REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 04 - 25
De 27 de Agosto de 2025

Tema: Sobre la evaluación del modelo de negocio de una empresa panameña relativo a la custodia y facilitación del intercambio de criptomonedas - incluyendo bitcoin (BTC) y ethereum (ETH) — mediante una plataforma tecnológica no-custodial, conforme a lo dispuesto en el Decreto Ley No. de 1999 y sus modificaciones (la "Ley del Mercado de Valores").

Solicitante: Carlos Guillermo Ábrego Dávila
(Socio de Arias, Ábrego, López & Noriega)

Criterio del Solicitante:

"I. Caso en cuestión

El modelo de negocio de la empresa se puede resumir como sigue:

- *La empresa opera una plataforma virtual que permite a sus usuarios custodiar de forma no-custodial sus tokens o criptomonedas, mediante el resguardo parcial de claves privadas, sin que en ningún momento la plataforma pueda acceder de forma unilateral a dichos activos.*
- *La empresa no actúa como gestor de activos, ni tiene acceso operativo o de disposición sobre los tokens o claves privadas de los usuarios. Es el usuario final quien en todo momento mantiene el control total sobre sus activos y es responsable único de sus transacciones.*
- *La plataforma provee una interfaz gráfica para conectividad con intercambios descentralizados (DEX), sin que la empresa participe ni intermedie en dichas operaciones. El acceso se limita a la habilitación técnica de conexión, sin sugerencias, análisis, precios propios, o recomendaciones.*
- *La selección de pares comerciales visualizados en la interfaz es determinada por la empresa, excluyendo activos que califiquen como valores o instrumentos financieros bajo regulaciones comparables al régimen panameño.*
- *La empresa no lleva a cabo actividades que impliquen asesoramiento financiero, manejo fiduciario, captación de fondos, u ofrecimiento público de valores.*

II. Criterio del Solicitante

Desde nuestra perspectiva, el modelo de negocio implementado por la empresa — basado en la operación de una plataforma virtual que permite a los usuarios interactuar con un sistema de custodia descentralizado de criptomonedas como Bitcoin (BTC) y Ethereum (ETH)— no se encuentra regulado por la Ley del Mercado de Valores. Esto se debe a que la empresa no realiza actividades de intermediación, asesoría en inversiones, captación de fondos del público, gestión de portafolios ni emisión de valores. El marco legal vigente establece regulaciones específicas para actividades como la oferta pública de valores, la administración de fondos, la asesoría financiera, así como la compensación y liquidación de valores, entre otras. Sin embargo, no contempla expresamente operaciones relacionadas con criptomonedas.

Bajo la Opinión No. 7 de 2018, la Superintendencia de Mercado de Valores indicó que el Bitcoin no es considerado un valor conforme a la Ley del Mercado de Valores, y que la actividad de intercambio de criptomonedas no se encuentra regulada ni bajo su competencia. Más recientemente, en la Opinión No. 5 de 2023, la SMV reafirmó que las criptomonedas no califican como valores o instrumentos financieros, y por tanto, las actividades asociadas a su compra, venta, transferencia o custodia no se encuentran sujetas a regulación ni supervisión por parte de la entidad.

Adicionalmente, se hace constar que este modelo de negocio ha sido objeto de análisis por parte de la Autoridad de Mercados Financieros de Liechtenstein (FMA), la cual, mediante comunicación oficial de fecha 21 de abril de 2023, concluyó que, bajo el marco legal vigente en dicho país, las actividades de la empresa no generan obligaciones de registro, licencia, prospecto ni cumplimiento de diligencia debida. Dicha opinión, que guarda estrecha similitud con el caso objeto de consulta, se adjunta debidamente traducida al idioma español para su referencia y consideración.

III. Solicitud

En virtud de lo anterior, solicitamos atentamente a la Superintendencia de Mercado de Valores a emitir una opinión respecto al modelo de negocio descrito al régimen aplicable en la República de Panamá, homologando el criterio adoptado por la Autoridad de Mercados Financieros de Liechtenstein (FMA), particularmente en lo que respecta a:

- *La calificación del modelo bajo las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores; y*
- *La necesidad de autorización, registro o cumplimiento de requisitos especiales para operar el modelo en Panamá o con residentes panameños.*

IV. Documento de Soporte

Adjuntamos a la presente solicitud y con el fin de facilitar su análisis, la siguiente documentación:

- *Una (1) copia simple de la Nota de Respuesta emitida por la Autoridad de Mercados Financieros de Liechtenstein (FMA), con fecha 21 de abril de 2023, debidamente traducida al idioma español."*

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 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999:

*"**Artículo 2.** Superintendencia del Mercado de Valores. Se crea la Superintendencia del Mercado de Valores, en adelante la Superintendencia, como organismo autónomo del Estado, con personería jurídica, patrimonio propio e independencia administrativa, presupuestaria y financiera.*

La Superintendencia tendrá competencia privativa para regular y supervisar a los emisores, sociedades de inversión, intermediarios y demás participantes 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. ...

...

*2. **Activos financieros**. Incluyen todo **valor, dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble** que un intermediario mantenga en una cuenta de custodia a favor de una persona, si el intermediario y dicha persona han acordado reconocer dicho bien como un activo financiero **sujeto al Título X de este Decreto Ley**, siempre que dicho bien no haya sido excluido de este término por la Superintendencia.*

...

*10. **Casa de valores**. Persona que se dedica al negocio de comprar y vender **valores o instrumentos financieros**, por cuenta de terceros o por cuenta propia. También se entienden como tal el ofrecimiento y apertura de **cuentas de inversión**. Dicha expresión no incluye a los corredores de valores.*

...

*19. **Derecho bursátil**. Conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los derechos de propiedad y los derechos de prenda, que tenga un tenedor indirecto con respecto a **activos financieros de conformidad con el Título X de este Decreto Ley**.*

...

*28. **Forex (Foreign Exchange Currency Market) o Mercado de Intercambio de Divisas**. Operación habitual de compraventa de **monedas y divisas** a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como actividad de inversión y actuando por cuenta de clientes para este propósito.*

...

*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**.*

*34. **Intermediario**. Toda central de valores, participante en una central de valores, banco y **casa de valores**, así como cualquiera otra persona que la Superintendencia autorice para que mantenga cuentas de custodia.*

...

36. IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV).

...

*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 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 otros instrumentos, títulos o derechos que la Superintendencia haya determinado que no constituyen un valor."

*"**Artículo 54.** Actividades permitidas. La persona a quien la Superintendencia otorgue Licencia de Casa de Valores solo podrá dedicarse al **negocio de casa de valores**, salvo en el caso de bancos o administradores de inversiones.*

Los bancos que obtengan Licencia de Casa de Valores podrán ejercer también la actividad fiduciaria, previa obtención de la licencia correspondiente.

*No obstante, la persona a quien se le otorgue Licencia de Casa de Valores podrá prestar servicios y dedicarse a actividades y negocios incidentales del negocio de casa de valores, **como Forex**, el manejo de cuentas de custodia, la asesoría de inversiones y el otorgamiento de préstamos de valores y de dinero para la adquisición de valores. También podrá realizar la actividad de administración de inversiones de sociedades de inversión para lo cual deberá requerir la respectiva Licencia de Administrador de Inversiones de Sociedad de Inversión.*

La Superintendencia podrá restringir las actividades que realicen las casas de valores cuando lo considere necesario para proteger los intereses del público inversionista."

*"**Artículo 64.** Cuentas de inversión, manejo de valores y dineros de clientes. Las casas de valores mantendrán **los valores y los dineros de clientes** en **cuentas de inversión** de conformidad con las disposiciones que dicte la Superintendencia. La Superintendencia dictará reglas de conducta que deberán observar las casas de valores y sus corredores de valores en relación con el manejo y la administración de cuentas de inversión y dineros de clientes, el traspaso de cuentas de inversión entre casas de valores, la constitución de garantías sobre valores y dineros de clientes, el otorgamiento de préstamos en dinero o valores a clientes y demás operaciones bursátiles efectuadas con estos. En aquellos casos en que una casa de valores o un corredor de valores tengan facultades discrecionales en el manejo de cuentas de inversión de un cliente, deberá administrar dichas cuentas con aquella diligencia y aquel cuidado que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios.*

*Las cuentas de inversión podrán contener **valores o dinero en efectivo**, siempre que este último sea incidental y no el objeto principal de la cuenta de inversión. Los dineros depositados en cuentas de inversión podrán devengar intereses, según lo establezca el reglamento de la cuenta de inversión.*

Las cuentas de inversión ofrecidas por casas de valores quedarán sujetas a las disposiciones del Título X de este Decreto Ley."

*"**Artículo 72.** Forex. El Mercado de Intercambio de Divisas (Foreign Exchange Currency Market, Forex por sus siglas en inglés) es la **operación habitual** de compra y venta de **monedas y divisas** a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como **actividad de inversión** y **actuando por cuenta de clientes** para este propósito.*

La actividad Forex, tal como se define en este Decreto Ley, será realizada exclusivamente por las casas de valores.

La Superintendencia del Mercado de Valores queda facultada para desarrollar los procedimientos, así como los requisitos especiales y tecnológicos que deben mantener las casas de valores para el ejercicio de esta actividad."

*"**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."

*"**Artículo 236.** Obligación del intermediario de mantener activos financieros suficientes. **Todo intermediario** tendrá la obligación de adquirir y mantener activos financieros en cantidad suficiente para satisfacer y respaldar todos los derechos bursátiles que con respecto a dichos activos financieros hubiese reconocido a tenedores indirectos en cuentas de custodia. Los intermediarios podrán mantener dichos activos financieros directamente o a través de otro u otros intermediarios.*

Se entenderá que el intermediario ha cumplido con la obligación establecida en este artículo siempre que hubiese actuado en la forma acordada con el tenedor indirecto o que, en ausencia de acuerdo entre las partes, hubiese actuado con diligencia de acuerdo con los usos de comercio generalmente observados en la plaza con el fin de obtener y mantener dichos activos financieros."

En principio, es importante delimitar la competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores. En virtud de lo dispuesto en los artículos 2 y 3 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, 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 del mercado de valores giran en torno al manejo, aprovechamiento **e inversión** de recursos captados del público, por medio de **valores o instrumentos financieros**. Entre estas actividades está el ofrecimiento, apertura y gestión de **cuentas de inversión a clientes**, para los propósitos de recibir, custodiar, comprar y vender **valores e instrumentos financieros** y llevar a cabo demás operaciones bursátiles, lo cual está reservado y pueden realizarlo las **casas de valores** con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, tal como se desprende de los artículos 4, 49 (numeral 10) y 64 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

Cabe destacar que en el año 2011, a través de la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011, se integró el **mercado de intercambio de divisas** (*Forex*) a la Ley del Mercado de Valores, ampliando así la competencia de la Superintendencia del Mercado de Valores hacia la supervisión de actividades relacionadas a este mercado que se realicen en o desde Panamá, siempre que supongan la i) **operación habitual de compra y venta de monedas y divisas** a un precio o tipo de cambio en el momento en que fue contratado como ii) **actividad de inversión** y iii) **actuando por cuenta de clientes** para este propósito, tal como se desprende del artículo 72 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999. Estas actividades *Forex*, como las define y delimita la Ley del Mercado de Valores, serán realizadas exclusivamente por las **casas de valores**, para lo cual se requiere obtener esta licencia en la Superintendencia del Mercado de Valores.

Importa aclarar que en el artículo 73 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 se enumeran una serie de actividades o servicios *Forex* que están exceptuadas de la obligatoriedad de obtener la licencia de casas de valores. También es importante aclarar que los **asesores de inversión**, con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, pueden **asesorar en *Forex***, en virtud de lo dispuesto en los artículos 49 (numeral 8) y 74 del Texto Único del Decreto Ley de 1 de julio de 1999.

En lo que respecta a las **criptomonedas**, como es el caso de ether (ETH) y bictoin (BTC) que se precisan en la consulta, debemos reiterar que no están contempladas en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 entre los productos de las actividades que supervisa la Superintendencia del Mercado de Valores, entiéndase: inversión, por cuenta de clientes, en **valores, instrumentos financieros y monedas o divisas**, por lo que escapa de la competencia de esta Autoridad Administrativa regular, supervisar o fiscalizar las actividades relacionadas con criptomonedas. Este tema ha sido analizado por la Superintendencia del Mercado de Valores mediante las Opiniones N° 7-2018 de 15 de noviembre de 2018, No. 1-2023 de 23 de marzo de 2023 y N° 5-2023 de 24 de agosto de 2023.

En concordancia con lo expresado en dichas Opiniones, las casas de valores con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores **no pueden** dedicarse a invertir en criptomonedas por cuenta de clientes, ni recibirlas y custodiarlas en cuentas de inversión, porque no son los productos de inversión contemplados en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, para realizar dicha actividad reservada en el mercado panameño. De hacerlo, rebasarían las condiciones por las que se expidió la licencia por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores. El mismo escenario se traslada para los asesores de inversión con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, visto que su asesoría recae sobre los mismos productos de inversión, entiéndase, valores, instrumentos financieros y monedas o divisas, en virtud de lo dispuesto en los artículos 49 (numeral 8) y 74 del Texto Único del Decreto Ley de 1 de julio de 1999.

Pasemos a ampliar sobre el tema. La definición de cada uno de los productos de inversión de los mercados que supervisa la Superintendencia del Mercado de Valores está contemplada en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999. Por un lado, el artículo 49 (numeral 68) define **valor**: i) de forma descriptiva, identificando expresamente los instrumentos que llevan esa consideración (*v. gr.*, bono, valor comercial negociable, acciones, cuota de participación, etc.) y cuáles no (*v. gr.*, certificados de depósito no negociables, pólizas de seguro, etc.). No brinda una definición conceptual sobre valor, es decir, indicando los elementos esenciales que comúnmente lo caracterizan, y esto tiene su razón de ser, indudablemente, porque luego deja abierta la posibilidad que también se considere valor ii) **cualquier**

otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como valor o; iii) **que la Superintendencia del Mercado de Valores determine que constituye un valor**. También tiene su razón de ser, en la medida en que no existe doctrinalmente un concepto unívoco de valor, tal como lo ha manifestado esta Autoridad Administrativa desde la Opinión No. 9-2004 de 27 de julio de 2004 (en concordancia con la Opinión No. 4-2003 de 29 de abril de 2003, la Opinión No. 4-2005 de 21 de marzo de 2005, la Opinión No. 01-2009 de 26 de enero de 2009 y la Opinión No. 4-2012 de 15 de febrero de 2012), donde, dicho sea de paso, se ha recurrido a la doctrina y al derecho comparado, a jurisdicciones con sistemas y ordenamientos jurídicos afines, para identificar cuáles son esos elementos intrínsecos que comúnmente caracterizan a un valor (*v.gr.*, literalidad, autonomía, incorporación, legitimación, transmisibilidad, negociabilidad, homogeneidad y masividad), precisamente para atender casos de instrumentos que se presentan para su análisis y determinación como valor.

Hablamos de valor, aunque en el pasado se identificaba como título valor y luego como valor negociable, pero el término "título" dejó de ser un elemento característico, cuando en diversas jurisdicciones como la nuestra permiten actualmente la representación mediante *a)* certificados o documentos físicos **o** *b)* **por anotaciones en cuenta** (artículo 201 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999), que permite la **inmovilización y desmaterialización** de los valores, tema que abordaremos más adelante; por otro lado, el elemento "negociabilidad", como hemos visto, es implícito en el valor y necesario para que se transe en el mercado, por ello tampoco tiene sentido referirnos al mercado de valores "negociables".

La definición de valor ha estado vinculada tradicionalmente a aquel **instrumento emitido** por una **empresa privada o del sector público o Estado** (emisores), que permite la **captación de recursos del público**[1], de allí Autores como Andrade (2018) nos indican que los instrumentos negociables o "títulos" valores son medios o mecanismos creados por el hombre para movilizar riqueza representada a través de **derechos incorporados**, particularmente el crédito cuya existencia se asegura como un derecho consignado en estos instrumentos, por lo que, al tener un valor económico en sí mismos, facilitaron la realización mediante su traspaso de una persona a otra, desarrollando así instituciones importantes como la tenencia y la circulación, lo que propició la rapidez y agilidad exigida en el tráfico mercantil creciente. Este mismo Autor nos indica que los valores incorporan **declaraciones unilaterales de voluntad**, no contratos, y esto hace que ostenten características especiales, como el hecho que sean impersonales, pues la obligación de pagar los derechos consignados en el valor no se circunscribe a una persona en particular, *v.gr.*, en los de renta fija, el emisor deberá pagar los derechos consignados a quien ostente el instrumento, aunque no sea el mismo que inicialmente lo adquirió (pp. 37, 38, 56 y 67).[2] De esta forma, nos dicen los Autores Martín y Trujillo (2011) que suelen clasificarse por su carácter jurídico según sean títulos o anotaciones en cuenta, ya sea representativos de créditos contra el emisor (**renta fija**) o de partes alícuotas de su capital (**renta variable**). A su vez, un segundo nivel de clasificación se obtiene, para los de renta fija, considerando el carácter del emisor, ya sea empresa privada o del sector público (p. 111)[3].

A partir de la definición de valor antes expuesta, **las criptomonedas naturalmente no encajan y tampoco son reconocidos comúnmente como valor**, prueba de ello es que el crecimiento de los **mercados de criptoactivos o activos virtuales**, que es el concepto macro comprensivo de las criptomonedas, ha llevado a Organismos Internacionales como IOSCO, GAFI y OCDE a la emisión de recomendaciones y estándares globales para su regulación y, a la postre, a la modificación de los ordenamientos jurídicos de diversas jurisdicciones.

IOSCO presentó en noviembre de 2023 un Informe Final con 18 Recomendaciones para los mercados de criptoactivos y activos digitales (*CDA Recommendations*), donde define los criptoactivos, también denominados "activos digitales", como un activo emitido y/o transferido **mediante tecnología de registros distribuidos o *blockchain***, incluyendo, sin limitar, las "monedas virtuales", los "*coins*" y los "*tokens*"[4].

GAFI, en la actualización a diciembre de 2024, se refiere a "activos virtuales" y los define como una representación digital de valor que se puede comercializar o transferir **digitalmente** y se puede utilizar para pagos o inversiones. Los activos virtuales no incluyen representaciones digitales de moneda *fiat*,

---

[1] La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), desde la adopción de los "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores" en 1998, ha indicado que el término "emisor" debe interpretarse de una forma amplia, incluyendo a todos aquellos que capten fondos en el mercado, pero de forma diferente a los que ofrecen participaciones en instituciones de inversión colectiva. Respecto de estas, IOSCO reconoce que la forma legal adoptada por las instituciones de inversión colectiva varía entre jurisdicciones. No obstante, ciertamente se desprende que tras esas emisiones de valores existe una persona jurídica o gestor de la institución de inversión colectiva sobre quienes los Organismos Reguladores (Miembros de IOSCO) pueden ejercer facultades (que los ordenamientos jurídicos internos así lo asimilen) para exigir el cumplimiento de una serie de requisitos de cara a la protección de los derechos de los inversionistas.

[2] Andrade Otaiza, J. V. (2018). *Teoría de los títulos valores*. Bogotá: Editorial Universidad Católica de Colombia.

[3] Martín Marín, J. L. y Trujillo Ponce, A. (2011). *Mercados de activos financieros*. (1a ed.). Delta Publicaciones.

[4] IOSCO. (16 de noviembre de 2023). *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets Final Report*. https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf

valores y otros activos financieros que ya están cubiertos en otras partes de las Recomendaciones del GAFI[5].

OCDE, a través del denominado *Crypto-Asset Reporting Framework* (CARF), lidera una iniciativa global para promover el intercambio automático de información entre países y abordar los riesgos emergentes de evasión fiscal relacionados con las criptomonedas y los activos digitales. Define los criptoactivos como representaciones digitales de valor que **se basan en el uso de tecnologías criptográficamente seguras de registro distribuido o similares** para validar y proteger las transacciones[6].

Como podrá observarse, el denominador común de estas definiciones está el uso de tecnología de registros distribuidos o *distributed ledger technology* (DLT), como es el caso de *blockchain*, para la emisión, comercialización y transferencia de los criptoactivos, **radicando allí la principal diferencia con los valores**, ya que la representación de estos últimos en diversas jurisdicciones, incluso como vimos en el caso de nuestro Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, ha estado contemplada través de certificados o documentos físicos o por medio de **anotaciones en cuenta**, siendo este último el mecanismo predominante en el mercado tradicional, debido a que permite la inmovilización y desmaterialización de los valores a través de registros contables[7], comúnmente electrónicos, que llevan **de forma centralizada los intermediarios financieros**[8] (*v.gr.*, casas de valores y centrales de valores), a partir de los cuales se crean y extinguen derechos patrimoniales sobre los valores así representados, por lo que quien aparezca anotado en dicho registro como tenedor se presume titular legítimo. En este caso, la actualización del registro de las transacciones sobre los valores la llevan los intermediarios financieros.

En cambio, la tecnología de registro distribuido, en particular *blockchain*, significa que los criptoactivos pueden emitirse, registrarse, transferirse y almacenarse **de manera descentralizada, sin depender de intermediarios financieros tradicionales**, lo que ha dado lugar a un nuevo conjunto de intermediarios y proveedores de servicios sobre estos criptoactivos, que recién están siendo regulados por algunas jurisdicciones, tal como se desprende de la citada publicación de OCDE[9].

Autores como Endemann et al. (2020, p. 1) se refieren al *blockchain* como una de las aplicaciones del DLT, pero, finalmente, manifiesta que es una tecnología que reúne cuatro principales características: el almacenamiento descentralizado de datos (un registro contable público de las transacciones), cifrado, inmutabilidad y un algoritmo de consenso[10]. La DLT es una base de datos electrónica compartida, que se sincroniza mediante un algoritmo y se almacena en múltiples nodos o participantes de una red (*v.gr.*, servidores), así, por ejemplo, un grupo de personas cuenta con un libro individual y cada una de las transacciones en criptoactivos se van anotando en cada uno de esos libros individuales de forma simultánea, de modo que todos tienen la información de las transacciones en tiempo real. Si alguno decide borrar una de esas transacciones de su libro, no coincidirá con el de la mayoría y será excluido. De esta forma, las transacciones son ordenadas y almacenadas en tiempo real en una cadena de bloques que se enlaza al anterior, evitando que sean alteradas (Caballero, 2023, pp. 19, 24 y 25)[11].

---

[5] GAFILAT. (diciembre de 2024). *Estándares Internacionales sobre la Lucha contra el Lavado de Activos, el Financiamiento del Terrorismo y el Financiamiento de la Proliferación de Armas de Destrucción Masiva. Actualización a diciembre 2024.* https://biblioteca.gafilat.org/wp-content/uploads/2025/05/RecomendacionesMetodologia-para-la-Quinta-Ronda-de-Evaluaciones-Mutuas-1.pdf

[6] OCDE. (8 de junio de 2023). *International Standards for Automatic Exchange of Information in Tax Matter - Crypto-Asset Reporting Framework and 2023 update to the Common Reporting Standard.* https://www.oecd.org/en/publications/international-standards-for-automatic-exchange-of-information-in-tax-matters_896d79d1-en.html

[7] Al respecto, la Autora Loncharich (2000, pp. 825 y 826), en el artículo "*Tratamiento jurídico del sistema de anotaciones en cuenta de valores*" para la Revista Derecho PUCP, 53(53), 825-836, manifiesta que el éxito del título valor, como medio para incorporar un derecho al título, acabó siendo uno de los mayores impedimentos del tráfico mercantil, ya que el aspecto físico dificultaba no solo la transmisión de derechos, sino su ejercicio. Esta situación motivó la búsqueda de soluciones, que siguieron dos vías: la inmovilización y la desmaterialización. En ambos casos, los valores no se trasladan físicamente, sino que las transmisiones de propiedad son efectuadas mediante transferencias contables. https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5085007

[8] Los artículos 212 al 226 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 contemplan la anotación en cuenta de valores desmaterializados, cuyo registro podrá ser llevado por el emisor o su representante y a través de medios físicos, mecánicos o electrónicos u otros autorizados por la Superintendencia del Mercado de Valores. Los artículos 227 al 245 del Texto Único del Decreto Ley I de 8 de julio de 1999 contemplan el régimen de tenencia indirecta de valores, que no es más que un régimen especial de propiedad o tenencia fiduciaria por mandato legal, sin necesidad que medie un contrato de fideicomiso ni requieran de licencia fiduciaria los intermediarios, donde se habla de "activos financieros", que viene a abarcar tanto a los valores como al dinero en efectivo y cualquier otro bien mueble, mantenidos en cuentas de custodia por intermediarios a nombre y en beneficio de sus clientes, conocidos como "tenedores indirectos", quienes gozan de "derechos bursátiles" sobre dichos activos financieros, lo que implica el conjunto de derechos personales y reales, incluyendo los de propiedad y de prenda.

[9] OCDE. *Op. cit.*

[10] Endemann, B., Wladawsky-Berger, I., LaPointe, C. & Yen, H. (2020). *Technology Factsheet: Blockchain.* Belfer Center for Science and International Affairs, Harvard Kennedy School. https://www.belfercenter.org/publication/technology-factsheet-blockchain

[11] Caballero Martínez, J. (2023). La tecnología Blockchain y su carácter integrador dentro del negocio jurídico. Revista la propiedad inmaterial, 35(35), 5-41. http://www.espaciotv.es:2048/referer/secretcode/scholarly-journals/la-tecnología-blockchain-y-su-carácter-integrador/docview/3083869312/se-2?accountid=142712

Retomando particularmente las criptomonedas ether (ETH) y bitcoin (BTC) que se mencionan en la consulta, si partimos del hecho que la compra de un valor se considera una **inversión**, ya que se busca una **rentabilidad**[12] al adquirir un derecho comúnmente de crédito contra el emisor o de participación en el capital de una entidad, **ninguna** de las citadas criptomonedas (ETH y BCT) **incorpora el derecho ni suponen que un emisor se compromete** al pago de flujos de caja en el tiempo (*v.gr.*, pago del principal y/o intereses periódicos, dependiendo del tipo de cupón, en un plazo determinado, como en el caso de la renta fija) o a la distribución de dividendos o ganancias y depender de la evolución económica de la entidad en que se haya invertido (Garbajosa, 2013, p. 127)[13] (como en el caso de la renta variable). En ese sentido, es interesante el discurso que dio, en junio de 2018, William Hinman, Director de Finanzas Corporativas de la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (SEC), donde expuso razones para no considerar como un valor a ether (ETH) y bitcoin (BTC), apuntando hacia: *i)* la teoría de la descentralización, *ii)* a que el objeto de la Ley de Valores es eliminar la asimetría de información entre promotores e inversiones (de modo que estos últimos tomen una decisión de inversión informada y el promotor es responsable de cualquier inexactitud significativa en los documentos de la oferta) y *iii)* a los elementos de la conocida Prueba Howey (en alusión al caso SEC vs. Howey de 1946 para la determinación de la existencia de un contrato de inversión y, por lo tanto, se considere la existencia de un valor conforme a la Ley de Valores de Estados Unidos), a partir de lo cual concluyó que si la *blockchain* en la que funcionan estas criptomonedas está suficientemente descentralizada, se crea una situación en que: *i)* los compradores ya no esperarían razonablemente que un tercero realice esfuerzos para generarles ganancias; *ii)* los esfuerzos de un tercero dejan de ser un factor clave para determinar el éxito de la empresa y; por lo tanto, *iii)* la capacidad de identificar a un emisor o promotor para la divulgación de información necesaria se vuelve difícil y menos significativa[14].

Llegado a este momento del análisis, es evidente de que estamos ante productos y un mercado novedoso, fruto de la innovación tecnológica, que rebasa lo contemplado por el legislador en el ordenamiento jurídico nacional vigente, tal como ocurrió en su momento con los **instrumentos financieros, que fueron incorporados** al Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 **a través de la reforma de la Ley 67 de 1 de septiembre de 2011**, situación que, incluso, había puesto en contexto esta Autoridad Administrativa a través de la Opinión No. 13-2008 de 23 de diciembre de 2008, al analizar, en aquel entonces, los contratos por diferencia (CFDs) dentro de la definición de valor de nuestra Ley y la facultad que le confiere al Regulador de determinar qué constituye valor:

> *"Ahora bien, definitivamente de un simple análisis de las normas vigentes del Decreto Ley 1 de 1999, al menos en concepto y ámbito de aplicación de lo que se considera "valor" debemos reconocer, el Decreto Ley No. 1 de 1999 no ha sido objeto de modificación y adición en este sentido, lo que sería sumamente positivo debido a que es consabido las novedosas figuras e instrumentos que son propios y surgen de la evolución de la operativa del mercado de valores.*
>
> *Por tanto, debemos señalar que la radical alusión que mantiene el concepto de valor en el Decreto Ley No. 1 de 1999, en ligar la facultad de la Comisión Nacional de Valores de determinar en otros casos que es valor, no es de manera absoluta y discrecional, ya que mantiene el principio que cualquier concepto que defina un instrumento, título o derecho se mantenga en lo que comúnmente sea reconocido como "valor", es decir, en estricto sentido tenga al menos sus elementos intrínsecos.*
>
> *La rectificación de la posición emitida va encaminada a delimitar de mejor forma el ámbito de esta compleja figura, no de manera superficial; sino partiendo de sendas regulaciones y criterios que rigen en otros mercados que enmarcan a los CFD's como instrumentos derivados (complejos)."*

De esta forma, actualmente vemos que el artículo 49 (numeral 33) del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 contempla y define **instrumento financiero** como 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, incluyendo así **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. En ese sentido, reiteramos lo manifestado en la Opinión N° 5-2023 de 24 de agosto de 2023, las criptomonedas, incluyendo las que se plantean en la consulta (ETH y BTC), no cumplen las condiciones para considerarlas instrumentos financieros. De hecho,

---

[12] Al respecto, Martín y Trujillo (2011, pp. 4 y 5), en *Op. cit.*, manifiestan que diversos autores señalan que las dos principales funciones que cumplen los activos financieros son: *i)* servir para la transferencia de fondos entre los agentes económicos, que es la causa de la existencia de los títulos valores, y; *ii)* servir para la transferencia de riesgos entre dichos agentes, ya que al adquirir un activo financiero, el tenedor compra una derechos determinados sobre la corriente futura de ingresos del emisor, pero dicha corriente es, por definición, aleatoria. De allí que la doctrina económica comúnmente aceptada considere tres características básicas de los activos financieros: liquidez, riesgo y rentabilidad.

[13] Garbajosa Chaparro, C. (2013). *Manual productos, servicios y activos financieros*. Editorial CEP, S.L.

[14] U.S. Securities and Exchange Commission. (14 de junio de 2018). *Digital Asset Transactions: When Howey Met Gary (Plastic)*. https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/speech-hinman-061418

también es interesante observar que, en junio de 2019, el Comité de Interpretación de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) concluyó que a la tenencia de criptomonedas no les aplica la NIC 32, "Instrumentos Financieros: Presentación", debido a que una criptomoneda no es efectivo, en los términos que establece el párrafo GA3. Tampoco es un instrumento de patrimonio de otra entidad. No genera un derecho contractual para el tenedor ni es un contrato que se liquide o pueda liquidarse con sus propios instrumentos de patrimonio[15].

En este punto del análisis, es evidente la necesidad de evaluar la actualización al ordenamiento legal vigente, para regular los criptoactivos, por un tema de seguridad jurídica, no solo para establecer su naturaleza y tratamiento, sino para determinar reglas claras para los participantes de estos mercados, así como para fijar competencias claras, facultades suficientes, a la(s) autoridades que tendrán la tarea de supervisar estos mercados.

IOSCO, en el mencionado Informe Final *CDA Recommendations* de noviembre de 2023, apunta que sus Miembros adecúen sus marcos regulatorios, para que los requisitos, condiciones y exigencias contempladas para los actores de los mercados de activos financieros tradicionales sean similares (asimiladas) para los actores de los mercados de criptoactivos, de modo que se reduzca el riesgo de arbitraje regulatorio y se focalice en la protección de los inversores y en la integridad del mercado, con reglas claras para *i)* los proveedores de servicios de criptoactivos (*crypto-asset service providers* o CASP), incluyendo aspectos de funcionamiento, gobernanza, transparencia, conflictos de interés, trato justo a clientes, publicidad de la información e identificación y gestión de riesgos; así como para la *ii)* oferta pública y admisión a negociación de criptoactivos, donde es imperativo la capacidad de obtener información periódica de la emisión y del emisor y; *iii)* la adecuación de normas vigentes sobre delitos y prohibición de prácticas abusivas (*v.gr.*, manipulación del mercado y uso de información privilegiada) que actualmente contemplan los mercados de activos financieros tradicionales, incluyendo los delitos de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo, para que asimilen lo que también ocurren en los mercados de criptoactivos. En ese sentido, IOSCO insta a sus Miembros a analizar: *i)* en qué medida los criptoactivos son o se comportan como sustitutos de instrumentos financieros regulados y *ii)* en qué medida los inversores han sustituido las actividades de inversión en instrumentos financieros regulados, por criptoactivos[16].

GAFI, por su parte y en la Recomendación 15, "Nuevas tecnologías", ha indicado que los países deben aplicar las medidas pertinentes, en virtud de las Recomendaciones del GAFI, sobre los activos virtuales y sobre los proveedores de servicios de activos virtuales (*virtual asset service providers* o VASP), a quienes se les debe exigir una licencia o registro en la jurisdicción donde operan[17].

En el caso de la Unión Europea, por ejemplo, en el año 2022 se modificó la Directiva 2014/65/UE (también conocida como MiFID II), relativa a los **mercados de instrumentos financieros**, para adecuar la definición de instrumento financiero, de modo que quedaran incluidos aquellos que se hayan emitido **mediante tecnología de registro distribuidos**. Esto, luego de reconocer, entre otras cosas, lo siguiente:

- La mayor parte de los criptoactivos quedan fuera del ámbito de aplicación de la normativa de la Unión en materia de servicios financieros, situación que ponía de manifiesto, entre otras cosas, desafíos en términos de protección de los inversores, integridad del mercado, consumo energético y estabilidad financiera.
- Esperan que la llamada "tokenización" de los instrumentos financieros, es decir, la representación digital de instrumentos financieros mediante sistemas basados en tecnología de registro distribuido o la emisión de activos de tipo tradicional en forma de autenticación por tokenes para que puedan ser emitidos, almacenados y transferidos empleando un registro descentralizado, genere oportunidades para mejorar la eficiencia en los procesos de negociación y poscontratación.
- La normativa de la Unión en materia de servicios financieros no se concibió teniendo en mente la tecnología de registros distribuidos ni los criptoactivos y contiene disposiciones que podrían impedir o limitar el uso de la tecnología de registros distribuidos en la emisión, negociación y liquidación de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros.
- Al mismo tiempo, existía un vacío legal debido a las particularidades jurídicas, tecnológicas y operativas relacionadas con el uso de la tecnología de registro descentralizado y de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros.
- A fin de permitir el desarrollo de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros y el desarrollo de la tecnología de registro descentralizado, al tiempo que se preserva un

[15] BDO Global. (20 de agosto de 2025). *Tema 204 - Inventarios*. Recuperado el 20 de agosto de 2025 de: https://www.bdo.global/en-gb/microsites/ifrs/ifrs-accounting-standards/ifrs-faqs/topic204#204.1.1.3
[16] IOSCO. *Op. cit.*
[17] GAFILAT. *Op. cit.*

elevado nivel de protección de los inversores, integridad del mercado, estabilidad financiera y transparencia, y se evita el arbitraje regulatorio y el vacío legal.

- A fin de permitir el desarrollo de los criptoactivos que se consideran instrumentos financieros y el desarrollo de la tecnología de registro descentralizado, al tiempo que se preserva un elevado nivel de protección de los inversores, integridad del mercado, estabilidad financiera y transparencia, y se evita el arbitraje regulatorio y el vacío legal[18].

En ese sentido, podemos observar que actualmente la Ley del Mercado de Valores de España comprende en el ámbito de aplicación a los instrumentos financieros, entre estos los valores negociables, cuando los mismos sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares. Asimismo, que la representación de los valores negociables sea por medio de anotaciones en cuenta, títulos o sistemas basados en tecnología de registros distribuidos[19].

En concordancia con lo antes expuesto, también se observa que la Unión Europea, en el año 2023, adopta el Reglamento (UE) 2023/1114 (también conocido como MiCA), relativo a los mercados de criptoactivos, para contemplar **aquellos que no se consideran instrumentos financieros** y, por lo tanto, no les aplica MiFID II[20]. De esta forma, MiCA abarca al resto de criptoactivos, como es el caso de las criptomonedas (*v.gr.*, ETH y BTC), tokens referenciados a activos (*ART - Asset-Referenced Tokens*), entre otros; además regula a los proveedores de servicios de criptoactivos, así como a los emisores de estos productos (CNMV España, 20 de agosto de 2025)[21].

En conclusión, y en remitiéndonos al contexto del caso presentado por el solicitante de la posición administrativa, visto que el modelo de negocio de la empresa panameña gira en torno a la custodia y facilitación del intercambio de criptomonedas, incluyendo ether (ETH) y bitcoin (BTC) mediante una plataforma tecnológica no custodial, se tratan de productos que no están contemplados para las actividades que regula, supervisa y fiscaliza la Superintendencia del Mercado de Valores, al amparo de lo dispuesto en el Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, por lo que no requiere licencia, registro o el cumplimiento de requisitos especiales para operar, a través de una autorización, por parte de esta Autoridad Administrativa.

Fundamento legal: artículos 14, numeral 18, 19 y 20 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE,

Maruquel Murgas de González
Superintendente

/aatencio/D.Jurídica

[18] Unión Europea. (20 de agosto de 2025). *Euro Lex - Reglamento (UE) 2022/858 del Parlamento Europeo y del Consejo de 30 de mayo de 2022*. Recuperado el 20 de agosto de 2025 de: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=celex%3A32022R0858
[19] Gobierno de España - Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado. (20 de agosto de 2025). Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Recuperado el 20 de agosto de 2025 de: https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2023-7053
[20] 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
[21] 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