REPÚBLICA DE PANAMÁ
SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

OPINIÓN No. 04 - 26
De 27 de AGOSTO de 2026

Tema: ¿Cuando se presenta ante la SMV una solicitud de registro de modificación a los términos y condiciones de una serie específica, emitida dentro de un programa rotativo de valores, ¿opera la suspensión de negociación de manera automática sobre la totalidad del programa y todas sus series, o bien la Superintendencia del Mercado de Valores cuenta con la facultad de analizar las circunstancias del caso y determinar que la suspensión recaiga únicamente sobre la serie cuyos términos y condiciones son objeto de la solicitud de modificación?

Solicitante: Virtù Atelier Legal

Criterio del Solicitante:

"...
Con base en la lectura del Artículo 3 del Acuerdo, somos de la opinión de que la suspensión de negociación no opera de manera automática sobre la totalidad del programa rotativo, sino que la norma distingue dos supuestos con efectos distintos:

Primer supuesto. Regla general (párrafo tercero): La suspensión recae sobre los valores cuya modificación se pretende. La norma emplea una expresión de alcance específico y delimitado: no habla de "los valores del emisor", ni de "el programa", sino exclusivamente de los valores afectos a la solicitud. En el contexto de un programa rotativo con múltiples series independientes, esta expresión debe entenderse referida únicamente a la serie objeto de modificación.

Segundo supuesto. Extensión discrecional (párrafo cuarto): La Superintendencia podrá extender la suspensión a otros valores del mismo emisor, pero únicamente al estimar que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor. Esta facultad es de naturaleza discrecional y condicionada; exige una valoración causal por parte de la Superintendencia y no se activa de forma automática por la mera existencia de otras series en circulación dentro del mismo programa.

Esta interpretación es consistente con la estructura del propio Acuerdo, que en sus Artículos 4-A y 5 contempla expresamente el tratamiento diferenciado por serie, reconociendo que en un programa rotativo cada serie puede tener condiciones de consentimiento, certificaciones y registros independientes. Por lo que consideramos que extender automáticamente la suspensión a series que no son objeto de modificación, cuyas, garantías y condiciones son distintos, y cuyos tenedores son diferentes, resultaría incompatible con la lógica de independencia que subyace a la figura del programa rotativo y con el principio de proporcionalidad que debe guiar las medidas cautelares adoptadas por la Administración.

En los programas de emisión de valores estructurados en series, cada serie constituye una emisión autónoma con sus propias condiciones financieras, plazos y base de inversionistas, por lo que las modificaciones a las condiciones de una serie determinada únicamente conciernen y obligan a los tenedores de dicha serie. En consecuencia, la aceptación requerida para efectuar cualquier modificación es exclusivamente la de los tenedores de la serie objeto de la modificación. Lo anterior resulta aún más gravoso cuando la medida adoptada de la suspensión del programa en su totalidad afecta a tenedores de otras series que no fueron parte de la solicitud de modificación, que no fueron convocados, consultados ni notificados sobre las razones que motivaron la decisión, y respecto de quienes no existe incumplimiento, controversia ni circunstancia alguna que justifique la restricción impuesta.

Asimismo, una suspensión automática y generalizada sobre el programa completo podría causar perjuicios injustificados a series que se encuentren en plena vigencia, con obligaciones de pago en curso o que acaban de ser colocadas en el mercado.

En consecuencia, somos de la opinión que la Superintendencia del Mercado de Valores cuenta con la facultad (y la obligación) de analizar cada caso concreto y determinar, con fundamento en el párrafo cuarto del Artículo 3 del Acuerdo, si concurren o no los presupuestos que justificarían extender la suspensión a series o valores que no son objeto de la solicitud de modificación. Dicha facultad no puede ejercerse de manera automática, sino mediante una estimación motivada sobre la existencia del nexo causal exigido por la norma.

Finalmente conviene precisar que la presente solicitud de opinión se circunscribe exclusivamente al supuesto de modificaciones de los términos y condiciones de una serie

especifica dentro de un programa rotativo, sin que ello implique pronunciamiento alguno respecto de modificaciones que recaigan sobre los términos y condiciones del programa rotativo en sí mismo, que afectarían el marco general bajo el cual se emiten todas las series lo que en definitiva tendría otro tratamiento.
..."

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 14**. Atribuciones del superintendente. Son atribuciones del superintendente:*
1. *Resolver las solicitudes de registro de valores para ofertas públicas y cualesquiera otras que se presenten a la Superintendencia con arreglo a la Ley del Mercado de Valores.*
2. *Cancelar de oficio o a petición de parte los registros de valores que consten en la Superintendencia.*
3. *Suspender las ofertas públicas que violen disposiciones de la Ley del Mercado de Valores o cuando así lo disponga la ley.*

...
26. *Resolver todo aquello de carácter administrativo que no estuviera expresamente reservado a la Junta Directiva o a otra autoridad.*

...

El superintendente podrá delegar funciones, con sujeción a las decisiones y directrices de la Junta Directiva, en funcionarios de la Superintendencia, con excepción de la adopción o modificación de opiniones."

2. **Acuerdo No. 4-2003 de 11 de abril de 2003:**

*"**Artículo 3 (Comunicado público de hecho de importancia y suspensión de las negociaciones):** Una vez la solicitud y los documentos indicados en los artículos 2 y 4 del presente Acuerdo sean debidamente aportados por el solicitante, éste deberá esperar la revisión y visto bueno de la Superintendencia del Mercado de Valores para divulgar un comunicado público de hecho de importancia a través de uno de los siguientes medios: (a) en un diario de circulación nacional, por dos (2) días consecutivos, o (b) en la Superintendencia*

del Mercado de Valores, a través del Sistema Electrónico de Remisión de Información (SERI) y, en caso de estar listado en bolsa, también deberá divulgarlo en la misma fecha a la bolsa de valores y a la central de valores, a través de los medios que estos determinen. En este comunicado público se señalará, como mínimo, lo siguiente:

1. *Indicación de la oferta pública cuya modificación se pretende.*
2. *Cuadro comparativo de los términos que se pretenden modificar.*
3. *Mecanismo mediante el cual los tenedores obtendrán información de la propuesta de modificación.*

Adjunto al comunicado público de hecho de importancia, que cuente con el visto bueno de la Superintendencia del Mercado de Valores, el emisor deberá divulgar a través del SERI el formato de aceptación propuesto a los tenedores de los valores cuyos términos y condiciones son objeto de la modificación.

La Superintendencia del Mercado de Valores procederá a suspender las negociaciones de los valores debidamente emitidos y en circulación ***cuya modificación a los términos y condiciones registrados se pretenda****, una vez el solicitante presente la solicitud de registro de modificación ante esta Autoridad.*

La suspensión de la negociación pública de los valores del emisor ***afectos a la modificación*** *estará en vigencia por un plazo de tres (3) días hábiles, quedando automáticamente levantada, sin necesidad de pronunciamiento por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores, transcurrido dicho plazo. Este plazo podrá prorrogarse, mediante resolución motivada,* ***si a juicio de la Superintendencia del Mercado de Valores*** *esta medida sea necesaria para salvaguardar los intereses de los tenedores de los valores.*

En el evento que el emisor solicitante del registro de modificación a los términos y condiciones de los valores registrados ***mantenga, simultáneamente, otros valores debidamente emitidos y en circulación****, como consecuencia de una oferta pública registrada,* ***la Superintendencia del Mercado de Valores suspenderá la negociación de éstos****,* ***al estimar*** *que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor, siendo necesario, por ende, el conocimiento por parte de todos los tenedores de valores emitidos por dicho emisor."*

Tal como se ha manifestado en otras Opiniones y se observa del artículo 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, la Superintendencia del Mercado de Valores tiene competencia privativa para regular, supervisar y fiscalizar las actividades del mercado de valores que se desarrollen en o desde Panamá.

En tal sentido, también determina el artículo 3 del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores que la Superintendencia del Mercado de Valores, en el marco de su regulación, supervisión y fiscalización de las actividades del mercado de valores, tiene los siguientes objetivos claves: (a) propiciar la seguridad jurídica de todos los participantes de este mercado y (b) garantizar la transparencia, (c) **con especial protección de los derechos de los inversionistas**.

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, 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.

En la línea de lo antes expuesto, puede observarse en los artículos 119, 131 y concordantes del Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, se faculta a la Superintendencia del Mercado de Valores a: (a) prescribir la información y la documentación que, respecto del emisor, sus operaciones, negocios y valores, deben contener las solicitudes de registro de valores, al igual que (b) rechazar una solicitud de registro de valores cuando, entre otros casos, la información o la documentación presentada a la Superintendencia del Mercado de Valores, a juicio de esta, esté incompleta o no cumpla con los requisitos establecidos en el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores y sus reglamentos.

Debido a esa competencia privativa de regulación que le ha conferido el Texto Único de la Ley del Mercado de Valores, y precisamente en lo que respecta al contenido de las solicitudes de registro de valores, se cuenta actualmente con el Acuerdo N° 2-2010 de 16 de abril de 2010, que adopta el procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de valores y de terminación de registro en la Superintendencia del Mercado de Valores.

Luego, en el año 2003, se emite el Acuerdo No. 4-2003 de 11 de abril de 2003, a través del cual se adopta el **procedimiento para la presentación de solicitudes de registro de modificaciones a términos y condiciones de valores registrados**.

Precisamente relacionado con el tema que actualmente nos ocupa, en el año 2021, se emitió la Opinión No. 2-2021 de 10 de febrero de 2021, mediante la cual se aclaró el alcance de las aceptaciones de los tenedores que deban obtenerse y presentarse ante la Superintendencia del Mercado de Valores, cuando el emisor presente una solicitud de registro de modificación de términos y condiciones de los valores registrados, con base en el procedimiento adoptado mediante el Acuerdo No. 4-2003. En ese sentido, se indicó que, cuando las normas del Acuerdo No. 4-2003 hacen referencia a la aprobación o aceptación de los tenedores "**afectos a la modificación**", la Superintendencia del Mercado de Valores está requiriendo de parte del emisor, en aras de proteger los derechos de los inversionistas, que obtenga las aceptaciones de los tenedores de los valores registrados **que se verán afectados por la modificación de los términos y condiciones** que solicita registrar ante esta Autoridad Administrativa.

En la referida Opinión No. 2-2021 se abordó el caso de los valores registrados con la posibilidad de emitir series y el escenario en el que el emisor pretenda modificar, por ejemplo, los términos y condiciones de dos (2) o más series en circulación, a partir de lo cual se indicó el deber de presentar ante la Superintendencia del Mercado de Valores, las aceptaciones necesarias de los tenedores de los valores de cada una de esas series, **por separado**, tomando en consideración que esas series no solo **pueden** *(i)* **contar con términos y condiciones que las diferencian unas de otras**, sino que también **pueden** *(ii)* **contar con distintos tenedores** o **pueden** *(iii)* **mantener tenedores que no comparten el mismo porcentaje de tenencia** de valores registrados en una y otra serie, de allí que es el tenedor o el grupo de tenedores de los valores registrados de cada una de estas series quien(es), a consideración de esta Autoridad Administrativa, debe(n) dar su consentimiento o aceptación a la propuesta de modificación elevada por el emisor por separado, para que surta efectos única y exclusivamente sobre los términos y condiciones de la serie cuyos valores mantienen la tenencia y se desea modificar.

Con esta Opinión No. 2-2021, se pone en contexto, desde otro punto de vista, **la posibilidad de que existan series que no se vean afectadas por los términos y condiciones de otra serie de la misma emisión, que el emisor pretenda modificar y registrar** ante la Superintendencia del Mercado de Valores. De allí que, a raíz de modificaciones introducidas en el año 2022 al Acuerdo No. 4-2003, podrá observarse que se pide, en el caso de emisiones que cuenten con varias series, que el contenido de la documentación presentada a la Superintendencia del Mercado de Valores deberá individualizar y detallar la información de cada una de las series sujetas a modificación, tomando en cuenta el tipo de consentimiento que establezca cada prospecto informativo o el suplemento informativo de cada serie, conforme aplique.

Adentrándonos al artículo 3 del Acuerdo No. 4-2003, objeto de la consulta, tenemos que su antepenúltimo párrafo condiciona la suspensión de las negociaciones de los valores registrados siguiendo la regla antes indicada, es decir, que la Superintendencia del Mercado de Valores **procederá a suspender las negociaciones** de los valores emitidos y en circulación **cuya modificación a los términos y condiciones registrados se pretenda**. Esto es reafirmado en el penúltimo párrafo del artículo 3 del Acuerdo No. 4-2003, cuando se refiere a la suspensión de la negociación pública de los valores del emisor **afectos a la modificación**.

Con estos párrafos, tal como se indica en la consulta, **se parte de alcance específico y delimitado** en la suspensión de las negociaciones, lo que significa que **no necesariamente debe aplicarse a todas las series** de los valores registrados y autorizados para su oferta pública, sino sobre aquellas series cuyos términos y condiciones se pretenda modificar y registrar ante esta Autoridad Administrativa.

Reiteramos, puede darse el escenario en que se modifiquen algunos términos y condiciones que afecten a series específicas sin impactar otras dentro de una misma emisión de valores registrada, de manera que, bajo la regla antes expuesta, no es razonable ni proporcional extender la suspensión de las negociaciones sobre el resto de las series, afectando con esta medida provisional, inclusive, a sus tenedores, cuyos valores no son parte de la solicitud de modificación de términos y condiciones ni, por lo tanto, han debido ser consultados sobre la solicitud ni prestar su consentimiento o aceptaciones, ni debieran ver limitado su derecho de disposición.

El último párrafo del artículo 3 del Acuerdo No. 4-2003 plantea, no obstante, que la suspensión de las negociaciones sea extensiva a todos los valores emitidos y en circulación producto de una oferta

pública registrada en la Superintendencia del Mercado de Valores, bajo el supuesto de que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor, lo que, por ende, hace necesario que todos los tenedores tengan conocimiento de ello. Ahora bien, esta suspensión de las negociaciones no opera de manera automática, sino que debe existir una evaluación o análisis de la solicitud del emisor por parte de esta Autoridad Administrativa, para proceder de tal forma, luego de "estimar", como bien indica el último párrafo del artículo 3 del Acuerdo No. 4-2003, que las modificaciones pretendidas son consecuencia directa del desarrollo de los negocios del emisor y que, por consiguiente, deben ser del conocimiento de todos los tenedores. Una interpretación distinta, desvirtuaría la regla antes mencionada, en cuanto a que la suspensión de las negociaciones sea sobre los valores emitidos y en circulación cuya modificación a los términos y condiciones registrados se pretenda.

Para ello, el Formulario R-MOP o de Registro de Modificación a Ofertas Públicas, que es parte del Anexo del Acuerdo No. 4-2003, establece diferentes preguntas que el emisor debe divulgar en aras de entender su situación y la evolución del negocio, de manera que se puedan comprender las razones por las que solicita a la Superintendencia del Mercado de Valores el registro de la modificación de términos y condiciones. En algunos casos, no obedecerán a motivos del negocio del emisor como tal, sino por otros factores externos que pueden impactar en los términos y condiciones. Por consiguiente, son escenarios que deben ser evaluados por esta Autoridad Administrativa, cuando se presenten los documentos, y determinar si es necesario o no que la suspensión de las negociaciones sea extensiva a todos los valores emitidos y en circulación producto de una oferta pública registrada.

En mérito del análisis anterior, concluimos que cuando se presenta a la Superintendencia del Mercado de Valores, una solicitud de registro de modificación a los términos y condiciones de una serie en particular, emitida dentro de un programa rotativo de valores registrados, la suspensión de las negociaciones, en principio, solo debe incidir sobre dicha serie, sin perjuicio de la facultad de evaluar analizar cada caso concreto y determinar, con fundamento en el último párrafo del artículo 3 del Acuerdo No. 4-2003, si concurren o no los presupuestos que justificarían extender la suspensión de las negociaciones al resto de las series o valores registrados emitidos y en circulación, teniendo siempre presente la regla que las modificaciones que propone el emisor no afecten los términos y condiciones de otra serie de la misma emisión o, incluso, del programa rotativo de valores registrados en sí mismo.

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

REPÚBLICA DE PANAMÁ
De foja 1 a foja: 5
Es copia auténtica de su Original
Panamá, 27 de 8 de 2026.
Fecha: