7] http://www.bbvacontuempresa.es/a/los-cuatro-tipos-crowdfunding-mas-utiles-para-financiar-tu-pyme

[8] Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding. OICV-IOSCO. December 2015. Página 1. https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf Traducción libre del inglés. La cita original es:

Este Comunicado de 2015 se realizó luego de que IOSCO llevara a cabo una encuesta para entender los avances, tendencias o problemas que sus miembros hayan podido experimentar respecto al *crowdfunding* de inversión (*investment-based crowdfunding)*; cuyos hallazgos fueron publicados en el Reporte de la Encuesta (*Crowdfunding 2015 Survey Responses Report*). Así, el Comunicado de 2015 indicaba:

> "El Reporte de la Encuesta resalta que [al año 2015] la mayoría de regímenes regulatorios para la microfinanciación colectiva (*crowdfunding*) han sido recientemente implementados. Por consiguiente, IOSCO no ha propuesto un enfoque común internacional para la supervisión de la microfinanciación colectiva (*crowdfunding*) en esta etapa. Sin embargo, basado en los hallazgos del Reporte de la Encuesta, IOSCO desea crear conciencia sobre algunos de los mayores riesgos que enfrentan los inversionistas, cuando invierten en microfinanciación colectiva (*crowdfunding*)"[9] [el subrayado es nuestro]

En este sentido, en el Comunicado de 2015 IOSCO indica que, en adición a riesgos generales de inversión, tales como conflictos de intereses, protección de datos y fraude, se deben tomar en consideración los siguientes riesgos relativos al *crowdfunding*[10]*:*

1. Fracaso o impago, por la naturaleza a los emprendimientos.
2. Blanqueo de Capitales y Financiamiento de Terrorismo.
3. Falla de la plataforma.
4. Iliquidez, a falta de un mercado secundario y/o limitaciones para revender los valores.
5. Elegibilidad y asimetría de información, pues no es apropiado para todos los inversionistas y/o puede existir información diferente entre los emprendedores e inversionistas.

Por consiguiente, en el Comunicado de 2015 IOSCO indica también medidas que han tomado los reguladores para mitigar los riesgos antes mencionados[11]:

1. Requisitos de licencia o registro para los portales.
2. Establecer requisitos de divulgación de información respecto a los emisores de los valores y a los portales.
3. Limitar los servicios que pueden ser brindados en las plataformas.
4. Requerir declaraciones de los inversionistas indicando que entienden los riesgos.
5. Limitar el tamaño de las inversiones que puede hacer cada inversionista en una emisión y en un periodo determinado.
6. Requerir que terceras partes sean los custodios de los activos de los inversionistas.

Habiendo delimitado el *crowdfunding* y sus riesgos inherentes, y descrito sus modalidades, es claro que la única modalidad de crowdfunding que está bajo el ámbito de regulación y supervisión de la SMV e IOSCO es el *crowdfunding* de inversión (*equity crowdfunding* o *investment-based crowdfunding)*; pues en esta modalidad la empresa – o sociedad mercantil

---

"Post the 2008 financial crisis, traditional credit providers have become increasingly constrained in their ability to make loans available for worthy investment projects, particularly with respect to small and medium enterprises. Policy makers and regulators have sought ways to encourage investment in small firms and start-ups. One of these ways has been through the use of crowdfunding, which seeks to leverage technology, inter alia, to provide an alternative channel for capital raising. However, when developing or investing in crowdfunding, IOSCO believes it is important for regulators and policy makers to balance the need for supporting economic growth and recovery with that of protecting investors."

[9] Statement on Addressing Regulation of Crowdfunding. OICV-IOSCO. December 2015. Página 1. https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD521.pdf Traducción libre del inglés. La cita original es : The Survey Report highlights that most regulatory regimes for crowdfunding have only recently been implemented. Therefore, IOSCO has not proposed a common international approach to the oversight or supervision of crowdfunding at this stage. However, based on the findings from the Survey Report, IOSCO would like to raise awareness regarding some of the major risks investors face when investing in crowdfunding.

[10] Ibidem

[11] Ibidem

–, ofrece a través del portal o plataforma, acciones o participaciones en contraprestación a los aportes que realice el inversionista.

En este punto, es importante analizar si el ofrecimiento de acciones o participaciones como parte del *crowdfunding* de inversión es considerado público. Con respecto a la determinación de si una oferta es pública, la Comisión Nacional de Valores (predecesor de esta Superintendencia) expresó en la Opinión N° 6-2001 de 1 de noviembre de 2001, que:

> *"Es innegable que, a falta de otros elementos en la regulación, los términos que definen la colocación privada constituyen –por oposición- una referencia en la determinación de cuándo un ofrecimiento es hecho al público. No obstante, esta Comisión no considera que ésta sea, ni deba ser, la única a fin de considerar cuándo una oferta es pública. Interpretamos que precisamente el silencio que guarda la Ley al respecto, es indicativo de las grandes dificultades y potenciales incongruencias que podrían resultar de una sola definición que no necesariamente sería realista y práctica en todos los casos y que no atendería a los propósitos que favorece la Ley. Esta tendencia a no definir el concepto es igualmente observada en la regulación norteamericana, sistema en que la labor judicial – en una base casuística- ha jugado un importante rol en la construcción del concepto.*
> *En virtud de lo anterior, no coincidimos con el criterio del solicitante en el sentido de que una Oferta de Compra de Acciones es pública cuando se haga a más de veinticinco personas y que resulten en la venta a más de diez personas, dentro de un período de un año. Esto caracterizaría y definiría a la oferta pública como una cuestión definida por números únicamente, cuando ello no es así. La calificación de una oferta como pública requiere necesariamente la consideración de todos los hechos, factores y circunstancias que la rodean. Una oferta de venta de valores es pública cuando, entre otras cosas, se dirija o manifieste por medios o canales de comunicación a un público indeterminado, lo cual no es necesariamente cierto cuando se trata de una oferta pública de compra de acciones, dirigida a un grupo determinado –o determinable- de personas, quienes son los accionistas de una sociedad registrada." [el subrayado es nuestro].*

Así, contrastando lo indicado en la Opinión N° 6-2001 con las definiciones de *crowdfunding*, vemos que es innegable su carácter público. En la definición de IOSCO se hace referencia a dinero "…obtenido de un gran número de individuos u organizaciones […] a través de plataformas en línea."; y en lo indicado por la Comisión Europea se hace referencia a una "…convocatoria pública, generalmente vía internet…". Por otra parte, considerando que el "[I]nternet es el gran medio de comunicación de masas para el siglo XXI."[12], el *crowdfunding* al ser realizado a través de en un sitio de internet, puede llegar a un público indeterminado.

Por ende, el ofrecimiento de acciones o cuotas de participación como parte del *crowdfunding* -o mejor dicho, el *crowdfunding* de inversión- constituye para todos los efectos, una oferta pública de valores conforme al Título V de la Ley del Mercado de Valores. Interesantemente, el artículo 128 de este Título, no hace distinción del medio o la forma en que los valores sean ofrecidos. Es decir, existe un ofrecimiento de valores independientemente de si estos se ofrecen en forma física o desmaterializada (electrónica), a través de puestos de bolsas (casas de valores) en un mercado organizado o del internet. Inclusive, el artículo 128 otorga facultad a esta Superintendencia de determinar, mediante Acuerdo, cuando una oferta hecha en internet debe ser entendida como hecha a personas domiciliadas en la República de Panamá. Si bien con esta facultad entraríamos en otras consideraciones del ofrecimiento, esto es prueba de que la Ley del Mercado de Valores, desde 1999, ya preveía las ofertas realizadas por internet y las consideraba como ofertas públicas.

Prueba también que el *crowdfunding* de inversión constituye una oferta pública, es que la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission*) de los Estados

[12] Publicidad en la red: nuevas tecnologías, viejos estereotipos. María Cruz Rubio Liniers. http://cdd.emakumeak.org/ficheros/0000/0444/5_M_Cruz_Rubio.pdf

Unidos de América, para reglamentar el *crowdfunding* de inversión, tuvo que emitir una excepción a las normas de oferta pública.

> "Conforme a la Ley de Valores de 1933, la oferta y venta de valores debe estar registrada salvo que exista una excepción al registro. El Título III de la Ley para Reactivar Nuestra Creación de Empresas (*Jumpstart Our Business Startups* - JOBS) de 2012 adicionó la sección 4(a)(6) a la Ley de Valores, la cual brinda una excepción al registro de ciertas transacciones de microfinanciación colectiva (*crowdfunding*). En 2015, la Comisión adoptó la Regulación de Microfinanciación Colectiva (*Crowdfunding Regulation*) para implementar los requisitos del Título III..."[13]

Es menester indicar que similar a la Ley de Valores de Estados Unidos, la Ley del Mercado de Valores de Panamá, en el numeral 6 del artículo 129, permite que la Superintendencia exima, mediante Acuerdo, del requisito de registro de oferta pública del Título V de la Ley del Mercado de Valores, cualesquiera otras ofertas, ventas o transacciones en valores, dentro de los parámetros que la Superintendencia dicte para la protección del público inversionista. Es decir, la Superintendencia, de considerarlo conveniente y tomando las medidas pertinentes para la protección al público inversionista, podría eximir del requisito de oferta pública ciertas transacciones de *crowdfunding*.

No obstante lo anterior, a falta de una excepción, serían aplicables para las oferta de valores realizadas mediante *crowdfunding* en o desde la República de Panamá, las disposiciones del Título V (Oferta Pública de Valores) de la Ley del Mercado de Valores, así como las del Título IV (Registro de Valores e Informes de Emisores) y demás Acuerdos que desarrollen estos títulos. Mientras no se dicte una excepción, si no se observan las normas antes mencionadas, se podría incurrir en la oferta pública de valores sin estar registrados y autorizados por la Superintendencia, lo cual es una infracción muy grave conforme al artículo 269 de la Ley del Mercado de Valores.

Sobre el esquema planteado por la solicitante

En atención al esquema planeado por la solicitante, se señala que se quiere crear una empresa o sociedad offshore, la cual una vez creada, participará en una plataforma de *crowdfunding*, en este caso de inversión, para los efectos de capitalizar su emprendimiento u operación, ofreciendo a los inversores de esta plataforma, a cambio de su inversión, "tokens electrónicos de seguridad", lo cual representará su inversión y serán registrados en la cadena "blockchain".

Al respecto, al hablar de una sociedad offshore que será registrada en Panamá, esto no hace diferencia para los efectos de competencia de esta Superintendencia, pues la Superintendencia puede supervisar a cualquier entidad que realice actividades del mercado de valores en la República de Panamá o desde ella, tal como lo establece el artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores; independientemente de su lugar de constitución.

Por otro lado, nuestra Ley del Mercado de Valores regula operaciones que se realicen con "valores", término que es definido en el numeral 66 del artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores. Como puede observarse en dicha definición, el "token" no es considerado un valor. Esto quedó reiterado mediante la Opinión N° 2-2015 de 10 de febrero de 2015, emitida por esta Superintendencia, en la cual se señaló lo siguiente:

> "Opinamos que la entrega de la herramienta de seguridad "tokens electrónicos" es un servicio bancario los cuales deben ser gestionados únicamente por los bancos, por lo tanto se encuentra bajo el amparo de la Ley Bancaria, ya que surgen obligaciones y deberes que pueden recaer de este servicio, y por tanto, es

[13] Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers. Securities and Exchange Commission. https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm

responsabilidad el banco cualquier situación derivada de dicho servicio.
Por lo anterior, consideramos que la naturaleza, uso y manejo de este tipo de productos no corresponde al mercado de valores." [el resaltado es nuestro]

Así, un *crowdfunding* en que se otorgue *tokens* como contraprestación de la inversión, escapa del ámbito de competencia de esta Superintendencia; de la misma forma que otras modalidades del *crowdfunding,* como lo son el de recompensa, préstamo o donación.

Por lo anteriormente expuesto, esta Superintendencia considera que el esquema de *crowdfunding* planteado por la solicitante no es propio del mercado de valores, y por ende, no estaría dentro del ámbito de competencia de esta Superintendencia. Por ende, no requiere notificación, autorización, registro o licencia de esta Superintendencia.

Fundamento legal: Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

NOTÍFIQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Marelissa Quintero de Stanziola
Superintendente

Asesor/A.Binns
Dir.Jurídica/T.Loaiza