REPUBLICA DE PANAMA
COMISION NACIONAL DE VALORES

OPINION No. 6 -2009

(De 30 de Julio de 2009)

Tema: Se ha solicitado a la Comisión Nacional de Valores sentar su posición administrativa en relación a los contratos sobre divisas *"Non-Derivable Foreign Exchange Contracts"*; para establecer si, debido al hecho de que no incluyen entrega física de divisas, constituyen instrumentos derivados y son reconocidos como valores para los efectos de los artículo 1 y 150 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

Solicitante de la Opinión: Licenciado Oliver Muñoz Esquivel, en nombre de la firma de abogados Quijano & Asociados.

El solicitante de la Opinión formula la siguiente interrogante:
"Conocer la posición de la Comisión sobre los contratos sobre divisas en inglés como "non-deliverable foreign Exchange contracts", para establecer si, debido al hecho de que no incluyen entrega física de divisas, constituyen instrumentos derivados y son reconocidos como valores para los efectos de los artículo 1 y 150 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

En igual sentido, consultamos a los señores Comisionados si dichos instrumentos pueden ser negociados por las entidades que tienen licencia de Casas de Valores expedida por la Comisión Nacional de Valores."

I. **Posición del Solicitante**

"Nuestro criterio es que los contratos sobre divisas, conocidos en ingles como "non-deliverable foreign exchange contracts" constituyen instrumentos derivados reconocidos como valores, para los efectos del artículo 1 y 150 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999, debido a que no contemplan la entrega física de divisas.

Sustentamos nuestra opinión con los siguientes hechos:

Los instrumentos derivados son aquellos que derivan su precio del comportamiento del precio de un activo subyacente. Dicha relación puede ser lineal, como en los contratos a futuro, o no lineal como en los contratos de opciones. Esto implica que los derivados en sí son contratos entre dos o más partes en que el valor del bien que es objeto del contrato está determinado por las fluctuaciones del valor del activo subyacente.

El activo subyacente, por su parte, puede ser de distinta naturaleza, según lo ha descrito la propia Comisión en su Opinión 8-2004 del 15 de julio de 2004:

"las clases de activos subyacentes pueden consistir, a su vez, en valores o cualesquiera otros activos financieros, medidas financieras (tal es el caso de las tasas de interés). Productos o artículos de comercio físico (commodities, como lo es en la consulta que nos ocupa el combustible gasoil), índices de valores (securities indices), monedas extranjeras (foreign currencies), metales o productos minerales, o diferenciales (spreads) entre el valor de los diferentes activos."

Los instrumentos derivados son utilizados comúnmente como mecanismos de cobertura o de especulación. Los instrumentos derivados pueden ser negociados en bolsas organizadas, como las bolsas de futuros o de opciones o en mercados fuera de bolsas (comúnmente conocidos como "over the counter" u "OTC", por sus siglas en inglés) y, de acuerdo con esto, pueden ser contratos estandarizados o contratos diseñados a la medida.

Los contratos sobre divisas a los que se refiere la presente consulta, normalmente se negocian a través de plataformas transacciones o están hechos de modo tal que no se negocia la divisa misma, sino un instrumento que le permite a su tenedor beneficiarse del cambio de valores de una divisa en la fecha de vencimiento del contrato. Por consiguiente, al igual que en los contratos de futuro, el tenedor de uno de estos contratos puede obtener beneficios de la apreciación de una divisa, sin tener que recibirla físicamente.

Dichos contratos se negocian en los mercados OTC y una de sus principales características es precisamente que su negociación no conlleva la entrega física de las divisas. En otras palabras, las partes que intervienen no están obligadas a entregar ni recibir las divisas que representan el activo subyacente de la transacción. Algunas otras características son las siguientes:

- *Activo subyacente: consiste en un par de divisas determinado.*
- *Tamaño del contrato: es variable y se negocia en unidades de la moneda base.*
- *Vencimiento del contrato: normalmente los contratos tienen vencimiento el mismo día o máximo dos días después de su negociación.*
- *Forma de entrega: no se hace entrega por lo cual en la fecha de vencimiento del contrato se hace su cancelación y luego se hace una reapertura (re-opening) de la posición, lo que permite manejar grandes cantidades de posiciones sin tener que lidiar con la entrega.*
- *Liquidez: el mercado de divisas es muy líquido y cuenta con un volumen de negociación de acciones y futuros).*

El Diccionario Jurídico Black define el concepto de "derivado" (derivatives) como un instrumento financiero volátil cuyo valor depende o se deriva del desempeño ejecución de una fuente secundaria, tal es el caso del precio de un bono, de una divisa o de un producto o de un artículo de comercio (commodity). (Black´s Law Dictionary, Deluxe Seventh Edition, West Group, 1999, pág. 1175-1176)

En este orden de ideas, sostiene el autor Don M. Chance, en su libro intitulado "An Introduction to Derivatives", que este tipo de contratos son "derivados de monedas extranjeras" (foreign currency Derivatives) que negocian los bancos e instituciones financieras mediante sistemas de anotación en cuenta (book entry), empleando recursos informáticos y de telecomunicaciones, lo que permite que las transacciones se ejecuten en forma rápida, y eficiente. (Don M. Chance, An Introduction to Derivatives, Fourth Edition, THe Dryden Press, 1998, pág. 451).

A través de diversas Opiniones (opinión 5-2004 de 5 de mayo de 2004, Opinión 5-2007 de 23 de mayo de 2007, Opinión 5-2008 de 20 de junio de 2008 y Opinión 12-2008 de 24 de octubre de 2008), la Comisión ha venido reiterando su criterio jurídico respecto de la ""compraventa de divisas" en el mercado internacional que no es una actividad regulada por dicha autoridad, debido a que las "divisas" no están comprendidas en la definición de "valor" que reconoce el Decreto Ley No. 1 de 1999.

Coincidimos con el criterio de la Comisión, en el sentido de que la compraventa de divisas en el mercado de divisas, comúnmente conocido como "Forex", es una actividad no regulada en Panamá, toda vez que las divisas no son valores; sin embargo entendemos que dicho criterio resulta aplicable

en el caso de contratos de compra y venta de divisas en que exista la obligación de entrega física (physical delivery) de las divisas.

En la presente consulta hemos enunciado las particularidades de determinados contratos sobre divisas que no implican entrega física, que son negociados a través de plataformas transacciones, y en que no se negocian las divisas mismas, sino un derivado que le permite a su tenedor beneficiarse del cambio de valor de una divisa con respecto a otra al producirse su vencimiento.

Cabe anotar que este tipo de contratos es ampliamente reconocido como un instrumento derivado en el ámbito jurídico y financiero internacional. Como una muestra, veamos lo siguiente:

1. *Un documento publicado por la firma de abogados Allen & Overy en mayo del año 2002, bajo el título "Una introduccion a la Documentación de Derivados OTC", señala que el concepto "derivados" se utiliza hoy en día para referirse a una gran variedad de instrumentos o contratos que se negocian privadamente en los mercados OTC. Este documento contiene un listado de definiciones "con el propósito de distinguir diferentes tipos de derivados que se negocian privadamente" Dentro de ese listado se encuentran incluidos los contratos sobre divisas a que se refiere la presente consulta. (ALLEN & OVERY, An introduction to the Documentation of OTC Derivatives, May 2002).*
2. *En las Notas de los Estados Financieros de la compañía Brown Show Co. Inc., que cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York. (Véase la siguiente dirección electrónica http://www.secinfo.com/deBs.88.a.htm), está lo siguiente:*

"NOTA 11 INSTRUMENTOS FINANCIEROS

La Compañía utiliza instrumentos financieros derivados para reducir su exposición a los riesgos de mercado asociados a los cambios en las tasas de interés y las tasas de cambio de divisas. Los instrumentos principalmente utilizados son contratos sobre divisas extranjeras (foreign exchange contracts), recíprocamente de tasas de interés (interest rates swaps) y futuros sobre tasas de interés (interest rates futures).

La compañía está expuesta a pérdidas relacionadas con el crédito en caso de incumplimiento de quien sea contraparte en la negociación de estos instrumentos financieros; sin embargo, las contrapartes de estos contratos son reconocidas instituciones financieros internacionales, y el riesgo de pérdida por razón de incumplimiento se considera mínimo."

"La Compañía también cubre ciertos riesgos derivados de activos y pasivos de divisas extranjeras mediante el uso de contratos de divisas extranjeras que no implican su entrega física (non-deliverable foreign exchange contracts).. (El subrayado es nuestro).

Del mismo modo, es importante señalar que la propia Comisión ha reconocido en los párrafos finales de las Opiniones 5-2004 y 5-2008, que el ámbito de sus respuestas a las consultas presentadas hasta ahora se refiere exclusivamente a divisas y no abarca la consideración de otros instrumentos derivados que tienen como activo subyacente a las divisas.

Por las razones anotadas, podemos concluir lo siguiente:

1. *Los contratos sobre divisas, comúnmente conocidos en inglés como "non-deliverable foreign exchange contracts", debido a que no implican la entrega física de divisas,*

constituyen instrumentos derivados y son reconocidos como valores, para los efectos de los artículos 1 y 150 del Decreto Ley No. 1 de 8 de julio de 1999.

2. *Los contratos antes aludidos pueden ser negociados por entidades que tengan Licencia de Casa de Valores emitida por la Comisión Nacional de Valores."*

II. Posición Administrativa de la Comisión:

Tal y como hemos señalado en Opiniones Administrativas precedentes, La Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV) ha sentado su posición administrativa en cuanto a las inversiones en mercados de divisas comúnmente conocidos como Forex, señalando que las divisas no son valores, ya que no se asimilan a la definición de "valor" que reconoce el Decreto Ley No. 1 de 1999 y que el ámbito de dicha posición se refiere exclusivamente a las divisas y no abarca la consideración de otros instrumentos derivados que tienen como subyacentes las divisas.

Lo anterior esta debidamente explicado, entre otros aspectos, en las Opiniones 5-2004 del 5 de mayo de 2004; Opinión No.5-2007 del 23 de mayo de 2007; Opinión 7-2007 del 16 de julio de 2007; Opinión 5 -2008 del 20 de junio de 2008 y Opinión 12-2008 de 24 de octubre de 2008.

En la presente solicitud de opinión se pone de manifiesto un tipo de producto novedoso que según el solicitante tiene características de instrumento derivado cuyo subyacente son las divisas. El producto ha sido denominado por el solicitante como *"Non-Deliverable Foreign Exchange Contracts"*; y solicita posición administrativa en cuanto a la determinación de que al no incluir entrega física de divisas, constituyen instrumentos derivados y por tal motivo serían reconocidos como valores para los efectos de los artículo 1 y 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999.

Explica más adelante el solicitante en su memorial que el criterio esbozado por la CNV sobre la compraventa de divisas en el mercado de divisas, comúnmente conocido como Forex no es actividad regulada y que entienden, adicionalmente, que dicho criterio resulta aplicable en contratos de compra venta de divisas en que exista la obligación de entrega física de las divisas.

Sobre ésta primera parte de la interrogante, es decir sobre la característica de entrega física; tal y como se ha señalado en opiniones precedentes en efecto la negociación en el mercado de divisas no es una actividad regulada en la República de Panamá; al señalar lo anterior la CNV se refiere a toda la actividad en general, con independencia de que exista entrega física o no de las divisas. Adicionalmente la CNV ha señalado que las divisas no constituyen valores en base a la definición del artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999 y que dicha consideración no incluye a los instrumentos derivados cuyos subyacente son las divisas, lo anterior igualmente con independencia de la entrega física o no del activo subyacente.

La definición de "valor" consagrada en el artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999 tal como se transcribe a continuación, no especifica ningún supuesto sobre entrega física para llegar al criterio esbozado por el solicitante y que permita distinguir sobre si determinado instrumento es un valor o no.

Artículo 1.

"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.
Dicha expresión no incluye los siguientes instrumentos..."

Por su parte, el artículo 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999, tampoco especifica nada al respecto.

Artículo 150
"Opciones, contratos a futuro y otros instrumentos derivados
La Comisión podrá mediante acuerdo dictar normas que regulen las ofertas, las negociaciones y los términos de los contratos de opciones, contratos a futuro y otros instrumentos derivados, incluyendo la titularización de activos o de derechos para proteger los intereses del público inversionista.
Podrán ser objeto de cesión los créditos y demás derechos incorporales futuros con el propósito de ser titularizados. Dichos créditos podrán ser cedidos aun antes de que se celebren los contratos de los cuales surgirán o que se otorguen los valores o títulos que los representen. Los créditos futuros objetos de la cesión deberán estar identificados o ser determinables en el contrato de cesión. Bastará para que sean determinables que sean identificables en el futuro a base de parámetros, fórmulas, descripciones o procedimientos contenidos en el contrato de cesión, aun cuando no estén individualizados en éste. El contrato de cesión de los créditos futuros deberá constar por escrito, y será oponible a terceros desde que las firmas de los otorgantes es puesta o reconocida ante Notario o desde que quede protocolizado en escritura pública. La autenticación de las firmas ante Notario o la protocolización del contrato de cesión de los créditos futuros equivaldrá a la entrega de la cosa, si de dicho contrato no se dedujera claramente lo contrario. La cesión de créditos futuros será oponible al deudor del crédito cedido cuando el aviso le sea notificado a éste por escrito en cualquier forma. La cesión de créditos futuros es oponible a la quiebra del cedente desde la fecha en que el contrato sea oponible a terceros, pero será nulo o anulable por las causas establecidas en los artículos 1581 y 1583 del Código de Comercio. Si al momento de la declaratoria de quiebra del cedente, el contrato de cesión no hubiere sido ejecutado, o lo hubiere sido tan sólo en parte, el cesionario podrá escoger entre continuar con la ejecución del contrato o solicitar su rescisión. No obstante lo establecido en este artículo, nada obsta a que las partes decidan sujetar el contrato de cesión de crédito a las normas ordinarias del Código Civil y del Código de Comercio en materia de cesión de crédito.

A continuación se exponen algunos conceptos sobre la entrega física en los mercados de divisas, cuya fuente son diferentes glosarios de Internet y de organizaciones internacionales como la Asociación Internacional de Derivados y Swaps (ISDA por su siglas en ingles), de las cuales se puede colegir que en el mercado Forex no necesariamente existe la entrega física; para los productos derivados puede o no existir entrega física.

Veamos las siguientes definiciones encontradas:

El glosario exclusivo sobre Forex del sitio forex www.forex.com/forex_glossary.html se señala que:

Liquidación: es el proceso mediante el cual una negociación entra en libros y registros de la contraparte en una transacción. La liquidación de negociaciones ***en divisas puede o no puede involucrar el cambio físico real*** *(actual physical Exchange) de una moneda por otra.* (el resaltado es nuestro).

En los Glosarios de Divisas; bolsami.com/*glosario/**divisas**.htm* y www.labolsa.com/**divisas**/glosario/n/non/ se encuentra la siguiente definición:

Non deliverable / no entrega: Utilizado tanto en spot y forward principalmente como instrumento de compra-venta para evitar las regulaciones de los países con divisas no

convertibles. ***No hay entrega física de divisas sólo liquidación por diferencias de cambio al vencimiento.*** (el resaltado es nuestro).

El diccionario de productos derivados de ISDA:

Liquidación: es el proceso donde emana la obligación de una transacción en derivados, las cuales quedan ***liberadas a través del pago o la entrega o ambos***. (el resaltado es nuestro).

Futuro sobre Divisas /Currency Futures: es un contrato que requiere la entrega de una suma específica de una moneda extranjera en un día futuro específico por monto dado de la segunda moneda.

En el sitio www.ecolink.com.ar se establece sobre el mercado Forex: *"lo que se comercia en el mercado de divisas es una moneda contra otra,* ***no hay nada físico solo algo intangible****, se compran monedas de países o regiones económicas."* (El resaltado es nuestro).

Como se puede observar, la no entrega física de divisas realmente no es factor determinante para marcar una diferencia entre el mercado spot de divisas y el mercado de derivados sobre divisas como pueden ser los forward; la no entrega pudiera aplicar tanto en el mercado de divisas Spots o al contado, y en los forward y contratos futuros sobre divisas, las cuales son operaciones liquidables a futuro comúnmente en mas de dos días hábiles a partir de la fecha de contratación.

Por lo anterior consideramos que el hecho planteado por el solicitante sobre la no entrega física, no es un factor determinante para que un producto sea considerado un instrumento derivado, y por ende como valor en virtud de los artículos 1 y 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999.

Las características presentadas por el solicitante para describir a los *Non Deliverable Foreign Exchange Contracts* como instrumentos derivados son las siguientes:

- ***Activo subyacente****: un par de divisas determinado; no entrega física del activo subyacente.*
- ***Tamaño del Contrato****: es variable y se negocia en unidades de moneda base.*
- ***Vencimiento del contrato****: normalmente los contratos tienen vencimiento el mismo día o máximo dos días después de su negociación.*
- ***Forma de entrega****: no se hace entrega por la cual en la fecha de vencimiento del contrato se hace su cancelación y luego se hace una re-opening de la posición, lo que permite manejar grandes cantidades de posiciones sin tener que lidiar con la entrega.*
- ***Liquidez****: el mercado de divisas es muy líquido y cuenta con un volumen de negociación diario estimado de 3,500 millones de dólares (mas que la suma de los mercados de acciones o futuros.*

Sobre los instrumentos derivados, como los *forwards* o los contratos a futuros sobre divisas; la Asociación Internacional de Derivados y Swaps (en adelante ISDA), ha publicado estudios específicos relacionados al Mercado de Derivados sobre Divisas (*Currency Derivatives Markets*) en donde entre otros aspectos señalan lo siguiente:

"los derivados sobre forex han ido creciendo en los últimos 15-20 años y en la actualidad representan aproximadamente el 30% del total del volumen de transacciones de forex.

Los productos derivados sobre forex presentan varias distinciones en las estructuras de sus contratos, lo que resulta en variaciones en la forma de como los productos son procesados.

Por esta razón, la industria ha agrupado los derivados sobre forex (FX Derivatives) en 5 familias de productos básicos:

non-deliverable forwards (NDFs), non deliverable options (NDOs), deliverable options (Vanillas), simple exotic options (Barriers) y complex exotic options, donde las primeras cuatro familias han sido blanco de mejoramiento continuo en el proceso electrónico."

Como se puede apreciar del texto antes transcrito, los *Non Deliverable Foreing Exchange Contracts*, en específico, no están representados en ninguna de las 5 familias de productos derivados sobre divisas reconocidos por ISDA.

Definiciones emitidas por ISDA sobre Derivados; Derivados sobre divisas o *Currencies Derivatives* señalan:

"Derivado es un contrato que deriva su valor de un activo subyacente. El activo subyacente puede ser un producto físico, una tasa de interés, acciones de una compañía, índices, divisas o virtualmente cualquier otro instrumentos negociable en donde ambas partes puedan acordar. Los derivados entran en dos categorías. Una consiste en derivados negociados privadamente, los cuales son conocidos generalmente como over the counter (OTC) o hasta más generales como swaps. La otra categoría consiste en estandarizados, derivados sobre una tasa de interés, conocidos como futuros."

"Un forward sobre divisas es un contrato en donde las partes acuerdan intercambiar el efectivo en dos diferentes monedas en un día acordado en el futuro."

"Una opción de divisas, es un contrato que otorga al comprador el derecho, pero no lo obligación, de intercambiar una moneda por otra en una tasa predeterminada en o hasta el día del vencimiento."

Tal y como se desprende de la lectura de las definiciones antes señaladas un producto derivado relacionado a divisas tiene como particularidad que (i) sea un contrato entre ambas partes; (ii) el vencimiento del contrato sea a futuro, (iii) su activo subyacente son divisas; (iv) no se establece la necesidad de la entrega física de la moneda; (v) que se negocien privadamente en mercados OTC como los forward o estandarizados como los futuros. El solicitante señala como característica de los *Non-Deliverable Foreing Exchange Contracts* que puede tener como fecha de vencimiento el mismo día; esta particularidad no se enmarca dentro de la definición de derivado sobre divisas, los cuales tienen como vencimiento un tiempo futuro. Esta característica, de vencimiento el mismo día se asemeja más a producto propio del mercado spot de divisas, es decir negociación directa de Forex.

ISDA no reconoce el producto tal cual como ha sido nombrado y descrito por el solicitante *"Non Deriverable Forieng Exchange Contract"*; de nuestro estudio e investigación no pudimos encontrar un producto bajo ese nombre especifico, lo más semejante obtenido son reportes sobre los *"Non Deliverable Foreing Exchange Forward Market"*, los cuales indican que se enmarcan en el mercado de forwards, los cuales entran a formar parte de la primera familia de productos derivados sobre divisas reconocido por ISDA; los *Non-Deliverable Forwards (NDFs).*

La autora Laura Lipscomb de la Reserva Federal del Banco de Nueva York, publicó un estudio en mayo del 2005, titulado *"Visión General de los Non-deliverable Foreign Exchange Forward Market"*, el cual puede ser encontrado en el sitio www.efinance.org ; en donde al hablar de contratos forwards se refiere a la publicación del New York Law Journal del 8 de mayo de 2002 http://www.law.com/jsp/nylj/index.jsp ; la cual señala expresamente

que los *Forward Foreign Exchange Contract* son una obligación de comprar o vender una moneda especifica en un día futuro (Settlement Date) por un precio acordado en el día del contrato (trade date). Vemos entonces que, no se pudiera considerar la liquidación el mismo día como señala el solicitante.

La enciclopedia virtual Wikipedia www.wikipedia.com define los *Non-Deriverable Forwards* (NDF) de la siguiente manera:

> *"indiscutiblemente un contrato forward o futuro en donde las contrapartes pagan la diferencia entre el precio del NDF contratado y precio spot en una cantidad acordada. Se utiliza en varios mercados como mercado de divisas y mercado de productos (commodities). Los NDFs prevalecen en algunos países en donde la negociación en forex ha sido prohibida por el gobierno.*

Características del NDF incluyen:

- *Cantidad: es el valor nominal del NDF, que esta acordado entre las dos partes. Debe entenderse que no hay intención de intercambiar el valor nominal en las dos monedas.*
- *Día fijado: es el día y tiempo en donde se hace la comparación entre la tasa de NDF y la tasa spot. Es uno o dos días hábiles antes del día de liquidación.*
- *Liquidación o día de entrega: es el día en donde la diferencia es pagada o recibida.*

*"**Tipo de cambio futuro (forward)** Un Forward, como instrumento financiero derivado, es un contrato a largo plazo entre dos partes para comprar o vender un activo a precio fijado y en una fecha determinada. Los forwards más comunes negociados en las Tesorerías son sobre monedas, metales e instrumentos de renta fija. Existen dos formas de resolver los contratos de forward de moneda extranjera:*

- *Por compensación (Non delivery forward): al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio spot contra el tipo de cambio forward, y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.*

- *Por entrega física (Delivery Forward): al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado*

El sitio Investopedia Forbes, www.investopedia.com define:

> *"non-deliverable Forward – NDF. Todos los NDFs tienen un Día fijado y un día de liquidación. El día fijado es el día en que la diferencia entre la tasa mercado de divisas y la tasa acordada es calculada y el día de liquidación es el día en que se realiza el pago de la diferencia a la parte que recibe el pago.*
>
> *Los NDFs son comúnmente cotizados por un periodo de tiempo que va de un mes hasta un año y normalmente son cotizados y liquidados en dólares americanos. Se han vuelto instrumentos populares para empresas buscando apalancar su riesgo de las monedas extranjeras que no son internacionalmente negociadas.*
>
> *Que significa un forward sobre divisas? Es un contrato forward en el mercado forex que mantiene el precio en que una entidad puede comprar o vender una moneda en un día futuro.*
>
> *Que significa un Futuro sobre Divisas? Es un contrato de futuro transferible que especifica el precio en que una moneda especifica puede ser comprado o vendida en un día futuro.*

De los textos arriba citados, los derivados sobre divisas ya sea contratos de forward o contratos futuros, son muy parecidos en que ambos son acuerdos de compra o venta de un activo en un momento determinado en el futuro por un precio determinado. No obstante, a diferencia de los contratos a futuros, los forward no son negociados en un mercado; son acuerdos privados negociados *Over the Counter*. Es decir, los forwards no tienen que ajustarse a los estándares de un determinado mercado, ya que se consideran como instrumentos extra bursátiles.

Para que exista una operación forward de divisas es necesario que tanto el comprador como el vendedor estén dispuestos a realizar la negociación, y se requiere de un parámetro de referencia en cuanto a tipo de cambio actual y costos financieros de los dos países implicados durante el periodo en el cual se desea realizar la operación.

Hasta aquí podemos indicar que la figura consultada por el solicitante tampoco encaja en un instrumento de futuro, pero lo más relevante es que ambos, tanto los forward como los futuros son instrumentos a plazos, es decir, ejecutables en el tiempo, no en un solo día como es característica de la figura en estudio.

Veamos lo que indica el autor Francisco Vera en su libro Guía para el Mercado de Valores en España, en cuanto a la ejecución en el tiempo en los derivados:

> *"en los mercados de instrumentos derivados la plena ejecución de los contratos que se negocian esta diferida en el tiempo: si se compra a futuro a tres meses sobre un bono, se tendrá derecho a percibir el bono cuando hayan vencido los tres meses. Los instrumentos en ellos negociados se denominan derivados porque su valores depende del valores que tome el activo subyacente con el que esta relacionado*
>
> *Un contrato de futuro es un acuerdo, negociado en un mercado organizado, que obliga a las partes contratantes a comprar o vender unos valores en una fecha futura determinada a un precio establecido de antemano. Se trata por tanto de una operación a plazo, por contraposición a una operación de contado, como es la compra de una acción en la bolsa. Por ella se adquiere un compromiso de recibir o entregar un valor, llamado activo subyacente, cuando llegue la fecha de vencimiento del contrato a cambio de pagar un precio establecido de antemano que se denomina precio del futuro*"[1]

Las definiciones del autor Francisco De Vera, coinciden con el hecho de que los derivados son contratos que se negocian de manera diferida en el tiempo, que tienen una fecha futura determinada de vencimiento y que se negocian a un precio establecido de antemano.

Sobre instrumentos derivados concluimos que se reconocen como contratos forward o contrato a plazo y futuros; instrumentos derivados negociados en mercados *over the counter*. Estos productos tienen en efecto entre sus características (i) un activo subyacente el cual puede incluir divisas o cualquier otro producto, lo que al tener como subyacente una divisas se les conoce como derivados sobre divisas; (ii) tamaño del contrato, el cual puede ser variable; (iii) vencimiento del contrato, normalmente en los contratos derivados forward o futuros sobre divisas se reconoce una fecha futura como vencimiento, por lo que no pudiera aplicar vencimiento el mismo día, a pesar de poder ser contratos a corto plazo (iv) puede o no darse la entrega física. (v) en los productos derivados sobre divisas la liquidez no va ligada necesariamente al mercado de divisas, sino a los participantes, en un momento dado que se desee vender la posición y no hay otra persona para comprarla entonces se debe esperar al vencimiento. Dado que no hay una bolsa formal para estos

[1] Francisco Luis de Vera Santana, Guía para el Mercado de Valores en España. Mercados, Valores y Regulación. Biblioteca Civitas Economía y Empresa, Colección Economía. 2000. pagina 31 y 80.

contratos, la liquidez es muy limitada. Aunque el producto consultado se asemeja al *Non Deliverable Forward*, no es lo mismo, ya que existe la diferencia fundamental del periodo de ejecución entre otras que no lo hacen calificar como producto derivado.

Así las cosas, los instrumentos derivados como contratos forward y contratos futuros difieren de algunas características planteadas por el solicitante para describir a los *Non Deliverable Foreing Exchange Contracts*, trascritas anteriormente. Consideramos que para que los *Non Deliverable Foreing Exchange Contracts* sean considerados instrumentos derivados deben contener ciertas características comunes a los productos derivados forwards y futuros sobre divisas, reconocidos por ISDA como son los llamados *Non-Deliverable Forwards;* y además la CNV cumpla con emitir las normas que regulan su negociación al tenor del artículo 150 del Decreto Ley No. 1 de 1999.

Por las razones antes expuestas, esta Comisión opina que la no entrega física no es elemento determinante para que un producto como el planteado sea considerado como instrumento derivado y que por tal razón deban ser reconocidos como "valor" en virtud de lo dispuesto en el artículo 1 del Decreto Ley No. 1 de 1999.

Finalmente es preciso dejar claramente establecido que mediante una opinión la CNV no esta facultada para introducir o avalar figuras o productos novedosos del mercado de valores o admitir que un determinado sujeto regulado lo ejecute.

Respecto al tema de oferta y negociaciones de futuros y otros instrumentos derivados la Ley formal el Decreto Ley No. 1 de 1999, expresamente establece, en el artículo 150 que en este tema la CNV podrá regular solamente mediante Acuerdo esta materia.

Fundamento Legal: Artículos 1 y 150 del Decreto Ley 1 de 8 de julio de 1999.

Dada en la ciudad de Panamá, República de Panamá, a los Treinta (30) días del mes de Julio del año dos mil nueve (2009).

NOTIFÍQUESE, PUBLÍQUESE Y CÚMPLASE

Juan Manuel Martans
Comisionado Presidente

Julio Javier Justiniani
Comisionado Vicepresidente

Yolanda G. Real S.
Comisionada, a.i.

Se notifica por escrito el 3/8/09