**REPÚBLICA DE PANAMÁ**
**SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES**

**OPINIÓN No. 03 - 26**
**De 11 de agosto de 2026**

**Tema:** ¿Son los "Actively Managed Certificates (AMC)" (en adelante "AMC") valores sujetos a registro frente a la Superintendencia de Valores de la República de Panamá, en base a la definición de valores establecida en el numeral 66 del artículo 49 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, o son instrumentos financieros no sujetos a dicho registro, en base a la definición de instrumento financiero establecida en el numeral 32 del artículo 49 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999?

¿De ser estos valores, deben ser registrados como valores objeto de una oferta pública ya que los AMCs serán ofrecidos de forma privada y directa dentro de la República de Panamá a más de veinticinco inversionistas calificados diferentes y serán vendidas a más de diez inversionistas calificados diferentes dentro del periodo de un año, en base al artículo 129 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999?

**Solicitante:** Tapia, Linares y Alfaro

**Criterio del Solicitante:**

"...
*ANTECEDENTES: Una sociedad extranjera, a través de un vehículo de propósito especial también extranjero, está interesada en ofrecer a través de una casa de valores con licencia emitida por la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, un AMC sobre una cartera permanente, de forma privada y directa dentro de la República de Panamá, a más de veinticinco inversionistas calificados diferentes y, a vender estos AMCs a más de diez inversionistas calificados diferentes dentro del periodo de un año.*

*Este AMC será un producto financiero mediante el cual el portador del producto puede participar en un portafolio activamente manejado, a través de una canasta, la cual representa una cartera nocional manejada de forma discrecional por el gerente de producto (en este caso la casa de valores panameña), quien invertirá y gestionará inversiones en una variedad de productos financieros elegibles en base a la estrategia de inversión. Los productos elegibles serán: Efectivo, renta variable global, activos tangibles de renta fija soberana de alta calidad e instrumentos de renta fija de liquidez. El AMC representará obligaciones contractuales no garantizadas y no subordinadas del emisor, con rango pari passu entre sí y con todas las demás obligaciones no garantizadas y no subordinadas del emisor. En caso de algún reclamo en conexión con el producto, los portadores tendrán un recurso contractual contra el emisor, limitado únicamente a los componentes de la célula establecida para el producto (es decir el valor de los activos subyacentes del producto). Siendo que, los portadores del producto no tendrán ningún otro recurso contra el emisor ni sus activos. El AMC no tendrá una fecha fija de vencimiento, por lo que podrá redimirse a discreción del emisor sujeto a 30 días de notificación previa y, podrá ser vendido de forma secundaria únicamente a inversionistas calificados y, solo podrá ser comprado y vendido a través del agente de pagos, es decir, no podrá comprarse ni venderse libremente en el mercado. El emisor emitirá el AMC bajo la ley de la Confederación Suiza, donde se considera un instrumento financiero, y no constituye una participación en un esquema de inversión colectiva como lo define el "Swiss Collective Investment Schemes Act", y no tiene licencia otorgada por el "Swiss Financial Market Superivsory Authoirty FINMA" ( en adelante "FINMA"), por lo que ni el producto ni los portadores de dicho producto se benefician de la protección de el "Swiss Collective Investment Schemes Act" o supervisión por parte de FINMA.*

*NUESTRA OPINIÓN: Es nuestra opinión que un AMC no es un valor bajo la definición del numeral 66 del artículo 49 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, sin embargo, si cabe bajo la definición de instrumento financiero establecida en el numeral 32 del artículo 49 del Decreto Ley 1 de 1999 y por tanto debe ser considerado legalmente un instrumento financiero.*

*El numeral 66 del artículo 49 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 define un "Valor" como:*

> *"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."*

*Un valor es definido por ser un título, instrumento o derecho, es decir, implica que el portador mantiene algún tipo de propiedad o derecho sobre el valor o sus bienes subyacentes. Por ejemplo, la titularidad directa que puede existir sobre una acción, la titularidad indirecta que puede existir sobre bienes subyacentes cuando se tienen cuotas o certificados de participación que representan una titularidad parcial de cada portador sobre un cúmulo de bienes, o el derecho real que puede existir contra una cédula hipotecaria. Los valores también implican un factor colectivo, es decir, que un número de personas son dueños de acciones en una compañía, son dueños de la deuda de una compañía, o tienen participación en un fondo colectivo en el que tienen titularidad sobre un porcentaje del fondo. Un valor también está definido por tener la característica de título negociable, es decir, se puede comprar y vender, efectivamente transfiriéndose de portador a portador.*

*Este análisis es reforzado por la definición doctrinaria de "título-valor" del libro "Contratos Bancarios: Su significación en América Latina" de Sergio Rodríguez Azuero quien crea la definición siguiente:*

> *"Los terceros obligacionistas ven incorporados los derechos surgidos de la celebración del contrato en un título-valor, que representa la parte proporcional en que cada uno de ellos participa en relación con el crédito colectivo y con las eventuales garantías que lo respalden. Como título-valor tiene dos características principales: es título de contenido crediticio pero, además de participación o corporativo en cuanto no solo concede el derecho al pago de una suma de dinero sino que, en la tendencia contemporánea, faculta al tenedor para el ejercicio de derechos distintos como participar en la asamblea de tenedores, cuando tal órgano existe o actuar a través del representante común de los mismos y exigirle determinado comportamiento; facultades que exceden a las derivadas simplemente de un título de contenido crediticio.*
>
> *Constituye, de otra parte, una modalidad típica de los llamados títulos-valores seriales, que se emiten y expiden en forma masiva, representando el total de la suma máxima del endeudamiento previsto y utilizando las series de manera que cada una corresponda a valores homogéneos de emisión. La modalidad del título serial es explicable en esta materia porque lo interesante de la emisión, en cuanto a la relación contractual, radica en que la oferta se emite a favor de un número desconocido e indeterminado de posibles tomadores de los títulos, de manera que la entidad emisora desconoce la suerte de su propuesta de endeudamiento, el respaldo que tenga en el público, el número de tomadores que se interesen, etc. Para esa gama de posibilidades indefinidas, los títulos seriales cumplen la función específica de permitir tomar cualquier parte de la emisión, por pequeña que sea, a quienes se encuentren interesados..."*

*Como vemos, esta definición doctrinal de Sergio Rodríguez Azuero también establece que los valores requieren la existencia de un título que representa parte proporcional de un crédito y las garantías que lo respaldan la cual además faculta al tenedor a derechos de voto sobre los activos subyacentes sean estos directos o indirectos. Además, habla de la colectividad como una característica clave de los valores al establecer que los títulos valores se emiten y expiden de forma masiva, representando el total de la suma máxima del endeudamiento previsto y utilizando las series de manera que cada una corresponda a valores homogéneos de emisión. Finalmente refuerza el criterio de la negociabilidad, al establecer que los títulos seriales cumplen la función específica de permitir tomar cualquier parte de la emisión, por pequeña que sea, a quienes se encuentren interesados.*

*Sin embargo, de forma mucho más amplia, y en base a la definición del numeral 32 del artículo 49 del Decreto Ley 1 de 1999, un instrumento financiero es un contrato mediante el cual se genera un activo financiero para una parte y un pasivo financiero para la otra. Tal cual se observa a continuación:*

*"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."*

*En consecuencia, la categorización de instrumento financiero, en términos prácticos, cubre las relaciones contractuales que generan activos y pasivos financieros sin crear una titularidad legal, completa o parcial, ni un derecho sobre un bien. Además, no requiere la existencia de un factor de colectividad, ya que, por el contrario, incluye los contratos financieros bilaterales e incluye los instrumentos que no tienen negociabilidad y no pueden ser transferidos a terceros.*

*El AMC propuesto no cumple las características de un valor por lo siguiente: (1) existirá efectivamente sobre un portafolio nocional, por lo que no existe una titularidad legal sobre los activos subyacentes, ni derechos de voto directos ni indirectos sobre ellos, y, en este caso tampoco existe un derecho real sobre los activos, ya que el único derecho que nace del AMC, es un derecho personal contra el emisor limitado al valor nocional de la célula correspondiente. (2) El AMC propuesto no tiene un factor de colectividad ya que cada célula es independiente una de la otra, y no es un valor mediante el cual un grupo de personas compran secciones de una inversión colectiva; y (3) no existe negociabilidad real o en la práctica ya que los AMCs propuestos solo pueden ser comprados y vendidos a través del agente de pago.*

*En consecuencia, nuestra opinión concluye en que un AMC encaja bajo la definición de un "Instrumento Financiero" establecida en el numeral 32 del artículo 49 del Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999, dado a que puede ser calificado como un contrato sobre un activo financiero, cual contiene activos subyacentes y no bajo la definición de un "Valor".*
*..."*

**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.*

*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.*

*...*

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

*"**Artículo 115.** Registro obligatorio. Deberán registrarse en la Superintendencia los siguientes valores:*

1. *Los valores **que sean objeto de una oferta pública que requiera autorización de la Superintendencia** según el Título V de este Decreto Ley y sus reglamentos.*
2. *Las acciones de emisores domiciliados en la República de Panamá que, el último día del año fiscal, tengan cincuenta o más accionistas domiciliados en la República de Panamá que sean propietarios efectivos de no menos del diez por ciento del capital pagado de dicho emisor (excluyendo las sociedades afiliadas al emisor y los empleados, directores y dignatarios de este, para los efectos de dicho cálculo).*
3. *Los valores listados en una bolsa de valores en la República de Panamá.*

*El registro a que hace referencia el numeral 2 no será obligatorio si accionistas que representen un setenta y cinco por ciento o más del capital emitido y en circulación aprueban continuar como una entidad no registrada bajo este Decreto Ley. Copia de dicha aprobación deberá ser remitida a la Superintendencia.*

*La Superintendencia podrá aumentar la cantidad de propietarios efectivos y el requisito de capital a que se refieren el numeral 2 de este artículo y el numeral 1 del artículo 127 de este Decreto Ley. La Superintendencia podrá, además, mediante acuerdo establecer excepciones en cuanto al registro a que se refiere el numeral 2."*

*"**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.*

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

1. *(valores exentos) la oferta y venta de:*
   a. *(valores del Estado) valores emitidos o garantizados por el Estado.*

*b. (organismos internacionales) valores emitidos por organismos internacionales en los que participe el Estado.*

*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.*

*2. (colocación privada) las ofertas de valores que hayan sido hechas por un emisor o por una persona afiliada a este, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, **en su conjunto**, **a no más de veinticinco personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, **y que juntas resulten en la venta de dichos valores a no más de diez personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, dentro de un periodo de un año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí. La Superintendencia dictará las condiciones en que ofertas sucesivas de valores con características significativamente similares serán consideradas para los fines de este numeral como la oferta de un mismo valor. La Superintendencia dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos mediante una colocación privada.*

*3. (inversionistas institucionales) la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales que, debido a su experiencia en los mercados de valores, según lo determine la Superintendencia, tengan los conocimientos y la capacidad financiera para evaluar y asumir los riesgos de invertir valores sin necesitar la protección del presente Decreto Ley. La Superintendencia dictará normas que establezcan parámetros dentro de los cuales se permitirá la oferta y la venta subsiguiente de valores no registrados que hubiesen sido adquiridos por inversionistas institucionales. Mientras la Superintendencia no dicte normas que regulen la oferta y la venta de valores a inversionistas institucionales, no se podrán hacer ofertas públicas de valores no registrados, a base de esta excepción.*

*4. (traspasos corporativos) dentro de los parámetros establecidos por la Superintendencia para la protección del público inversionista, la oferta, la venta, la distribución, el traspaso y el canje de valores entre un emisor y tenedores de valores de dicho emisor por razón de:*

*a. Una oferta de acciones para aumentar el capital del emisor, la cual se dirija exclusivamente a los accionistas existentes del emisor;*

*b. La declaración de dividendos en acciones u otros valores del emisor;*

*c. La reorganización, la disolución, la liquidación o la fusión de dicho emisor; o*

*d. El ejercicio de derechos o de opciones previamente otorgados por el emisor.*

*4. (empleados) la oferta y la venta de valores que haga un emisor exclusivamente a sus empleados, sus directores o sus dignatarios, o a los empleados, a los directores o a los dignatarios de empresas afiliadas, dentro de los parámetros establecidos por la Superintendencia para la protección del público inversionista.*

*5. (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."*

Tal como se ha manifestado en Opiniones anteriores y se observa del artículo 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 del mercado de valores giran en torno al manejo, aprovechamiento e inversión de **recursos captados del público**, que se efectúen por medio de **valores o instrumentos financieros**, tal cual lo dispone el artículo 4 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores. Entre las actividades está, por ejemplo, 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 está 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.

Por lo tanto, 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. Tal como se ha ido indicando en la Opinión No. 4-25 de 27 de agosto de 2025 y en la Opinión No. 01-26 de 29 de abril de 2026, por un lado, el artículo 49 (numeral 68) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores **define valor**: i) de forma nominal, 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.

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].

Dicho esto, la definición de valor en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores **supone una doble función**: por un lado, **a)** determinar los documentos, títulos o instrumentos cuyo ofrecimiento público en Panamá amerita que deban registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores y recibir de parte de esta la **autorización del ofrecimiento público**, a menos que la oferta esté exenta de registro conforme veremos más adelante y; por otro lado, **b)** los **productos de inversión** sobre los cuales se puede intermediar en el mercado de valores en o desde Panamá, por una entidad con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Adelantado este análisis, concierne determinar, con base en la facultad contemplada en el artículo 49 (numeral 68) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, si los Actively Managed Certificates (AMC) califican como valor y, por lo tanto, están sujetos a nuestro régimen especial, tanto sobre las reglas de autorización y registro de oferta pública y las exenciones de registro, como para la actividad de intermediación que requiere de licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores.

Los AMC o Certificados de Gestión Activa o Certificados Gestionados Activamente son **productos financieros de inversión flexibles y dinámicos**, que permite empaquetar uno o más activos subyacentes que son gestionados activamente, sin la complejidad de constituir un fondo de inversión. Una vez emitido el AMC, el capital captado de los inversores fluye directamente hacia la cartera, permitiendo a los gestores de la estrategia ajustar los activos con libertad dentro de un universo de inversión definido. La cartera puede adaptarse a los cambios del mercado, a las

---

[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.

preferencias de los inversores o a nuevas oportunidades (Loepfe et al., 2026, p. 154)[4].

Como referencia histórica y de otra jurisdicción, observamos, tal cual se indica en la consulta, que en Suiza se excluyen estos productos financieros de inversión del ámbito de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (*Collective Investment Schemes Act* o CISA), que regula los fondos de inversión suizos; en ese sentido, se señala que una diferencia importante entre un fondo de inversión y un AMC, es que este último no cuenta con la protección al inversor que otorga la CISA (Blümke, A., 2009, pp. 210 - 213)[5]. No obstante, vemos que los AMC si están sujetos a la Ley de Servicios Financieros de Suiza (*Financial Services Act* o FinSA, por sus siglas en inglés), en lo concerniente a su oferta, comercialización y reglas de transparencia.

Siguiendo en esa jurisdicción, observamos que los emisores de los AMC incluyen bancos, agencias o sociedades de valores y vehículos de propósito especial (SPV, por sus siglas en inglés) creados específicamente para este fin. Los AMC se catalogan como **instrumentos u obligaciones de deuda del emisor**, de manera que no existe un sustrato de pasivo independiente, es decir, no hay un activo de un fondo especialmente protegido (Bächinger, 23 de junio de 2026)[6] (BDO Suiza, 11 de enero de 2022)[7]. Los inversores adquieren el AMC, el cual **refleja el rendimiento de la cartera gestionada**, obteniendo exposición a la estrategia sin necesidad de poseer directamente los activos que la integran (Ghamari, P., 2026, p. 13)[8]. Este mismo Autor nos indica que cada AMC cuenta con un ISIN, lo que lo convierte en un **instrumento negociable** que se puede mantener en cuentas de custodia y negociar en bolsas de valores o, incluso, se negocian en mercados no organizados (OTC, por sus siglas en inglés).

Hasta este punto, observamos que los AMC presentan generalmente características que lo acercan a considerarlo valor, tales como:

- **Derecho incorporado de índole económico y obligación del emisor:** los AMC se emite legalmente como un valor estructurado (*structured securities* o *structured notes*) y funciona internamente replicando un certificado de seguimiento (*tracker certificate*) (Blümke, A., 2009, p. 210)[9]. Otorgan al tenedor un derecho de crédito contra el emisor o vehículo de propósito especial (SPV), cuyo valor liquidativo final está vinculado al rendimiento de los activos subyacentes.
- **Rentabilidad variable vinculada a un gestor:** su retorno depende directamente de la gestión activa desempeñada por un tercero (el gestor de la cartera de activos subyacentes). Esta característica refleja el elemento sustancial de los valores, es decir, **la expectativa de ganancias derivada del esfuerzo o gestión de un tercero**.
- **Negociabilidad y transmisibilidad:** debido a su estructura y naturaleza, están diseñados para ser negociados y transmitidos con facilidad, en bolsas de valores o en OTC. Muchos AMC cotizan o, al menos, tienen asignado un símbolo bursátil (Vestr)[10].
- **Homogeneidad y emisión masiva o en serie:** normalmente se estructuran bajo programas de emisión de certificados, de modo que se realizan en condiciones estandarizadas, lo que satisface el criterio de fungibilidad, oferta colectiva y masividad.

Tomando en cuenta lo anterior, en términos generales, los AMC reúnen características para considerados valores por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, con base en la facultad contemplada en el artículo 49 (numeral 68) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

El artículo 49 (numeral 33) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, contempla la definición amplia de instrumento financiero, en el sentido de 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.

No obstante, tal definición no es excluyente del concepto valor. En otras palabras, todo valor puede constituir instrumento financiero, pero no todo instrumento financiero constituye necesariamente valor, como es el caso de los swaps, CFDs, opciones, etc. De hecho, instrumento financiero es la categoría amplia que se contempla en otras jurisdicciones, donde los valores negociables son un

---

[4] Loepfe, P., Naegeli, P. A., y Lyons, T. (2026). Assetization: Inside the Trillion-Dollar Investing Revolution. (2a ed.). Wiley.
[5] Blümke, A. (2009). How to Invest in Structured Products. John Wiley & Sons Ltd.
[6] Bächinger, J. (23 de junio de 2026). Actively Managed Certificates (AMCs): Explanation and Insights. https://everon.swiss/en/insights/amcs-actively-managed-certificates
[7] BDO Suiza (11 de enero de 2022). Actively Managed Certificates (AMC). https://www.bdo.ch/fr-ch/publications/newsletter/wealth-management-news/actively-managed-certificates-(amc)
[8] Ghamari, P. (2026). Navigating Global Finance with Special Purpose Vehicles & Actively Managed Certificates. BoD.
[9] Blümke, A. (2009). *Op. cit.*
[10] Vestr. Actively Managed Certificates (AMCs). https://www.vestr.com/blog-posts/actively-managed-certificates

segmento, tal es el caso de la Ley del los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión de España y de MiFID II (Directiva 2014/65/UE) de la Unión Europea.

Identifiquemos las características que se planean en la consulta presentado, sobre los AMC y para su oferta:

- El emisor es una sociedad extranjera, a través de un vehículo de propósito especial.
- Constituyen una obligación contractual del emisor, no garantizada ni subordinada.
- Se ofrecerán a través de una casa de valores con licencia expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores, de forma privada y directa dentro de la República de Panamá, a más de 25 inversionistas "calificados" diferentes y se venderán a más de 10 inversionistas "calificados" diferentes, dentro del período de un año.
- Podrán venderse de forma secundaria, únicamente a inversionistas "calificados".
- Solo podrán comprarse y venderse a través del agente de pagos, no libremente en el mercado.
- El tenedor el AMC puede participar en un portafolio activamente manejado, a través de una canasta, la cual representa una cartera nocional manejada de forma discrecional por el gerente de producto (en este caso la casa de valores panameña), quien invertirá y gestionará inversiones en una variedad de productos financieros elegibles en base a la estrategia de inversión.
- No tendrá una fecha fija de vencimiento, de modo que podrá redimirse a discreción del emisor sujeto a 30 días de notificación previa.

Se ponen de manifiesto características que se configuran con las de un valor, ya que el instrumento **incorpora derechos patrimoniales** exigibles por el tenedor frente al emisor y **puede ser distribuido y transmitido** a una **pluralidad de inversionistas**, pese a que **su negociación** se prevé dirigirla específicamente a la calidad de "calificados". Además, **su rentabilidad**, está basada en la expectativa de ganancias derivada del **esfuerzo o gestión de un tercero** y el emisor, es precisamente un vehículo de propósito especial que ofrecerá los AMC para **captar fondos de inversionistas**. El hecho de que la responsabilidad del emisor se limite a los activos de una célula determinada, que no exista propiedad sobre los activos subyacentes, que la negociación secundaria sea restringida a través de un agente de pagos o que el instrumento sea emitido bajo legislación extranjera, no constituyen, por sí solos, elementos suficientes para excluirlos del concepto de valor previsto en la legislación panameña, cuando su naturaleza da cuenta de las características que llevan a considerarlo como tal.

Reiteramos, el hecho de que un producto reúna los elementos de un instrumento financiero no excluye necesariamente que pueda constituir simultáneamente un valor, cuando incorpora las características antes indicadas. En consecuencia, ambas definiciones no deben interpretarse como categorías mutuamente excluyentes.

Respondiendo a la primer interrogante planteada, con fundamento exclusivamente en la información suministrada por el consultante, la Superintendencia del Mercado de Valores **no comparte la conclusión de que el AMC descrito quede excluido, de manera automática, del concepto de valor**, de conformidad con lo antes previsto y basados en la facultad contemplada en el artículo 49 (numeral 68) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores.

En cuanto a la segunda interrogante, es importante recordar, tal cual se ha reiterado en la Opinión No. 3-25 de 23 de junio de 2025, una oferta de valores es "**pública**" cuando **se dirige a un número indeterminado de personas y se realiza de forma abierta**, en lugar de restringir o limitar su conocimiento y alcance a un grupo cerrado y concreto de inversionistas (aspecto cuantitativo), donde influye, además, **el uso de medios de comunicación masiva o de difusión** (aspecto cualitativo), tanto los tradicionales (televisión, prensa escrita, radio, publicidad exterior, etc.) como los digitales (internet y redes sociales), dado que la información o contenido que en ellos se transmite o publica llega a una audiencia amplia y diversa, es accesible y está disponible al público en general.

En esa línea, en el artículo 128 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, el legislador ha establecido cuándo una oferta de valores debe entenderse realizada "**en la República de Panamá**", condicionándolo a lo siguiente:

- La 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.

El término "**domicilio**" debe entenderse de conformidad con el alcance y significado legal contemplado en el artículo 49 (numeral 20) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, que a continuación transcribimos:

> *"Lugar donde una persona ejerce habitualmente un empleo, profesión, oficio o industria o donde tiene su principal establecimiento. El domicilio de las personas jurídicas está en las oficinas, lugar donde tienen su dirección o administración, y el lugar donde se encuentre una sucursal o agencia con respecto a los actos o contratos de dicha sucursal o agencia."*

Es imperativo que el alcance y significado legal de las mismas palabras ("domicilio" y "oferta de valores realizada en la República de Panamá") sea interpretado para la "**colocación privada**", una de las ofertas exenta de registro ante este Regulador, contemplada en el numeral 2 del artículo 129 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y tema medular de la presente solicitud de posición administrativa, cuando el artículo 128 (oferta pública) del mismo Texto Único es remisorio del catálogo de las ofertas de valores exentas de registro.

La colocación privada, de acuerdo a nuestra legislación, consiste en la "oferta de valores" que haya sido hecha por un emisor o por una persona afiliada a este, o por un oferente de dicho emisor o de dicha afiliada, en su conjunto, **a no más de 25 personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, y que juntas resulten en la venta de dichos valores **a no más de 10 personas**, o cualquiera otra cantidad de personas que establezca la Superintendencia, dentro del periodo de 1 año. Para estos efectos no se tomarán en consideración las ofertas ni las ventas que hagan el emisor o sus afiliadas a oferentes, ni las ofertas ni las ventas que oferentes se hagan entre sí.

A la fecha, ciertamente la Superintendencia del Mercado de Valores no ha adoptado un Acuerdo que reglamente una cantidad distinta del grupo cerrado y concreto de personas a las que se dirija la oferta (la colocación privada).

En conclusión, y remitiéndonos al contexto del caso presentado por la solicitante de la posición administrativa, debemos indicar que, en la medida que los AMC antes descritos reúnen las características para considerados valores conforme a la legislación panameña; entonces, si son ofrecidos en la República de Panamá **rebasando las cantidades de personas** previstas en el artículo 129 (numeral 2) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores para la colocación privada (aspecto cuantitativo) o se utilizan medios de comunicación masiva o de difusión (aspecto cualitativo), deberán registrarse en la Superintendencia del Mercado de Valores.

Es importante aclarar que la calidad de inversionista "calificado" no es parte de las condiciones de la colocación privada. Los inversionistas calificados, según se definen en el artículo 49 (numeral 35) del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, están vinculados dentro de las condiciones que deben cumplir las sociedades de inversión privadas, tal como se puede observar en el artículo 180 del referido Texto Único.

**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