

**REPÚBLICA DE PANAMA**  
**COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

**OPINIÓN No. 13-2008**

**(De 23 de diciembre de 2008)**

**Tema:** Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa con relación a los denominados CFD's o *Contracts for difference* (por sus siglas en inglés); si son considerados un valor y si pueden ser objeto de oferta pública en la República de Panamá.

**Solicitante de la Opinión:** Licenciada Zoraida Rodríguez Montenegro.

El solicitante de la Opinión formula las siguientes interrogantes:

1. *En estricto apego a las disposiciones del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, ¿son los CFD's considerados un valor?*
2. *¿Puede ser objeto de registro ante la Comisión Nacional de Valores y de oferta pública en la República de Panamá un CFD?*

**I- Opinión del Solicitante:**

Consta en el escrito contentivo de la consulta lo siguiente:

*Somos del criterio de que por sus particularidades específicas, que los distinguen de cualquier otra figura, los CFD's no tiene la calidad de valor. Por otra parte, haciendo una interpretación plena y no restrictiva del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 y todas sus disposiciones, los CFD's tampoco quedan encuadrados dentro de la definición de valor que ofrece la citada normativa.*

*Aunque el artículo 1 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999 haga alusión a que valor es "...cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor", esta facultad de determinación bajo ningún concepto puede considerarse como una discrecionalidad absoluta, más bien ha de ser interpretada y dilucidada en base a la esencia del instrumento en análisis para entonces determinar si es considerado valor.*

*Un CFD no es más que un contrato bilateral, con partes plenamente identificadas como vendedor y comprador, que tiene por objeto negociar al final del contrato la diferencia entre el precio inicial y el precio de cierre.*

*Por lo tanto, por tratarse de un contrato celebrado y perfeccionado entre dos partes, los CFD's no permiten ser intercambiados, cedidos ni negociados con terceros, a diferencia de un valor. Este contrato implica la posibilidad de obtener ganancias o incurrir en pérdidas en efectivo de acuerdo con la fluctuación de los precios de una acción o determinado activo financiero, pero es preciso advertir que dicha acción o activo financiero no son un subyacente, dado que no existe la posibilidad de entrega física del documento en referencia, es decir, no es posible su adquisición de manera directa. En otras palabras, los CFD's proveen el potencial de ganancia o pérdida basado en el comportamiento de un determinado activo financiero que sólo sirve de referencia, más no le dan derechos de propiedad sobre dichos activos, que sólo representan la referencia del CFD. Esta es la característica esencial que distingue al CFD de los contratos de futuros y opciones, en los que se cede el derecho y no un título autónomo.*

*A nivel doctrinal, en el ámbito de estos instrumentos financieros, el Doctor José Massaguer Fuentes, en su obra La Opción Financiera. Caracterización Jurídica, señala que los derivados y demás instrumentos financieros que:*

*"son un contrato y, lo que es más importante no dejan de ser en ningún momento un contrato a pesar de ser objeto de negociación en un mercado organizado. En las opciones financieras no existe emisión en sentido estricto y no se produce el proceso caracterizador del nacimiento de los valores: la separación del derecho de crédito objeto del valor respecto del contrato del que emana"*

*Así las cosas, los CFD's sólo son contratos y no valores negociables, dado que no tienen las características propias de la emisión y la suscripción, las cuales sí son esenciales en todo valor.*

*Es imperativo hacer hincapié en que por las razones expuestas los CFD's, en base a su naturaleza jurídica no implican la existencia de una emisión propiamente dicha conforme a nuestra normativa vigente, y por lo tanto tampoco de un emisor.*

*El Decreto Ley 1 de 8 de julio define en su artículo 1 la figura del emisor como "toda persona que tenga valores emitidos y en circulación o que se proponga emitir valores". Téngase en cuenta que la definición citada contempla los elementos imprescindibles para la existencia de un valor, entiéndase que esté emitido, y que sea complementado con el elemento de circulación.*

*Como ya hemos mencionado, en los Contratos por Diferencia no se configura la noción de emisión, y consecuentemente tampoco el concepto de emisor. Aunado a lo anterior, tampoco se configura en el concepto de circulación consagrado en la definición del artículo 1 de la Ley de Valores, como a continuación pasamos a detallar.*

*Las dos características generales que atribuyen la calidad de valor a un determinado instrumento financiero son: homogeneidad y negociabilidad. Los CFD's carecen de ambas cualidades.*

*Por no tener capacidad de ser transmitidos en mercados organizados, aunque somos conocedores de la existencia de mercados "over the counter", mercados virtuales o bolsas en los cuales se ofrecen los CFD's, los mismos sólo son plataformas para que los participantes adquieran el instrumento al tomar como referencia el precio al que un valor o índice se tasa en otro mercado que sí es de valores, no obstante en esta clase de bolsas no se produce una verdadera negociación y compra y venta entre inversionistas, es decir, no es un mercado secundario de CFD's y no hay transmisión de los mismos ni tampoco existe una formación de precios al no ser los CFD's un valor propiamente dicho, sino un contrato que no puede pasar a ser de un tercero a manera de negociación, ya sea a través de título de traslativo de dominio o mediante endoso.*

*Un valor, independientemente de que se trate de renta fija o variable, incorpora un derecho al título, cosa que no se produce a través del CFD, que simplemente repercute en ganar o perder dinero previamente depositado en una cuenta.*

*Existe el precedente sentado por la Comisión Nacional de Valores en cuanto a la necesaria característica de la negociabilidad como requisito sine qua non para que un activo financiero sea considerado valor, al contemplar en la Opinión No. 4 de 21 de marzo de 2005 que:*

*"Debe igualmente reconocerse que la estructura del Decreto Ley 1 de 1999 está predicada sobre la base de que regula el ofrecimiento y negociación pública de instrumentos representativos de dinero, que reúnan ciertas condiciones mínimas de negociabilidad, las cuales no se satisfacen en el caso que describe la sociedad solicitante. Los títulos de tradición, como los certificados de depósito representativos de mercancías o los conocimientos de embarque cumplen una función enteramente diferente en el tráfico mercantil.*

*Por lo anterior, un título valor con las características antes enunciadas, a saber, un certificado de depósito no negociable representativo de bienes o mercancías, no sería registrable para los propósitos del Decreto Ley 1 de 1999 y por ende la oferta, venta o transacciones sobre los mismos, a personas domiciliadas en Panamá no estaría sujeta a autorización de la Comisión".*

*Los CFD's son instrumentos que simbolizan una mera especulación o apuesta ("Spreads bets") sobre el comportamiento futuro de un determinado valor, índice u otro instrumento que pueda tener un precio que sirva de referencia.*

*Por otra parte, los CFD's no tienen la posibilidad de compensación, liquidación o transferencia física, ya que al ser un contrato entre dos partes, y no un valor, su liquidación es en efectivo, mediante el depósito y el débito de dinero en una cuenta.*

*De igual manera los CFD's NO se consideran un valor en las jurisdicciones de Estados Unidos, ni en Inglaterra ni en la Europa Continental. Es esta la causa por la que pueden ser transados*

en mercados electrónicos comunes, creados específicamente para tal función. Debido a las restricciones impuestas por el SEC, en los Estados Unidos de América los CFD's no son regulados como valores.

En el caso de las disposiciones legales inglesas, desde la ya derogada Financial Service Act, se efectúa la distinción y separación entre instrumento financiero y valor en sentido jurídico. El Anexo 1 de la mencionada norma establecía como instrumentos financieros y no como valor a los CFD's, denominándolos como "investments", excluyéndolos de la definición de "security".

A la fecha, el artículo 3, numeral 1 del reglamento de actividades reguladas ("regulated activities order"), que reglamenta la vigente Financial Service and Markets Act, no los define, por un lado y, en concordancia con el artículo 86 de dicho reglamento excluye taxativamente a los CFD's de la categoría de valor. Así, define como valor (security) a cualquier instrumento financiero de las clases especificadas por cualquiera de los artículos 76 a 82. ("securities" means (except where the context otherwise requires) any investment of the kind specified by any of articles 76 to 82, so far as relevant to any such investment), mientras que contempla los contratos por diferencia en el artículo 85, a saber:

"Contracts for differences etc.

85. (1) Subject to paragraph (2), Rights under-  
(a) a contract for difference; or"

En cuanto al Reino de España, la Comisión Nacional de Mercado señala sobre los CFD's que "al tratarse de productos no estandarizados (no son valores), el inversor debe considerar las posibles particularidades y riesgos específicos que pudieran presentar en cada caso (negociación bilateral, cotización fuera de mercados regulados...)". (Cita extraída de "Los Contratos por Diferencia, Fichas del Inversor". Publicación oficial de la CNMV).

Haciendo alusión al caso de la hermana República de Costa Rica, el Reglamento sobre Contratos de Diferencia de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica tiene por objeto "regular los Contratos de Diferencia que se negocian a través de la Bolsa Nacional de Valores, S.A." (Artículo 1. Objeto), estableciendo prístinamente a lo largo de su articulado que es aplicable sólo a aquellos que serán negociados a través de dicha sociedad, lo cual se debe interpretar sin perjuicio de aquellos que no utilicen dicha plataforma. Es más, la legislación costarricense no prohíbe la negociación de CFD'S fuera de una bolsa o mercado organizado, al igual que ocurre con Inglaterra y Europa Continental.

De hecho, al no ser considerado un valor, sino una obligación bilateral entre vendedor y comprador, el reglamento establece que "los puestos de bolsa deberán negociar los contratos de diferencia fuera de los mecanismos normales de negociación de bolsa" (Artículo 6. Negociación fuera de los mecanismos normales). Adicionalmente contempla que "La negociación de Contratos por Diferencia se realizará bajo la exclusiva responsabilidad de las partes y así deberá hacerse constar a los clientes de previo a la negociación. La Bolsa no asumirá ninguna responsabilidad por el buen fin de estas operaciones" (Artículo 7. Responsabilidad exclusiva de las partes).

El numeral 4 del Anexo G del mismo Reglamento señala que "ninguna de las partes puede ceder, asignar o transferir de cualquier forma, sea parcial o totalmente, los derechos y obligaciones establecidas en este contrato". Este precepto ratifica la idea de que los CFD's no pueden ser objeto de cesión, requisito que proviene de la negociabilidad requerida para que un determinado activo financiero sea considerado valor.

Por todas las razones expuestas consideramos que un CFD tampoco podría ser objeto de Registro ante la Comisión Nacional de Valores ni de Oferta Pública en la República de Panamá, por tratarse de un instrumento que no contempla la figura de un emisor. En las más vanguardistas legislaciones los CFD's no son considerados valores, y en la nuestra, por sus características intrínsecas tampoco puede ser considerado valor, de conformidad con el Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

## **II- Posición Administrativa de la Comisión:**

La Comisión Nacional de Valores emitió su posición administrativa en virtud de la atribución que le otorga el artículo 11 del Decreto Ley 1 de 1999, en el sentido de enmarcar dentro del concepto de valor a los Contratos por Diferencia, o *Contracts for Difference* (CFD's) en inglés la categoría de "valor" mediante la Opinión No. 8-2007 del 18 de julio de 2007. La consulta que generó la mencionada posición administrativa giró específicamente en el sentido de que la CNV determinara 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 (CFD's) por sus siglas en inglés, se considerarán regulados por la Comisión Nacional de Valores”.*

De la Opinión No. 8 de 2007, se destacan varios aspectos:

- El criterio del solicitante tal como consta en el texto citado de dicha normativa fue negativo en su consideración de valor negociable incluso señaló “...no son considerados Contratos de Futuros, Warrants ni tampoco opciones, no obstante comparten algunas de las características de ellos”;
- Dentro del desarrollo de la posición administrativa plasmada en el texto, la Comisión Nacional de Valores enunció en varios párrafos elementos característicos de la figura de los CFD's, así como su regulación u operación en diversas jurisdicciones, indicando en el primer párrafo de la página 4 de la Opinión de marras que “Los CDF's son considerados como derivados en diversas jurisdicciones...”.
- Se reconoció que si bien “no conllevan derecho de titularidad, ni fecha de vencimiento para la entrega del subyacente. Por lo tanto, no recaen en la definición del artículo 1 del Decreto ley 1 de 1999”.
- A pesar de lo anterior, la Comisión Nacional de Valores fundamentado en lo establecido en el artículo 1 (definición de valor del Decreto Ley 1 de 1999) norma que no ofrece un concepto de valor sino que es descriptiva de que instrumentos constituyen valor; y donde se faculta a la Comisión Nacional de Valores a determinar como valor cualquier otro título, instrumento o derecho reconocido comúnmente como valor o que la Comisión determine que se constituye como valor; reconoció a los CFD's categoría de valor.

Sin embargo, consideramos oportuno la revisión de la posición administrativa sentada mediante la referida Opinión No. 8 de 2007, razonadamente frente a un estudio profundo e investigación de la figura tanto a nivel de regulaciones de otros mercados como doctrinales que merece toda sofisticada figura del mercado financiero y en base a ello reajustar el mismo, si luego de todo este análisis se concluye que es recomendable hacer los ajustes necesarios de un criterio otorgado.

En consecuencia, tenemos a bien señalar que en efecto, la definición de valor que se consagra en el artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999, vincula necesariamente a la esencia y características intrínsecas de “valor” al ejercicio de la facultad que le atribuye dicha norma cuando requiera analizar un instrumento, derecho o título no comprendido en los enunciados en el artículo 1 citado.

En este orden de ideas, resulta propicio traer a colación algunos criterios expresados por el autor Alberto Javier Tapia Hermida, que hace anotaciones muy interesantes en su libro “*Derecho del Mercado de Valores*”, en cuanto a lo que son los valores negociables y los instrumentos financieros, las cuales transcribimos a continuación:

*“Tal y como señalábamos en la Lección 1 de este Manual, el **mercado de valores** puede definirse, de manera genérica, como un espacio económico en el que una serie de sujetos emiten, intermedian y adquieren unos objetos que son valores negociables y los instrumentos financieros. Por lo tanto, estos son la referencia objetiva común de aquel mercado.*

*Desde un punto de vista de política legislativa, la regulación del mercado de valores se basa en una **noción amplia y omnicompreensiva** de los valores negociables e instrumentos financieros considerando como tales cualquier activo financiero que permita la captación del ahorro del público (en este sentido, v. la SAN, C-A, S.6ª, 20.9.1999). Con ello se pretende, sustancialmente, que toda aquella persona física o jurídica que apele al ahorro del público ofreciéndoles la participación en un proyecto económico futuro, cumpla una serie de requisitos de carácter fundamentalmente informativo para que el proyecto económico sea verosímil, y por lo tanto, la confianza que necesita el público inversor no se vea frustrada desde un primer momento.*

*La noción de valor negociable ha sido un punto de referencia básico de la **LMV que, en su Art. 2**, establece que comprende los valores negociables, emitidos por personas o entidades, públicas o privadas, y agrupaciones en emisiones. Por lo tanto dicha noción de valores negociables reposa sobre dos características que son: Su negociabilidad... Su agrupación en emisiones...*

*La reforma del Art. 2 de la **LMV por la Ley 37/1998** incorporó al ámbito de aplicación de dicha Ley, junto a los valores negociables, los **instrumentos financieros**, en línea con lo establecidos por la DSI, definiéndoles como contratos relacionados con el mercado de valores, bien porque ellos mismos se negocien en un mercado secundario, oficial o no, o bien porque tengan por objeto subyacentes financieros.*

*Hemos visto como los valores negociables y los instrumentos financieros constituyen el punto de referencia objetivo de nuestro Derecho del mercado de valores porque, conforme al Art. 2 de la LMV, delimitan el ámbito de aplicación de la misma. Además, hay que tener en cuenta que,*

*según el Art. 63.4 de la LMV, ambas categorías constituyen la **referencia material de los servicios de inversión y las actividades complementarias** de los mismos que pueden recaer sobre los valores negociables en sus diferentes modalidades, incluidas las participaciones en fondos de inversión y los instrumentos del mercado monetario que tengan tal condición, sobre los instrumentos financieros y sobre los instrumentos del mercado monetario que no tengan la condición de valores negociables.”<sup>1</sup>*

De lo expresado por el autor Tapia Hermida destacamos se deduce de forma clara que en legislación española:

- 1- Se estableció un concepto de valor con la Ley de 1988.
- 2- Mediante una reforma de 1998, la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España amplía su marco de regulación y competencia a otra instancia de figuras del mercado financiero: los instrumentos financieros.
- 3- Al incluir éstos dentro de su ámbito de aplicación de atribuciones, regulación y supervisión introdujo figuras como los CFD's, en su marco legal fundamental expresamente.

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).

A continuación citamos algunos de ellos:

*“Un CFD es un producto derivado sobre una gran variedad de subyacentes (acciones, índices bursátiles, divisas, materias primas...) que permite operar al alza y a la baja. Se trata de un contrato entre el inversor y una entidad financiera (normalmente un broker o un banco emisor) por el que ésta compra los títulos y financia la adquisición, de modo que el inversor sólo tiene que adelantar una pequeña parte de la inversión total. El contrato se liquida cuando el inversor lo desee y obtiene como beneficio la diferencia entre el precio de compra y el de venta, igual que si se hubiese comprado directamente las acciones. En caso de posiciones bajistas el sistema es el mismo, pero lo que hace la entidad es vender las acciones para luego recomprarlas”.*: [http://www.cincodias.com/articulo/D/Contratos/diferencias/ultimo/derivados/cdspor/20080112cdscdicnd\\_2/Tes/](http://www.cincodias.com/articulo/D/Contratos/diferencias/ultimo/derivados/cdspor/20080112cdscdicnd_2/Tes/)

*“Los CFDs son instrumentos derivados OTC (over the counter), es decir, no cotizan en un mercado organizado. Originariamente, los CFDs únicamente eran accesibles al inversor institucional. Hoy en día los CFDs se han convertido en una herramienta de negociación muy popular entre los pequeños inversores de todo el mundo. Los CFD's están ganando terreno a la inversión tradicional gracias a sus ventajas, flexibilidad a la hora de operar y fácil acceso a mercados tradicionalmente no accesibles al cliente minorista. Los CFD's exigen el depósito por parte del inversor de un pequeño importe en concepto de garantías, esto le permite una gestión más eficiente de su capital, ya que sólo se moviliza una pequeña proporción del valor global de su posición”.* Obtenido de [http://es.wikipedia.org/wiki/Contrato\\_por\\_diferencia](http://es.wikipedia.org/wiki/Contrato_por_diferencia)

De una revisión exhausta de gran parte de conceptos de que los CFD's son instrumentos financieros que se enmarcan como derivados, tal y como señala la solicitante en su consulta, por ejemplo, que en las disposiciones legales del Reino Unido los categorizan como instrumentos financieros y no como valores. Similar alcance tiene la normativa de España y Costa Rica.

<sup>1</sup> Alberto Javier Tapia Hermida. **Derecho del Mercado de Valores**, Cálamo producciones Editoriales, 2003, Pág. 45-47.

En la regulación del Reino Unido, el “*Explanatory Memorandum to the Definition of Financial Instrument Order 2008 No. 3053*” (en inglés); “*Memo Explicativo de la Definición de Instrumento Financiero orden 2008 No. 3053*” (en español), del Financial Services Authority del Reino Unido, tuvo como objeto enmendar la definición de instrumento financiero de la parte 6 del *Financial Services and Markets Act 2000*, el cual señala en la sección 7.2 lo siguiente:

*“Esto significa que el Financial Services Acts otorga poderes para crear reglas de divulgación de información relacionada a instrumentos financieros que ahora se extienden a instrumentos derivados, que aunque no dan derecho legal de adquirir titularidad de acciones, en la práctica coloca a los tenedores en una situación económica similar. El ejemplo más común de esto son los Contratos por Diferencias (CFD), que actualmente están fuera de la divulgación de reglas en relación a las obligaciones bajo la directiva de transparencia.”* (El resaltado es nuestro)

La Sección 7.4 el mencionado memorando señala: “*esto infiere en que las partes que desean adquirir el control sobre las acciones, quizás en algunos casos, podrán rechazar la obligación de divulgar por adquirir instrumentos derivados como son los CFD*”. (El resaltado es nuestro).

Por su parte, de la reglamentación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España; del texto del comunicado dictado sobre Contratos por Diferencia con fecha de 20 de septiembre de 2007, los mismos fueron definidos como productos derivados complejos, que a la letra lee:

*“Son productos derivados complejos en los que el inversor y la entidad acuerdan intercambiar la diferencia entre los precios de compra y venta de un activo subyacente de naturaleza financiera (acciones, índices, etc.). El inversor puede adoptar una posición compradora o vendedora, pero en ningún caso necesita disponer del importe total que sería necesario si operara de forma directa sobre el activo subyacente.*

Señala dicho comunicado “*La CNMV reconoce su naturaleza financiera y su inclusión en el ámbito de aplicación de la Ley del mercado de valores de España*”.

La Ley del Mercado de Valores de España en su Art. 2 define a los instrumentos financieros como: “*contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetivos sean valores negociables, índices, divisas, tipos de intereses, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no*”. Según las características propias de los CFD’s los mismos se enmarcarían en ésta definición.

La Bolsa Nacional de Valores, S.A. de Costa Rica mantiene vigente “*Reglamento sobre Contratos de Diferencia*” el cual fue ratificado por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) mediante oficio Ref. 4586 de 21 de noviembre del 2006. Dicho Reglamento presenta los requisitos y fundamentos para autorizar a los puestos bolsa que deseen negociar este tipo de instrumentos.

El Art. 2 del mencionado Reglamento define a los Contratos por Diferencia como: “*...aquel contrato estandarizado en el cual dos partes acuerdan hoy entregar en una determinada fecha futura un monto basado en la diferencia entre el Precio de Entrega, según lo definido en el anexo del contrato respectivo, y el precio pactado 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 del subyacente.*”

Sin duda la regulación del mercado de valores de Costa Rica, incluye a estos productos financieros en su ámbito de aplicación.

Como corolario de todo lo expuesto, consideramos adecuado reevaluar la posición administrativa emitida mediante la Opinión No. 8 de 2007, y expresar que esta autoridad se reorienta hacia criterios que mantienen que los CFD’s, pueden por su característica contractual y de operativa en los mercados, de negociación en base a un subyacente que se fundamenta en índices bursátiles (la mayoría no organizados) tal como hemos constatado en diversas jurisdicciones constituyen instrumentos financieros derivados complejos.

Si bien es cierto, responsablemente la Comisión Nacional de Valores, previo un estudio y análisis positivamente generado por la presente solicitud de Opinión, de una figura que reiteramos no solo es novedosa, sino reconocida como sofisticada y compleja, también reconoce que no es una Opinión (véase el marco de actuación viable en el artículo 10 del Decreto Ley 1 de 1999), el instrumento jurídico viable para que esta autoridad emita criterios de fondo y contenido

de los principios reguladores de un Contrato por Diferencia y menos aún requisitos de negociación en o desde Panamá.

No obstante lo anterior, debemos dejar claramente señalado que el Decreto Ley 1 de 1999 en su artículo 150, otorga senda facultad legal a la Comisión Nacional de Valores para que mediante Acuerdo dicte: “*normas que regulen las ofertas, las negociaciones y los términos de opciones y contratos a futuro y otros contratos a futuro y otros instrumentos derivados, incluyendo la titularización de activos o derechos para proteger al inversionista.*”

Así las cosas, la Comisión Nacional de Valores oportunamente, previo cumplimiento del procedimiento legal para la adopción de un Acuerdo, emitirá las normas precisas dentro del alcance que le otorga el artículo 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999, de manera que los términos de los Contratos por Diferencias y reglas de negociación queden claramente establecidos en nuestra legislación, con el fin primordial que precisamente enuncia el artículo 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999: proteger los intereses del público inversionista.

Es menester señalar que respecto a productos sofisticados como “derivados” esta autoridad se ha pronunciado anteriormente ante solicitud de parte a través de la Opinión No. 8-2004; la cual se mantiene vigente y de la cual debemos destacar que por la responsabilidad primaria de todo regulador de valores ésta autoridad se mantiene en lo expuesto en dicha Opinión No. 8-2004, especialmente en el principio que a continuación transcribimos: “*La prestación de servicios de intermediación en este tipo de instrumentos por parte de intermediarios de valores locales debidamente autorizados por la Comisión, quedaría sujeta a las normas generales que regulan el funcionamiento de estas entidades, tales como el Acuerdo 2-2004, entre otros. Por otro lado, la prestación de servicios de intermediación en este tipo de instrumentos por parte de personas que no cuenten con las autorizaciones correspondientes expedidas por la Comisión, en detrimento de los intereses del público inversionista, podría dar lugar a la adopción de medidas de protección a las que está facultada la Comisión por mandato expreso del Decreto Ley 1 de 1999.*”

#### **Conclusión:**

1. *En estricto apego a las disposiciones del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, ¿son los CFD's considerados un valor? No. Al tenor estricto de la definición del artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999.*
2. *¿Puede ser objeto de registro ante la Comisión Nacional de Valores y de oferta pública en la República de Panamá un CFD? No estaría sujeto a Oferta Pública al tenor del Art. 82 del Título VI “De la Oferta Pública de Valores” del Decreto Ley No. 1 de 1999 y el Acuerdo No. 6 de 19 de mayo de 2000.*

Que la Comisión Nacional de Valores como en varias jurisdicciones, lo considera un instrumento financiero derivado de conformidad del artículo 150 del Decreto Ley 1 de 1999 y en base a la facultad que se le atribuye está facultada para dictar mediante Acuerdo las normas que regulen las ofertas, las negociaciones y los términos de esta figura, a fin de proteger los derechos del inversionista.

Con la presente Opinión Administrativa la Comisión Nacional de Valores deroga el criterio emitido mediante la Opinión No. 8 del 18 de julio de 2007.

**Fundamento Legal:** Artículos 1, 10, 82, 150 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999, Acuerdo No.2-2004 y Opinión No. 8-2004.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los \_\_\_\_\_ (\_\_\_) días del mes de \_\_\_\_\_ del año dos mil ocho (2008).

#### **NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE**

**Juan Manuel Martans**  
Comisionado Presidente

**Elizabeth De Puy**  
Comisionada Vicepresidenta, a.i.

**Marelissa Quintero de Stanziola**  
Comisionada, a.i.