

**REPÚBLICA DE PANAMÁ**  
**COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

**OPINIÓN No. 8-2007**

(De 18 de julio de 2007)

**Tema:** Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores, mediante escrito recibido el día 19 de junio de 2007, sentar su posición administrativa respecto a si los agentes económicos constituidos y operando en Panamá o en el extranjero, que se dediquen exclusivamente a la inversión en el mercado de Contratos por Diferencia, o *Contracts for Difference* (CFDs) en inglés, se considerarán entes regulados por la Comisión Nacional de Valores.

**Solicitante:** **TRONCOSO & ASOCIADOS**

**Objeto de la Consulta:**

La presente consulta se transcribe a continuación:

*“Los agentes económicos constituidos y operando en Panamá o en el extranjero, que se dediquen exclusivamente a la inversión en el mercado de **Contratos por Diferencia (CDF’s)** por sus siglas en inglés, se considerarán entes regulados por la Comisión Nacional de Valores? siendo éstas, operaciones financieras llevadas a cabo sobre acciones o índices bursátiles en los que la liquidación de los mismos se realiza por la diferencia entre el precio de compra y el de venta, y todo ello, además, sin necesidad de llevar a cabo la entrega física del activo subyacente (títulos físicos o índices), en la cual ambas partes acuerdan intercambiar la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de un activo financiero.”*

**Criterio del Solicitante:**

El criterio del solicitante se transcribe a continuación:

*“Nuestra petición de (sic) debe a que los CDF’s no son considerados Contratos de Futuros, Warrants ni tampoco Opciones, no obstante comparten alguna característica de ellos.”*

**Posición de la Comisión:**

Antes de entrar al fondo de la Consulta, es menester citar algunos artículos contentivos en el Decreto Ley 1 de 1999 para enmarcar el tema que nos ocupa:

**Artículo 23: Licencia Obligatoria**

Sólo podrán ejercer el negocio de casa de valores o de asesor de inversiones, en la República de Panamá o desde ésta, las personas que hayan obtenido la correspondiente licencia expedida por la Comisión, independientemente de que dichas personas presten servicios en relación con valores que estén registrados en la Comisión o no.

**Artículo 1: Definiciones**

Casa de Valores es toda persona que se dedique al negocio de comprar y vender valores, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia. Dicha expresión no incluye a los corredores de valores.

Por lo tanto, tal y como lo establece la definición de Casa de Valores en el Artículo 1 y lo que establece el Artículo 23 del Decreto Ley 1 de 1999, deberán tener la licencia correspondiente los entes que ejerzan el negocio de Casa de Valores, en la República de Panamá o desde ésta, y a su vez, una Casa de Valores es toda aquella persona que se dedique al negocio de compra y venta de valores. La situación de si se considerarán entes regulados por la Comisión Nacional de Valores los agentes económicos constituidos en la República de Panamá que se dediquen exclusivamente a la compra y venta de Contratos por Diferencia, ya sea por cuenta de terceros o por cuenta propia, recae en la determinación de si los instrumentos en cuestión, los Contratos por Diferencia, son considerados, o no, como un valor, de acuerdo a lo estipulado en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999.

En este punto, es importante, para comprender el alcance de los Artículos transcritos anteriormente, considerar cuáles son los instrumentos financieros a los cuales el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 le otorga la categoría de “Valor”, para lo cual procederemos a citar la definición pertinente.

### **Artículo 1: Definiciones**

**Valor** es 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 Comisión determine que constituye un valor. (lo subrayado es nuestro)

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 los servicios bancarios usuales ofrecidos por dichos bancos, tales 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) Cualesquiera otros instrumentos, títulos o derechos que la Comisión haya determinado que no constituyen un valor.

Para determinar si los Contratos por Diferencias recaen por definición bajo cualquiera de los instrumentos que cubre la definición de “valor” en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, citamos a continuación la definición de estos Instrumentos (CFDs), tomando como base diferentes referencias.

*“Es un contrato financiero en el cual la diferencia entre el precio acordado de un activo y el precio prevaleciente en el mercado es acreditada en forma periódica a la parte favorecida por tal diferencia. Debido a que no existe transferencia de principal, un contrato por diferencias sirve para las necesidades especulativas o de cobertura.”<sup>1</sup>*

---

<sup>1</sup> *“Iniciativa de Compensación y Liquidación del Hemisferio Occidental, Junio 2002”. Banco Mundial – Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.*

Por otra parte, para tener referencia de un Mercado de Valores próximo al panameño, hacemos la siguiente cita relacionada con dicho Mercado:

*“Para los efectos de este reglamento, se entenderá por Contrato de Diferencia, aquel contrato estandarizado en el cual dos partes acuerdan hoy entregar en una determinada fecha futura (“la fecha de entrega”) un monto basado en la diferencia entre el Precio de Entrega, según lo definido en el anexo del contrato respectivo, y el precio pactado (“el precio del contrato”) con referencia a uno o más valores subyacentes o indicadores financieros o bursátiles, incluyendo pero sin limitarse a las tasas de interés. Los Contratos de Diferencia son operaciones de cumplimiento financiero en las cuales la liquidación se hace sin entrega física del subyacente.” (El Subrayado es nuestro).<sup>2</sup>*

*Nota: La Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica considera los Contratos por Diferencia como instrumentos derivados.*

En ese mismo sentido, citamos a continuación al *Investment Dealers Association* de Canadá:

*“A **Contract-for-Difference** is a derivative product that allows investors to speculate or hedge on the underlying security movements, without the need for ownership and physical settlement of the underlying security. CFDs are generally traded over-the-counter (OTC) and mirror the economic performance of the underlying security based on its price movement.”<sup>3 4</sup>*

Como se puede colegir de las definiciones antes citadas, los Contratos por Diferencia son instrumentos financieros directamente ligados a un valor subyacente determinado, en términos del desempeño de dicho valor en un mercado financiero. Los Contratos por Diferencia no conllevan derechos de titularidad, ni fecha de vencimiento para la entrega del valor subyacente. Por consiguiente, los Contratos por Diferencia no recaen por definición bajo ninguno de los instrumentos financieros que taxativamente se definen como “valor” en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999.

Sin embargo, en virtud a lo igualmente establecido en el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999, esta Comisión ha optado por determinar que los Contratos por Diferencia, o *Contracts for Difference (CFDs)* en inglés, sean considerados como un “Valor” dado que:

- El emisor de los CFDs, el cual difiere del instrumento subyacente, funciona como Creador de Mercado. En su función como Creador de Mercado, éste tomará posiciones opuestas a las de sus clientes. Cuando existan posiciones que excedan sus políticas de riesgo, el Creador de Mercado cubrirá su riesgo comprando o vendiendo el instrumento subyacente relacionado en el mercado financiero correspondiente. Por consiguiente, por necesidades de cobertura, existe una relación directa entre la transacción que hace un cliente a través de CFDs y los Mercados de Valores.
- Si bien es cierto que en los CFDs no se tiene un derecho o un deber de adquirir o vender el valor subyacente como sí ocurre en las opciones o en los futuros, el desempeño de este instrumento está directamente ligado al desempeño del valor subyacente en el mercado de negociación bursátil. El comprador de un CFD tiene derecho a ganancias o pérdidas de capital como resultado de la variación del precio del valor subyacente. La volatilidad y volumen de los mercados de futuros y opciones se debe en gran parte a especuladores y participantes en cobertura que no usan estos instrumentos para adquirir el valor subyacente, sino para obtener ganancias del movimiento del precio del valor al cual están ligados. Bajo este concepto, los CFDs tienen una función similar.

---

<sup>2</sup> Reglamento sobre Contratos de Diferencia Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.

<sup>3</sup> “Regulatory Analysis of Contracts for Difference (CFDs), June 6, 2007”. Investment Dealers Association of Canada

<sup>4</sup> Traducción Libre: “Un Contrato por Diferencia es un producto derivado que le permite a los inversionistas especular o hacer cobertura sobre el movimiento de un valor subyacente determinado. Todo esto sin la necesidad de ser titular, ni la necesidad de hacer liquidación física, de dicho valor. Los CFDs generalmente son transados en un mercado extrabursátil y reflejan el desempeño económico del valor subyacente basándose en su precio.” (Traducción propia)

- Los CFDs son considerados como derivados en diversas jurisdicciones, las cuales regulan aspectos de requerimientos de margen, requisitos de capital mínimo y la sofisticación de los clientes de las empresas que ofrezcan estos instrumentos. Jurisdicciones que incluyen a los CFDs en su regulación incluyen: Unión Europea, Gran Bretaña, Australia y, más recientemente, Costa Rica.
- Existe ya un mercado extranjero que permite transacciones de CFDs a través de Bolsa. Tal es el caso de *The Sydney Futures Exchange* en donde se permite el libre intercambio de estos instrumentos a través de un grupo de firmas que funcionan como Creadores de Mercado o “Creadores de Precio Designados” (Designated Price Makers, en inglés).<sup>5</sup>
- Son instrumentos financieros sofisticados y con alta capacidad de apalancamiento que dependen y hacen uso directo de los Mercados de Valores a través de los creadores de mercado o emisores de CFDs.

Por todo lo anterior, esta Comisión sienta su posición administrativa, a través de esta Opinión, en el sentido de otorgar a los Contratos por Diferencia, o *Contracts for Difference* (CFDs) en inglés, la categoría de “VALOR”, con fundamento en la facultad que el Artículo 1 del Decreto Ley 1 de 1999 otorga a la Comisión Nacional de Valores, y para todos los efectos de la legislación y reglamentación de valores.

Así, sólo las Casas de Valores podrán negociar este tipo de Instrumentos, previo la inclusión de dicha actividad en su respectivo Plan de Negocios, de conformidad como lo señala el Acuerdo No.2-2004. Por otra parte, las transacciones de estos Instrumentos, ahora Valores, que realicen las Casas de Valores deberán ser debidamente reportadas a la Comisión, a través de los Informes Periódicos (Informes Globalizados), al tiempo que dichas transacciones y movimientos incidirán en el volumen transado para los efectos del pago de la Tarifa de Supervisión correspondiente.

Adicional a la posición administrativa de esta autoridad sentada mediante esta Opinión y en virtud de la facultad que le confiere el Artículo 8 Numeral 12 del Decreto Ley 1 del 8 julio de 1999, la Comisión Nacional de Valores posteriormente reglamentará mediante acuerdo el procedimiento y las obligaciones que deberán seguir las Casa de Valores que dentro de sus actividades se dediquen a la compra y venta de Contratos por Diferencia, o *Contracts for Difference* (CFDs) en inglés.

**Fundamento Legal:** Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y Acuerdo No.2-2004.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los \_\_\_\_ ( \_\_ ) días del mes de julio del año dos mil siete (2007).

### NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

**Carlos A. Barsallo P.**  
Comisionado Presidente

**Yanela Yanisselly R.**  
Comisionada Vicepresidente, a.i.

**Rosaura González M.**  
Comisionada, a.i.

DMI/ieb

---

<sup>5</sup> “Australian Securities Exchange, Media Release, September 6, 2006”.