

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD  
CATÓLICA DEL PERÚ**

**Escuela de Posgrado**



Los Contratos Financieros por Diferencias en el Perú: análisis legal y  
propuesta de regulación

Trabajo de Investigación para obtener el grado académico de Maestra en Derecho  
Bancario y Financiero  
que presenta:

*Luisa Isabel Vilca Huayta*

Asesor:

*Omar Darío Gutiérrez Ochoa*


Lima, 2023

## INFORME DE SIMILITUD

Yo, Omar Darío Gutiérrez Ochoa, docente de la Escuela de Graduados de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) del Trabajo de investigación Los Contratos Financieros por Diferencias en el Perú: análisis legal y propuesta de regulación, de la autora Luisa Isabel Vilca Huayta, dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 19 %. Así lo consigna el reporte del software Turnitin el 21/08/2023
- He revisado con detalle dicho reporte, así como el Trabajo de Investigación y no se advierten indicios de plagio.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha: Lima, 06.11.2023

Apellidos y nombres del asesor: GUTIÉRREZ OCHOA, OMAR DARÍO	
DNI: 10299215	Firma: 
ORCID: 0000-0003-4862-9265	

## **RESUMEN EJECUTIVO**

La tecnología actual brinda nuevas alternativas para comercializar productos o instrumentos financieros mediante el empleo del internet y otras plataformas; pero, en ocasiones, aquello no siempre está acompañado de un marco legal que regule los riesgos que tales actividades puedan generar sobre el interés público. Un ejemplo claro de dicha situación son los Contratos por Diferencias (CFDs) en el Perú.

En efecto, el problema de investigación que se presenta está relacionado básicamente con la no regulación de dichos contratos en el Perú, explicándose en el primer capítulo en qué consisten y cuál es su operatividad; pero principalmente lo que se muestra en el primer capítulo son los riesgos que dicha actividad puede conllevar sobre el interés público.

En el segundo capítulo se muestran las tendencias regulatorias que se han seguido en otros países sobre dicha actividad, incluyendo las obligaciones impuestas a los proveedores de dichos contratos. Se toman como referencia las regulaciones de Panamá, España, Australia y Reino Unido.

Finalmente, en el tercer capítulo se muestra cuál postura regulatoria debería adoptar el Perú con relación a los CFDs, recomendándose la emisión de una norma con rango legal que establezca las principales obligaciones de los proveedores de CFDs con relación a la comercialización de dichos productos financieros que tenga por finalidad mitigar los riesgos a los cuales se encuentran expuestas las personas que participan con dichos contratos.

*Palabras claves: Contratos financieros por diferencia, valores mobiliarios, intermediación financiera, riesgos, interés público, regulación normativa.*

## ÍNDICE

<b>RESUMEN EJECUTIVO.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO II: LOS CONTRATOS FINANCIEROS POR DIFERENCIAS.....</b>	<b>11</b>
<b>2.1. Introducción .....</b>	<b>11</b>
<b>2.2. Derivados Financieros .....</b>	<b>12</b>
2.2.1 <i>Opciones .....</i>	12
2.2.2 <i>Futuros.....</i>	13
2.2.3 <i>Forwards.....</i>	13
2.2.4 <i>Swaps .....</i>	14
<b>2.3. Contratos Financieros por Diferencias.....</b>	<b>15</b>
2.3.1 <i>Concepto .....</i>	15
2.3.2 <i>Estructuración y operativa de los CFD.....</i>	19
2.3.3 <i>Riesgos involucrados en los CFDs .....</i>	24
2.3.4 <i>Integración de fuentes teóricas y regulatorias .....</i>	25
<b>CAPÍTULO III: REGULACIÓN DE LOS CFDs A NIVEL GLOBAL .....</b>	<b>27</b>
<b>3.1. Introducción .....</b>	<b>27</b>
<b>3.2. Regulación de los CFDs en Panamá .....</b>	<b>28</b>
<b>3.3. Regulación de los CFDs en España .....</b>	<b>30</b>
<b>3.4. Regulación de los CFDs en Australia .....</b>	<b>31</b>
3.4.1 <i>Calificación del cliente .....</i>	31
3.4.2 <i>Depósito de Apertura de Cuenta .....</i>	32
3.4.3 <i>Riesgo de Contraparte – Coberturas.....</i>	32
3.4.4 <i>Riesgo de Contraparte – Recursos Financieros.....</i>	32
3.4.5 <i>Uso del Dinero del cliente.....</i>	32
3.4.6 <i>Negociación de Activos Subyacentes detenida o suspendida .....</i>	33
3.4.7 <i>Depósitos Adicionales .....</i>	33
<b>3.5. Regulación de los CFDs en Reino Unido .....</b>	<b>33</b>
<b>3.6. Regulación ESMA.....</b>	<b>34</b>
3.6.1 <i>Restricción provisional de los CFD en lo que se refiere a los clientes minoristas .....</i>	34
3.6.2 <i>Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente.....</i>	35
3.6.3 <i>Alertas sobre riesgos .....</i>	35
<b>3.7. Resultados del análisis comparativo.....</b>	<b>37</b>
<b>CAPÍTULO IV: LOS CFDs EN EL PERÚ .....</b>	<b>40</b>
<b>4.1. Introducción .....</b>	<b>40</b>
<b>4.2. Análisis de los contratos financieros por diferencia en la normativa peruana .....</b>	<b>40</b>
<b>4.3. Sobre la posibilidad de que el ofrecimiento de CFD sea considerado una actividad de intermediación .....</b>	<b>44</b>
<b>4.4. Propuesta de enfoque regulatorio en el Perú.....</b>	<b>45</b>
4.4.1 <i>Persuasión moral.....</i>	46
4.4.2 <i>Aplicación del marco legal existente.....</i>	47

4.4.3. <i>Prohibición total de su uso</i> .....	49
4.4.4. <i>La creación de una regulación general que busque reducir los riesgos que involucran los CFDs</i> .....	49
<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>54</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>56</b>



## CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

La innovación en los mercados financieros es una característica que, lejos de ser rechazada, es deseable para lograr una eficiente asignación de los recursos. Esta ha acompañado a los mercados financieros hasta la actualidad; aunque, ciertamente, si no es encaminada con una correcta supervisión, puede generar crisis financieras como la del 2007-2008 (Dwyer, 2012, p. 176).

Un claro ejemplo de dicha innovación son los instrumentos financieros derivados, entre los cuales son cuatro los principalmente usados en los mercados financieros (*forward*, futuros, opciones y *swaps*), los mismos que han adquirido cierto *tradicionalismo* en el sector, por cuanto son empleados cada vez con más frecuencia, con ánimo ya sea especulativo o de cobertura. No obstante, en los años recientes también ha surgido un nuevo instrumento financiero que podría considerarse como derivado financiero cuyo uso es cada vez más difundido globalmente y que ha alertado a los supervisores financieros de diversas jurisdicciones por su complejidad y los riesgos que involucran para los inversionistas. Estos son los Contratos Financieros por Diferencias (CFDs, por sus siglas en inglés).

Los CFDs son definidos por la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA, por sus siglas en inglés) como un “acuerdo entre un comprador y un vendedor para intercambiar la diferencia entre el precio actual de un activo subyacente (acciones, divisas, materias primas, índices, etc.) y su precio cuando el contrato es cerrado” (ESMA, 2013, p. 2). Es decir, siguiendo esa definición, una persona podría contratar con un proveedor un CFD que tenga como activo subyacente acciones negociadas en diversos mercados, tales como el de la Bolsa de Valores de Nueva York o en la propia Bolsa de Valores de Lima, sin que ello determine que el inversionista sea propietario de dichas acciones.

La misma autoridad europea ha informado que estos instrumentos son complejos y no son apropiados para todos los inversionistas; no obstante ello, actualmente los CFDs son comercializados a través de plataformas de internet, tales como “eToro” o “XTB online trading”, y tienen alcance a inversionistas *retail* en cualquier parte del mundo.

En el mundo existe un consenso general sobre el alto nivel de exposición al riesgo que tienen los CFDs, entre los cuales se encuentran: riesgo de volatilidad del activo subyacente, riesgo de liquidez, riesgo de apalancamiento, riesgo de ejecución, riesgo de contraparte, entre otros (ESMA, 2013, pp. 3-4), siendo el de mayor relevancia el riesgo de apalancamiento, el cual genera la mayor cantidad de pérdidas a los inversionistas<sup>1</sup> e implica que una persona podría perder más dinero de aquel que invirtió primigeniamente. Por ello se dice que las operaciones con CFDs, al ser operaciones apalancadas, son sumamente riesgosas.

En cuanto a su regulación, países como Panamá, España, entre otros<sup>2</sup>, consideran que los CFDs no son valores mobiliarios sino un tipo especial de instrumentos financieros, lo cual, no obstante, no implica que los intereses públicos involucrados en su oferta al público estén desprotegidos por la regulación.

En efecto, mediante Opinión N° 13-2008<sup>3</sup>, ratificada por la Opinión N° 3-2011<sup>4</sup>, la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (en adelante, SMVP) ha informado que al no cumplir con la definición de *valor*, la oferta de CFDs al público no está sujeta a las obligaciones que se desprenden de la Ley del Mercado de Valores aplicables a las ofertas públicas de valores. No obstante, agrega la SMVP, que su oferta al público que pudiese generar un detrimento a los intereses de los inversionistas podría dar lugar a una intervención de la SMVP y la emisión de medidas de protección, de acuerdo con las facultades de las que goza esta institución por disposición de la Ley de Mercado de Valores.

Por su parte, el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores española, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre de 2015, y sus modificaciones (en adelante, TRLMV), en su Anexo, el mismo que enumera los instrumentos financieros comprendidos en el ámbito de dicha ley, consigna por separado a los valores negociables y a los contratos financieros por diferencias, lo cual refleja que se trata de instrumentos financieros

---

<sup>1</sup> Conforme lo afirma la CNMV, según estudios al 30 de setiembre de 2016, el 82% de los clientes que realizaron operaciones con CFDs sufrieron pérdidas (CNMV, 2017, p. 1).

<sup>2</sup> Costa Rica, Australia y Reino Unido.

<sup>3</sup> Disponible en <https://supervalores.gob.pa/opiniones/opiniones-2008/>

<sup>4</sup> Disponible en <https://supervalores.gob.pa/opiniones/opiniones-2011/>

distintos. Sin perjuicio de ello, la Comisión Nacional de Mercados y Valores de España (en adelante, CNMV), mediante la Resolución de 27 de junio de 2019, sobre medidas de intervención en relación con las Opciones Binarias (OB) y los Contratos Financieros por Diferencias (CFD), ha establecido limitaciones y requerimientos en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD a inversores minoristas, las cuales serán estudiadas en la presente investigación.

Entonces, se aprecia que en Panamá y España, pese a no tener la condición de valores mobiliarios la oferta pública de CFDs se enmarca dentro cierta regulación tendiente a tutelar al interés público, en tanto se tratan de instrumentos financieros especiales.

En el Perú, la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV) ha publicado en su portal web una “Advertencia sobre el ofrecimiento público de productos y servicios Forex y de Contratos por Diferencia (CFD)”<sup>5</sup>, mediante la cual advierte a los inversionistas y público en general lo siguiente:

- Que, conforme a la Ley 30050, Ley de Promoción del Mercado de Valores y sus modificaciones, la publicidad que se haga sobre activos financieros que se encuentren bajo la competencia de la SMV o de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), que se haga con la finalidad de obtener dinero del público a cambio de obtener un retorno financiero, un derecho crediticio, dominial o patrimonial o de participación en el capital, o en las utilidades del receptor de los fondos, bajo cualquier modalidad, sólo debe realizarse por personas autorizadas o supervisadas por la SMV o por la SBS.
  
- Que, existen empresas que a través de internet, redes sociales y otros medios, publicitan y ofrecen la posibilidad de invertir en contratos por diferencia (CFD, por sus siglas en inglés) de divisas (monedas), acciones y otros activos financieros; y exhorta a informarse adecuadamente, pues ninguna de tales empresas cuenta con autorización para ello.

---

<sup>5</sup> Disponible en <https://www.smv.gob.pe/uploads/SobreForexyCFD.pdf> (consultado el 20 de febrero de 2022).

Entonces, más allá del comunicado de la SMV antes citado, en el Perú no se aprecia que se hubiera adoptado medidas normativas tendientes a proteger el interés público involucrado en las operaciones con CFDs. De ese modo, como punto inicial, aunque no el principal, se pretende responder la primera pregunta: ¿los CFDs califican como valores mobiliarios en el Perú? Ello es relevante pues la respuesta a dicha pregunta es el primer acercamiento para determinar si al ofrecimiento público de CFDs le son aplicable las obligaciones derivadas de la regulación del mercado de valores.

De otro lado, cabe recordar que según el artículo 46 del Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por la Resolución SMV N° 034-2015-01, la actividad de intermediación de los agentes no solamente se circunscribe a valores mobiliarios sino también a instrumentos financieros.

En efecto, el referido artículo expresa que las sociedades agentes de bolsa pueden desarrollar la actividad de intermediación, por cuenta propia o de terceros, de Instrumentos Financieros en el mercado primario así como en el mercado secundario; y el artículo 2, literal k) del citado reglamento indica que los Instrumentos Financieros comprenden a los títulos valores y otros instrumentos representativos del pasivo o patrimonio de una entidad, derivados financieros, operaciones de reporte u otras operaciones financieras.

En ese sentido, en tanto se llegara a determinar en la presentación investigación que los CFDs serían Instrumentos Financieros, ¿las actividades que realizan los proveedores de éstos contratos calificarían como intermediación financiera según la Ley del Mercado de Valores?

De ser negativas las respuestas a las preguntas formuladas, ¿qué regulación debería adoptarse para proteger el interés público vinculado a las operaciones con CFDs?

La hipótesis del presente trabajo de investigación consiste en determinar que los CFDs no son valores mobiliarios, por cuanto la operativa subyacente a dichos contratos no cumple con la definición establecida en el artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Decreto Legislativo N° 861, particularmente con la referida a la masividad y homogeneidad

propias de los valores mobiliarios. Ello en vista de que los contratos que se celebran con los proveedores no tienen por naturaleza ser libremente transmisibles, no son fungibles con otros contratos y son pactados a la medida de cada cliente, a diferencia de los valores mobiliarios que se emiten masivamente, son fungibles y homogéneos entre sí y son libremente transmisibles, de acuerdo con la definición contenida en el artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores.

De otro lado, se considera que la comercialización de CFDs no califica como intermediación según el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores, en vista de que en las operaciones que realizan los proveedores de CFDs, éstos no actúan como intermediarios que reciben y ejecutan órdenes de inversión de comitentes, sino que, por el contrario, son una parte contratante del CFD y sus clientes su contraparte. En los casos de intermediación en el mercado de valores, los agentes de intermediación reciben, registran y ejecutan órdenes de inversión de sus comitentes; lo cual no sucede en el caso de los CFDs, pues, como se indicó, los proveedores actúan no como intermediarios, sino como contrapartes.

Las operaciones con CFDs tampoco se considerarían intermediación financiera según el artículo 11 de la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero, por cuanto según este artículo se encuentra prohibido que las personas capten o reciban de forma habitual dinero del público y lo coloquen en forma de créditos u otra modalidad contractual; pero en el caso de las operaciones con CFDs, estas no se consideran una colocación habitual en forma de “créditos, inversiones o habilitación de fondos”.

No obstante lo anterior, debe indicarse si bien los CFDs no encajan dentro de las categorías jurídicas antes mencionadas, es hipótesis de este trabajo que ello no debería significar que no deban ser regulados, pues en las operaciones que se hacen con estos instrumentos financieros especiales existe un interés público protegible que merece una regulación especial, dado que los proveedores de los CFDs hacen publicidad en territorio nacional para recibir dinero del público, alcanzando no solamente a inversionistas institucionales sino también a inversionistas *retail* que no están familiarizados con instrumentos financieros complejos como los CFDs ni a los riesgos a los cuales se encuentran expuestos.

De ese modo, la regulación a optarse debería tener como referencia aquella que ha sido desarrollada en diversas partes del mundo, y enfocarse en controlar y mitigar los altos riesgos a los cuales se encuentran expuestos los inversionistas al realizar estas operaciones, tales como riesgo de liquidez, riesgo de apalancamiento, de ejecución, riesgo de contraparte, entre otros.

El objetivo principal de la presente investigación es, primero, estudiar y describir el aspecto técnico de las operaciones efectuadas con CFDs, incluyendo a las partes que intervienen en la suscripción de los contratos, las plataformas informáticas de las que se valen los CFDs, los tipos de activos subyacentes a estos instrumentos financieros y, principalmente, los riesgos que involucran estas operaciones para los inversionistas. Para ello se empleará el método descriptivo y se consultará diversa literatura académica e informes de agencias gubernamentales de diversos países que describen la operatividad de los contratos, desde un punto de vista de mercado o financiero, no jurídico.

Una vez entendido el fenómeno económico que subyace a las operaciones con CFDs, es finalidad del presente trabajo proponer un marco regulatorio tendiente a controlar y mitigar los riesgos involucrados en estas operaciones en beneficio del interés público, tomando como referencia las experiencias extranjeras descritas anteriormente. Así, se busca que las operaciones con CFDs estén sujetas a cierta regulación que tenga por finalidad cautelar el interés público que evidentemente está involucrado en el territorio nacional, de modo que se establezcan un régimen de obligaciones y requisitos prudenciales para los proveedores de estos contratos, así como garantías para los clientes.

Los enfoques metodológicos que adoptará la presente investigación serán el de riesgos y el regulatorio-comparado.

En efecto, en una primera parte la investigación empleará el método de riesgos para describir y detallar aquellos que sobre el tema han sido identificados en la literatura académica o advertidos por las agencias supervisoras de los mercados financieros a nivel global. Por ejemplo, como se indicó anteriormente, en Europa la ESMA identificó riesgos tales como de

apalancamiento, de contraparte, de volatilidad del activo subyacente, entre otros (ESMA, 2013, pp. 3-4), siendo el de apalancamiento el que más pérdidas de dinero ha generado en los inversionistas y en el que debería concentrarse la regulación a proponer sin dejar de lado otros riesgos que podrían mitigarse con medidas prudenciales como por el ejemplo el riesgo operacional o también el riesgo de contraparte y liquidez. Así, este enfoque permitirá identificar aquellos riesgos que resultan más relevante y que por ello se requiere que sean controlados y mitigados mediante la adopción de medidas regulatorias pertinentes.

De otro lado, también se adoptará el enfoque regulatorio y comparado, en vista de que la experiencia de otras jurisdicciones permite conocer a esta investigación las medidas legales adoptadas con relación al objeto de este trabajo. Por ejemplo, es una tendencia global que los CFDs no sean considerados valores mobiliarios, no obstante, algunos países tienen cierta regulación para supervisar y controlar las actividades u operaciones que se realicen con CFDs, cautelando así el interés público y previniendo la concreción de riesgos a través de medidas prudenciales.

Los citados enfoques metodológicos servirán a la investigación para validar la hipótesis formulada y obtener los recursos suficientes para elaborar una propuesta de normativa que permita proteger el interés público que se viera involucrado en las operaciones con CFDs, conforme se describirá a lo largo de la investigación.

## **CAPÍTULO II: LOS CONTRATOS FINANCIEROS POR DIFERENCIAS**

### **2.1. Introducción**

La innovación financiera, apoyada fuertemente con el empleo de diversas tecnologías, ayuda a cerrar brechas en los mercados financieros, entendidos estos como aquellos en los que se negocian instrumentos financieros. De esa forma, en los tiempos actuales se conciben instituciones propias del sistema financiero que anteriormente eran casi inimaginables, como por ejemplo lo son los bancos 100% digitales, el uso de la tecnología *blockchain* para la emisión y negociación de criptoactivos, billeteras digitales, suscripción de cuotas de fondos mutuos por aplicaciones de celular, pagos digitales, entre otros. Todo ello sirve para generar una eficiente asignación de los recursos financieros reduciendo los costos de transacción de tales las operaciones.

De ese modo, la innovación financiera genera fuertes ventajas en la asignación de los recursos financieros, incrementando así las opciones de los agentes de mercado para satisfacer sus intereses económicos, sean estos de inversión (en el caso de los agentes superavitarios) o de fondeo (en el caso de los agentes deficitarios). Esta asignación eficiente genera una economía más desarrollada, por cuanto las empresas o personas que requieren dinero y aquellas que cuentan con un excedente de éste encuentran formas más sencillas para interrelacionarse.

Los Contratos Financieros por Diferencias (CFDs) son consecuencia de la innovación financiera presente en la actualidad, los cuales son interesantes para los inversionistas *retail* porque son celebrados de forma directa con el proveedor del contrato, en una plataforma alojada en internet y teniendo como referencia a activos de diversa naturaleza sin que esté involucrada la titularidad o propiedad sobre estos.

En el presente capítulo se abordará en base al método descriptivo en qué consisten los CFDs, tomando en cuenta la opinión de diversas entidades reguladoras de los mercados financieros en países extranjeros. Así, se explicará la operatividad de los contratos, las partes intervinientes, los tipos de activos sobre los cuales se pueden constituir CFDs, y los riesgos involucrados en estos contratos.

Antes de abordar el tema de los CFDs se debe hacer una mención a los contratos financieros derivados, ello a efecto de poder determinar si los CFDs son un tipo especial de contrato financiero derivado.

## **2.2. Derivados Financieros**

Por instrumento financiero derivado, o también llamado simplemente *derivado financiero*, se entiende a “aquel instrumento cuya rentabilidad es determinada por el comportamiento de otro activo, denominado activo subyacente” (Salinas, 1999, p.233). Es una definición sencilla pero que a la vez engloba a una actividad muy importante para el sector financiero. Por ejemplo, es un derivado financiero la opción de compra de una acción en el futuro, cuyo precio (de la opción) al día de hoy es fijado en S/ 10,00 y el precio de mercado de la acción en el día del ejercicio de la opción es S/ 8,00, de modo que el valor real de la opción es de S/ 2,00. Así se aprecia que el valor del instrumento financiero *Opción (de compra)* depende directamente del valor del activo subyacente (acción) en el día del ejercicio de la opción.

Los activos subyacentes en los derivados financieros pueden ser, por ejemplo, un bien físico, cobre o trigo, es decir, bienes donde las expectativas en cuanto a la oferta y demanda a que se sujetará el producto son las que afectan al precio del derivado; pero también los activos subyacentes podrían ser productos financieros, tales como los valores de renta fija, acciones o saldos en efectivo; de modo que puede concluirse que un “derivado financiero deriva el precio futuro para un activo sobre la base de su precio actual y la tasa de interés” (Gray y Place, 2003, p. 2).

Los derivados financieros típicos son: *forwards*, futuros, opciones y *swaps* (Salinas, 1999, pp. 234-237). Para efectos de su definición se tomará en cuenta el tratamiento regulatorio adoptado por la SMV a través del Anexo H del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, aprobado por Resolución de CONASEV N° 068-2010-EF/94.01.1:

### **2.2.1 Opciones**

Este es un contrato mediante el cual, en una fecha o plazo determinado, un titular adquiere a un precio (denominado prima), el derecho a vender o comprar a un precio prefijado (llamado precio de ejercicio), un número determinado de unidades del un activo subyacente objeto de la Opción. Son activos subyacentes aquellos instrumentos u operaciones financieras, monedas, índices o tasas de interés.

Entiéndase como activo subyacente a aquel instrumento u operación financiera, tasa de interés, *commodity*, índice o moneda, que es objeto de los respectivos contratos.

El precio pactado para ejercer la opción se denomina “precio de ejercicio” y la fecha de expiración para ejercer la opción se denomina “fecha de expiración”, de modo que el valor de la opción en cualquier día de su vigencia es igual a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente, más el valor temporal de la opción. El valor temporal de la opción refleja las expectativas de los agentes económicos respecto de la evolución futura del precio del activo subyacente. Por ello, dado que en la fecha de expiración la probabilidad es cero, en ese momento el valor de la opción será exactamente igual a la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del activo subyacente (Salinas, 1999, p. 234).

### **2.2.2. Futuros**

Estos contratos son estandarizados y se negocian en mercados organizados de derivados. Por este derivado se acuerda vender o adquirir un activo estándar determinado, a un precio y fecha futura previamente determinados. Los activos subyacentes que pueden ser objeto de estos derivados son monedas, índices, tasa de interés o *commodity*.

También es definido como un “contrato en virtud del cual una persona se obliga a comprar o vender en el futuro un activo a un precio determinado hoy” (Salinas, 1999, p. 236).

### **2.2.3. Forwards**

En los contratos forwards una persona acuerda adquirir o vender un activo determinado, a un precio y fecha futura determinados previamente. Estos contratos únicamente se diferencian de los futuros en que sus términos no son estandarizados y no se negocian en mercados públicos, sino en

mercados no regulados (OTC), por lo que los términos de cada contrato se sujetan a cubrir las necesidades de las partes intervinientes (Salinas, 1999, p. 236).

#### **2.2.4. Swaps**

Se entiende así al contrato a través del cual se pacta intercambiar en fechas futuras predeterminadas flujos de dinero sobre una base de cálculo determinado previamente. Se ha llegado a considerar que un contrato Swap puede entenderse como una serie de *forwards* (Salinas, 1999, p. 237).

De otro lado, los instrumentos financieros derivados pueden tener dos tipos de funciones: de cobertura o de especulación. A continuación, ello se expondrá más a detalle:

##### **a. De cobertura o administración del riesgo**

Los instrumentos financieros derivados pueden emplearse para cubrir los riesgos del inversionista, especialmente aquellos riesgos financieros. Por ejemplo, los *Forward* pueden cubrir riesgos financieros en la variación de tipo de cambio de monedas. Así, un empresario podría asegurarse que en determinada fecha podrá comprar una determinada cantidad de dólares a un precio previamente fijado sin importar el precio de mercado del dólar; de modo que ya no estaría expuesto al riesgo de que en la fecha en que necesite adquirir dólares, el precio de éstos sea mayor o sobrepase sus expectativas comerciales.

##### **b. De especulación**

El empleo de derivados financieros con fines de especulación implica que la parte contratante se beneficie económicamente de la variación del precio del activo subyacente. Así por ejemplo, si una persona espera que el precio de la acción de Minera Volcan suba en los próximos 30 días en un 40%, aquella podría contratar el derivado de opción de compra de dichas acciones al precio actual (precio de ejercicio); y si efectivamente en fecha determinada sube el precio de las acciones, la persona podría ganar hasta el 40% pagando únicamente la prima a la contraparte.

De ese modo se aprecia que la función económica de los derivados pasa por ser una de cobertura de riesgos financieros, así como de especulación/inversión. De modo que mediante estos contratos se logra una mayor eficiencia en la asignación de los recursos, pues empresas corporativas suelen usarlos en sus proyectos comerciales con reiterada frecuencia principalmente con fines de cobertura (por ejemplo, cobertura del riesgo de variación de tipo de cambio), más aún en contextos en donde el precio de los insumos y *commodities* es afectado por crisis políticas globales.

Cabe resaltar que en los instrumentos financieros derivados existen mecanismos de cobertura que tienen por finalidad mitigar el riesgo en la liquidación de los contratos. Por ejemplo, en el caso de los Futuros, existe la Cámara de Compensación, también denominada “Clearing House”, la cual, según De Las Casas (1997) realiza funciones esenciales al garantizar la ejecución de los contratos, al tiempo que se constituye como intermediaria en la liquidación de los contratos. El autor precisa que las celebraciones de los contratos de derivados se celebran entre los agentes económicos y dicha institución, siendo que la relación entre las partes es meramente económica (pp.43-44). Así, esta cámara actúa como compradora para los vendedores y vendedora para los compradores, de modo que los compradores y vendedores de futuros no generan obligaciones financieras entre ellos, sino que contraen obligaciones frente a la Cámara. Así, cada contrato se podría compensar con cualquier otro contrato con el mismo monto y especificaciones. Adicionalmente, esta cámara cuenta con un Fondo de Contingencias, que le permite cubrir las obligaciones incumplidas que se pudieron generar.

Una vez definidos los tipos de derivados financieros que existen, a continuación, se abordará la definición y operatividad de los CFDs.

## **2.3. Contratos Financieros por Diferencias**

### ***2.3.1. Concepto***

Con el paso del tiempo y de la mano de la innovación financiera, figuras como los CFDs se han hecho más comunes en diversas jurisdicciones, por lo que han surgido esfuerzos para determinar sus características fundamentales a efectos de diferenciarlos de otros instrumentos similares. Estos

esfuerzos vienen dados por las agencias reguladoras o por organismos autorregulados vinculados al mercado de valores, los cuales se mencionarán en las siguientes líneas.

Inicialmente, los CFDs surgieron en la década de los noventa del siglo pasado como instrumento de inversión para los inversionistas sofisticados del Reino Unido y cuya negociación se realizaba en mercados no regulados (*over the counter*) (Financial Services Authority, 2007, p. 5). Sin embargo, estos instrumentos se popularizaron entre los inversionistas *retail* debido a las plataformas de inversión por internet<sup>6</sup> introducidas por diversos *brokers* y a la gran flexibilidad vinculada a los activos que pueden tener como referencia, así como al alto nivel del apalancamiento del cual podrían beneficiarse los inversionistas que operan con los CFDs. En sus inicios, los CFDs para la negociación de divisas, lo que es conocido usualmente como “Foreing Exchange” o Forex (Barnes, 2018, p. 5); pero posteriormente evolucionó a otros activos subyacentes, como *commodities* acciones, etc.

En cuanto a la definición de los CFDs, se expondrá algunas brindadas por agencias supervisoras del mercado de valores en diversas jurisdicciones. Así, por ejemplo, la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá en el artículo 2, numeral 4 de su Acuerdo N° 4 – 2013 (Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, 2013, p.2), define a los CFDs de moneda extranjera como los contratos mediante los cuales un inversor (comprador) adquiere un certificado representativo de una determinada cantidad de moneda extranjera que vende o compra respecto de otra a un precio de cambio determinado. Además, dicha definición agrega que los CFD pueden ser operaciones apalancadas, y para tal efecto es necesario que el inversionista constituya saldos de márgenes en los que deberá reconstituir o liberar saldos por la diferencia entre las monedas involucradas<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Tales como eToro, Xtb, IG, Admirals, entre otras. Por ejemplo, la plataforma de eToro (Reino Unido) Ltd cuenta con la autorización y supervisión de Autoridad de Conducta Financiera (FCA, por su sigla en inglés), según lo muestra su página web: <https://www.etoro.com/es/>

<sup>7</sup> Artículo 2, numeral 4 de su Acuerdo N° 4 – 2013 de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá:

**“Artículo 2. (Definiciones).**

*Para los propósitos del presente Acuerdo, los siguientes términos tendrán las siguientes acepciones en concordancia con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores:*

(...)

**4. Contrato por Diferencia de Moneda Extranjera.** *Contrato sin vencimiento en el que el comprador (inversor) adquiere un certificado representativo de una cantidad determinada de moneda extranjera que compra (posición larga) o vende (posición corta) respecto de otra moneda a un determinado tipo de cambio. Las operaciones de CFD son apalancadas, para lo cual se requiere la constitución de saldos de márgenes (en la respectiva cuenta constituida para ello), en la que el inversor deberá reconstituir (o se liberará) saldos por la diferencia según la evolución del tipo de cambio de la moneda adquirida respecto de la moneda de pago involucradas en el CFD.”*

Si bien la definición expuesta se refiere únicamente a los CFDs sobre monedas (en tanto solo este tipo de CFDs han sido regulados en Panamá), aquella permite extraer las características esenciales de estos instrumentos, las cuales incluso podrían predicarse de CFDs sobre valores, con la salvedad de que la diferencia entre los primeros y los segundos sería que el activo de referencia no sería el tipo de cambio, sino la cotización de un valor.

Por otro lado, en Canadá, la *Investment Industry Regulatory Organization*, una entidad auto-regulada que establece reglas y supervisa a los agentes de inversiones en Canadá, en el documento denominado *Regulatory Analysis of Contracts for Differences (CFD)*, del 6 de junio de 2007, señala que los CFDs son un tipo de producto derivado que puede emplearse con fines especulativos o de cobertura, vinculados con el movimiento del activo subyacente sin se requiera ostentar algún título de propiedad o liquidar físicamente el mismo. Agrega la entidad que los CFD reflejan el comportamiento económico del activo subyacente considerando las variaciones de su precio; y que los CFD generalmente son negociados en mercados extrabursátiles (Investment Industry Regulatory Organization, 2007, p.2).

Los activos subyacentes, según la referida entidad, podrían ser: acciones inscritas en una Bolsa de Valores, bonos, índices, o divisas extranjeras, siempre que exista un régimen de transparencia que asegure una correcta formación de precios y un volumen negociado constante. Además, se agrega que los CFDs, a diferencia de los Futuros, no tienen preestablecida una fecha de término del contrato, pero por lo general estos contratos son cerrados al cierre de negociación del día y antes del pago se efectúan las compensaciones y liquidadas las pérdidas o ganancias generadas y deducidas las comisiones que resulten aplicables. Aunque también se acepta la posibilidad de que un CFD se mantenga abierto por más de una sesión, para lo cual es necesario que el inversionista pague el interés correspondiente por el apalancamiento empleado (Investment Industry Regulatory Organization, 2007, p.2).

Del mismo modo, la citada entidad reconoce que los CFD son productos con altos niveles de apalancamiento, lo cual podría maximizar no solamente las ganancias sino también las pérdidas, las cuales podrían ser significativas para los inversionistas. De modo, afirma que la distribución

de este tipo de contratos a los inversionistas *retail* esta sujeta a evaluaciones de idoneidad y a la suscripción previa de documentos que informan sobre los riesgos y declaraciones de conocimiento del inversionista de dichos riesgos antes de la apertura de la cuenta (Investment Industry Regulatory Organization, 2007, p.2). Entonces, se aprecia que aquella es una definición importante, por cuanto define claramente, entre otros aspectos, la operatividad de los CFDs.

Finalmente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, en conjunto con la European Securities and Markets Authority—ESMA (CNMV, 2013), con relación a la definición a los CFDs reafirma lo hasta ahora expuesto, indicando que se trata de un contrato mediante el cual se conviene en intercambiar “*la diferencia entre el precio actual de un activo subyacente (acciones, divisas, materias primas, índices, etc.) y el precio del mismo cuando el contrato se cierre*”; y en cuanto a que se trata de productos apalancados, señala que los inversionistas pueden aprovechar de la variación de los precios al alza (en caso hubieran asumido posiciones largas) o a la baja (en caso hubieran asumido posiciones cortas) de los activos subyacentes.

Asimismo, estos instrumentos presentan las siguientes características (Investment Industry Regulatory Organization, 2007, p.2):

- a. La suscripción de un CFD no implica la adquisición por parte del cliente del activo subyacente, así como tampoco lo hace el proveedor del CFD; de modo que se puede considerar a estos instrumentos como completamente independientes de su activo subyacente, el cual sólo es tomado como referencia para determinar la ganancia o pérdida al momento de la liquidación del contrato.
- b. Los CFDs pueden ser instrumentos con un alto grado de apalancamiento, lo cual implica que tanto las ganancias como las pérdidas puedan incrementarse exponencialmente.
- c. El inversionista debe depositar en una cuenta a su nombre el monto mínimo por concepto de margen de garantía, el cual es fijado por el proveedor y se calcula considerando el monto de las operaciones a realizarse por el cliente.

- d. La fecha de vencimiento del CFD es determinada por el inversionista durante la vigencia del contrato, en cuyo término se liquida el contrato.
- e. Los CFDs son transados de manera extrabursátil. No tienen vocación de transmisibilidad a terceros.
- f. La liquidación se produce después de que el *bróker* compense las pérdidas y ganancias resultantes de la operación, depositando o sustrayendo el dinero en efectivo en la cuenta personal del cliente.

En ese sentido, la definición que se adopta de un CFD es que se trata de un contrato celebrado por un *bróker* y un cliente para intercambiar la variación en el precio de un activo subyacente entre unas fechas determinadas de apertura y de cierre, las cuales son determinadas por el cliente.

### **2.3.2. Estructuración y operativa de los CFD**

Por regla general, las partes que intervienen en las operaciones efectuadas con CFDs son: el proveedor del CFD, el cliente y el promotor (Investment Industry Regulatory Organization, 2007, p.4):

- a. **Cliente**.- es el denominado inversionista que suscribe el contrato y fija la fecha de vencimiento. El inversionista debe abrir una cuenta a su nombre con el proveedor y depositar el dinero en efectivo, incluyendo al margen de garantía, según se indicó anteriormente.
- b. **Proveedor CFD**.- Es la parte que asume el riesgo principal por cuanto es la contraparte del cliente que simula el comportamiento económico del activo subyacente.

A su vez, el proveedor es titular de la plataforma electrónica donde se simula el comportamiento electrónico del activo subyacente. A través de esta plataforma también se suscriben los CFDs, las cuales incluyen:

- b.1. Entrada y ejecución de *órdenes*;

b.2. Fijación de precios en tiempo real del contrato para el cálculo de pérdidas y ganancias y cálculos de capital del cliente;

b.3. Herramientas de gestión de riesgos como monitoreo de límite de crédito y posición; y,

b.4. Registros de operaciones.

c. **Promotor o sponsor (fuerza de venta)**.- Es una persona vinculada al proveedor y cuenta con su autorización para distribuir los CFDs al público, organizando para tal efecto eventos o distribuyendo publicidad.

La operativa de estos instrumentos, desde la captación del cliente hasta su liquidación, se describe a continuación (Financial Services Authority, 2007, pp.11-14):

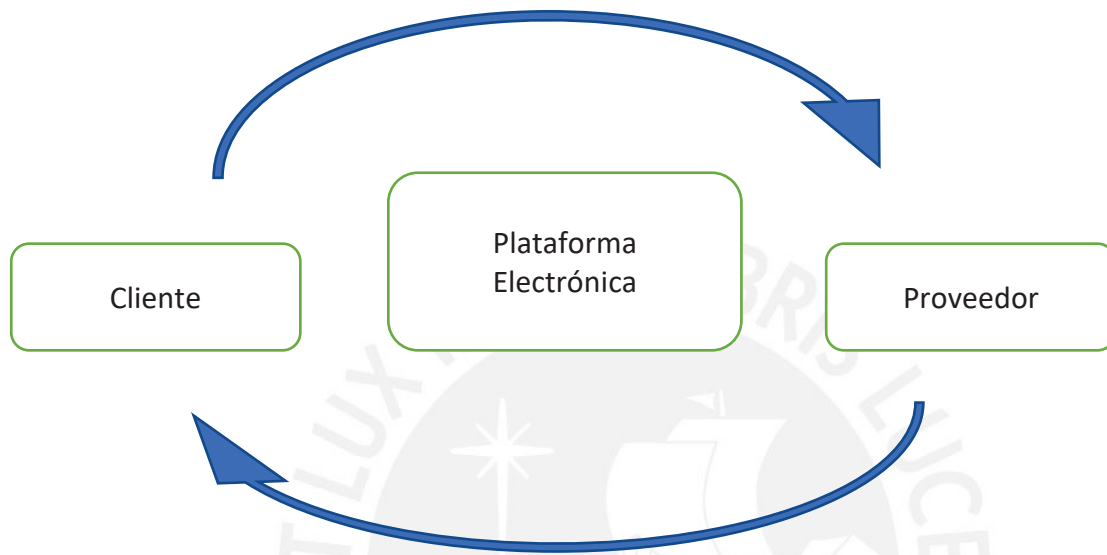
- El cliente es captado por el promotor o sponsor a través de publicidad en redes sociales, medios de prensa o por su participación en eventos de educación o difusión de inversiones en CFD auspiciados, entre otros, por el promotor.
- El cliente, generalmente en las oficinas del promotor o sponsor, suscribe un contrato de uso de la plataforma electrónica de negociación, así como varias declaraciones de conocimiento de los riesgos asociados a este tipo de productos y exenciones de responsabilidad a favor del Proveedor CFD y el promotor o sponsor.
- Cabe señalar que este contrato no es el CFD, sino uno que permite acceder a la plataforma de negociación, donde podrá tomar posiciones en CFD y con cualquier otro instrumento que esta permita.
- El cliente deposita el margen de garantía (que generalmente tiene establecido un monto mínimo de ingreso) en una cuenta a nombre del *proveedor* en una institución bancaria local (del domicilio del cliente).
- Una vez que el Proveedor CFD ha verificado el depósito, habilita el acceso del cliente a la plataforma electrónica que él administra. En ella, el cliente, a través de las aplicaciones electrónicas de la plataforma, suscribe los CFD, considerando sus características (activo

subyacente, moneda, nivel de apalancamiento) y al precio que, para el tipo de CFD elegido, haya establecido el proveedor.

- El CFD entra en vigencia desde ese momento y tiene un vencimiento indeterminado, que será finalmente determinado por el cliente. En caso el CFD se mantenga abierto por más de una sesión de negociación en la plataforma (las que suelen coincidir con un día natural), el precio del CFD y del activo subyacente se congelarán al cierre de la sesión, se aplicarán los intereses por ser una operación *over night* y los precios del CFD y del activo subyacente serán recalculados a la apertura de la nueva sesión de negociación.
- Cuando el cliente decide cerrar su posición, lo hace también a través de las aplicaciones electrónicas de la plataforma. En ese momento, el sistema automáticamente determina si se ha generado una ganancia o pérdida (según la posición que hubiese tomado el cliente en relación con el activo subyacente), compensa las ganancias o pérdidas de otras posiciones que este hubiese podido tener abiertas, aplica las comisiones que le corresponden al proveedor por el uso de la plataforma y otros conceptos, y, de haber un saldo, es depositado en efectivo en una cuenta a nombre del cliente.

A través de un CFD, un cliente puede tomar posiciones largas (busca generar ganancias en una tendencia alcista) o cortas (busca generar ganancias en una tendencia a la baja).

- Abre y cierra posiciones en CFDs
- Deposita los márgenes de garantía
- Paga comisiones
- Paga intereses



- Administra la plataforma electrónica
- Liquida y compensa las posiciones del cliente
- Asume el riesgo contraparte y crédito del cliente
- Cobra comisiones
- Cobra intereses

*Figura 1: Operatividad de un CFD.*

### ***Ejemplo del funcionamiento de un CFD***

*Usted cree que una acción cotizada (acción A) está infravalorada y que su precio aumentará. Decide adquirir 4000 CFD de la acción A, en una posición larga, a un precio de S/ 10 por CFD. Su posición sería, por tanto, de S/. 40,000.00 nuevos soles: el importe que abona depende del margen exigido por el proveedor de CFD.*

*Si éste le solicita un margen del 5%, por ejemplo, su pago mínimo inicial será de S/. 2,000.00 Soles (S/ 40,000.00 Soles x 5%). La rentabilidad que obtendrá de este pago inicial dependerá del precio al que se cotice la acción A cuando decida cerrar su posición (es decir, cuando venda el CFD).*

<b>Precio de la Acción A</b>	<b>Rendimiento de la Acción A</b>	<b>Beneficio / Pérdida para el cliente</b>	<b>Rendimiento para el cliente</b>
S/. 7.5	-25%	- S/. 10,000.00	-500%
S/. 9.0	-10%	- S/. 4,000.00	-200%
S/. 9.5	-5%	- S/. 2,000.00	-100%
S/. 9.9	-1%	- S/. 400.00	- 20%
S/. 10.0	0%	S/. 0.00	0%
S/. 10.1	+1%	S/. 400.00	+20%
S/. 10.5	+5%	S/. 2,000.00	+100%
S/. 11.0	+10%	S/. 4,000.00	+200%
S/. 12.5	+25%	S/. 10,000.00	+500%

*Si el precio de la acción A se reduce en un 5% (de S/ 10.00 a S/ 9.50 Soles), y el apalancamiento es de 20, usted perderá el importe total (-100%) de su pago del margen inicial, es decir, 2000 Soles. Si el precio de la acción A se reduce en un 10% (de S/ 10.00 a S/ 9.00 Soles), y el apalancamiento es de 20, perderá su pago inicial de S/ 2000 Soles y su proveedor de CFD le solicitará otros 2000 Nuevos Soles (petición de reposición de margen o margin call), si usted desea mantener su contrato abierto.*

*Esto significa que sus pérdidas pueden superar a su pago del margen inicial.*

Figura 2: Funcionamiento de un CFD (ESMA, 2013)

En el ejemplo anterior, si la posición se hubiera mantenido hasta el día siguiente entonces el cliente debería pagar un interés (previamente pactado) al proveedor por el apalancamiento utilizado.

### **2.3.3. Riesgos involucrados en los CFDs**

Al ser un CFD un instrumento financiero con un alto nivel de apalancamiento, tiene *per se* un alto riesgo para los inversionistas, por lo que no es una opción recomendable para cualquier tipo de inversionista. Los principales riesgos de una inversión en CFD son los siguientes (Financial Services Authority, 2007, pp.22-25):

#### **a. Riesgo de Volatilidad del Activo Subyacente**

La volatilidad que, por regla general, tienen los activos subyacentes sobre los que se estructuran los CFD, sumado al nivel apalancamiento empleado en estos instrumentos, generan que estos instrumentos sean opciones de inversión únicamente a corto plazo. Así, estas inversiones no son recomendadas a personas que no tengan disponibilidad para hacer un seguimiento regular al movimiento de los mercados, pues existe un alto riesgo de incurrir en pérdidas.

#### **b. Riesgo de Liquidez.**

Este riesgo consiste en las pérdidas que puede generar al inversionista el no contar con la capacidad para negociar un CFD en el momento en el que lo desea. Se vincula directamente con este riesgo los riesgos operativos de la plataforma de negociación electrónica del proveedor.

#### **c. Riesgo de Apalancamiento**

El nivel de apalancamiento empleado en estas operaciones maximiza tanto las ganancias como las pérdidas, lo cual podría generar que el inversionista pierda más dinero del que involucró inicialmente.

Como lo menciona Sánchez (2017), un apalancamiento adecuado para los inversionistas no debe ser inferior a 40%, lo cual implica que “un apalancamiento de 1:2,5 le da un margen de caída en un CFD del 40 por ciento sobre el precio de compra o de venta, sin tener que depositar una garantía adicional” (p. 24). No obstante, reconoce el mismo autor que existe proveedores de CFDs que ofrecen este producto con apalancamientos de 1:50, 1:100 e inclusive 1:200, lo cual implica, por ejemplo, en el último caso, que “con apenas un euro, estamos invirtiendo por 200, o que con

1.000 euros estamos invirtiendo por un valor nominal de 200.000 euros” (p. 25). El mismo efecto podría tener para generar las pérdidas.

***d. Riesgo de Ejecución***

Este riesgo tiene que ver con la posibilidad de que la operación no se ejecute de inmediato con relación al momento en que el inversionista dio la orden, pudiendo suceder que en ese lapso de tiempo las circunstancias del mercado que motivaron la orden hubieran cambiado, lo cual podría generar un resultado no esperado, incluyendo pérdidas.

***e. Riesgo de Contraparte.***

Es el riesgo que involucra a un eventual incumplimiento de parte del proveedor del CFD en sus compromisos financieros asumidos frente al cliente, como el pago de las obligaciones financieras que pueda adeudar al inversionista. Este riesgo puede incluso generar que el cliente no reciba su depósito inicial.

***2.3.4. Integración de fuentes teóricas y regulatorias***

Se debe indicar que los CFDs son una clara muestra de la innovación en los mercados financieros, que, a diferencia de otros instrumentos, no involucran la adquisición del activo subyacente sobre el cual se estructuran, sino que este activo sólo es tomado como referencia a efectos de calcular el importe final en la liquidación. Aquello y la posibilidad de optar por altos niveles de apalancamiento despierta el interés de los inversionistas en estas operaciones. No obstante, el carácter innovador y el nivel de apalancamiento empleado puede generar que los inversionistas minoristas pierdan su dinero, lo cual se exagera porque estos contratos por lo general son suscritos con altos grados de apalancamiento, es decir, que las personas pueden perder mucho más dinero del que inicialmente invirtieron.

En efecto, tal como lo muestra un estudio de la CNMV, solamente entre enero de 2015 y setiembre de 2016, el 82% de las personas que realizaron operaciones con CFDs tuvieron pérdidas, las cuales ascendieron a 142 millones de euros; esto debido a que estos instrumentos y sus riesgos son difíciles de comprender por parte de los inversionistas minoritarios. (CNMV, 2017, p. 1.). Así,

diversos países han emitido cierta regulación que tienda a mitigar dichos riesgos la cual será expuesta en el siguiente capítulo.



## **CAPÍTULO III: REGULACIÓN DE LOS CFDs A NIVEL GLOBAL**

### **3.1. Introducción**

Tal como se expuso en el primer capítulo, los Contratos por Diferencias (CFDs) son instrumentos financieros innovadores que son proveídos por *brokers* hacia los clientes, ya sean “inversionistas” *retail* o institucionales. La celebración de estos contratos no reviste mayor complejidad, pues se hace empleando las plataformas especializadas alojadas en la Internet mediante las cuales también se realizan las operaciones con CFDs, como eToro, XTB, entre otras ya mencionadas.

Se indicó también que el grado de apalancamiento utilizado en estas operaciones aumenta el atractivo de estos instrumentos en el mercado, pues aquel amplifica las ganancias, aunque también las pérdidas. Ello no es un punto menor, pues representa un alto riesgo de pérdida para los inversionistas *retail* o minoristas, de modo que algunas países han tendido a limitar el grado de apalancamiento en las operaciones con CFDs (ESMA, 2018).

En efecto, como se indicará en el desarrollo del presente capítulo, a nivel europeo se vienen aplicando una serie de restricciones regulatorias en la contratación de CFDs por parte de los inversionistas minoristas, las cuales están relacionadas a que los proveedores de los contratos proporcione a los clientes minoristas una “protección de liquidación de garantía” y “protección del saldo negativo”; así como también se prevé los porcentajes de garantía iniciales por tipo de instrumento subyacente, advertencias de riesgos, entre otras medidas.

Antes de ello, el presente capítulo también se concentra en definir si la regulación de diversos países considera o no a los CFDs como valores mobiliarios. Para tal efecto servirá de apoyo el enfoque regulatorio adoptado principalmente por España y Panamá. El enfoque español es importante por la vinculación que tiene dicho país a lo dispuesto por ESMA, institución encargada de emitir normativa referente para los países europeos en cuanto a regulación financiera. La mención a dicho país se encuentra justificada también por el hecho

de que la regulación del mercado de valores en el Perú está influenciada por normativa y literatura académica proveniente del país español.

Del mismo modo, Panamá es un país que ha emitido cierta regulación muy detallada respecto a la definición de los CFDs y su calificación como instrumentos financieros y/o valores mobiliarios, la cual sirve como referencia para la presente investigación en la tarea para determinar si los CFDs califican o no como valores mobiliarios según la regulación peruana.

Además, en cuanto resulte conveniente se mencionará la regulación de otros países, como Reino Unido, Australia, entre otros.

La mención a dichos países es importante porque tienen una regulación sobre la materia objeto de estudio que sirve como referente a la presente investigación; además, son los países en donde con mayor frecuencia se suscriben estos contratos, por lo que su experiencia en la práctica y en lo regulatorio resultan trascendentales.

En ese sentido, se ha realizado un análisis de la regulación de los siguientes países:

### **3.2. Regulación de los CFDs en Panamá**

Los CFD aparecieron hace algunos años en el mercado de valores panameño y han sido objeto de varios pronunciamientos al respecto por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá - SMVP (antes Comisión Nacional de Valores de Panamá), así como de reglamentación en los casos en los que su activo subyacente sea una divisa.

En ese contexto, en primer lugar, la Ley de Mercado de Valores de Panamá, Decreto Ley 1 de 1999 y sus leyes reformativas, en su artículo 49° ha definido a los instrumentos financieros como aquellos contratos que generan un activo financiero para una entidad, y un pasivo financiero para otra. Y, en lo que se refiere a la definición de *valores*, hace una lista detallada de valores, incluyendo a las acciones, bonos, certificados de participación, etc, y

agrega que corresponde a dicha definición “cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Superintendencia determine que constituye un valor”.

Sobre dicho marco legal, la SMVP, en su Opinión N° 13-2008 del 23 de diciembre de 2008, ratificada por la Opinión N° 3-2011, del 11 de marzo de 2011, ha establecido que los CFD califican como instrumentos financieros y no como valores, basándose en los siguientes argumentos:

- a. Si bien es cierto, la Ley del Mercado de Valores ha otorgado a la SMVP la facultad de dar un tratamiento similar a un valor a otros instrumentos financieros, tanto la doctrina como los anteriores pronunciamientos de la SPMV han establecido que, para el ejercicio de esta facultad, dicho instrumento debe cumplir las características esenciales de un valor: homogeneidad y negociabilidad.
- b. Del análisis realizado por la SMVP a la operativa de los CFD así como al tratamiento dado a estos instrumentos en otras normativas, se ha verificado que estos instrumentos no cumplen con estas características, sino que más bien se trata de instrumentos derivados complejos empleados usualmente con fines especulativos.
- c. Por ende, al no cumplir con la definición de “valor”, para la SMVP, su oferta al público no está sujeta a las obligaciones que se desprenden de la Ley del Mercado de Valores aplicables a las ofertas públicas de valores. No obstante, su oferta al público que pudiese generar un detrimento a los intereses de los inversionistas podría dar lugar a una intervención de la SMVP y la emisión de medidas de protección, de acuerdo con las facultades de las que goza esta institución por disposición de la Ley de Mercado de Valores.

Sin perjuicio de lo mencionado precedentemente, cabe señalar que, en el caso de CFD sobre divisas (y solo para este tipo de instrumento), la SMVP ha emitido el Acuerdo 4-2013, del 29 de mayo de 2013, mediante el cual estableció un régimen estandarizado para este tipo de CFD, señalando que estos contratos, a los que califica como instrumentos financieros, solo pueden ser ofrecidos al público por las Casas de Valores, como una actividad incidental.

Finalmente, respecto de aquellos CFD que no tengan como activo subyacente una divisa, se mantiene vigente lo mencionado por la SMVP en su opinión 3-2011 del 11 de marzo de 2011 en la cual señala que al no incluirse dentro del ámbito de supervisión de la SMVP, no se requiere una autorización o licencia para su oferta al público.

### **3.3 Regulación de los CFDs en España**

España mantiene la posición seguida hasta ahora a nivel internacional de diferenciar los CFD de los valores. Así, tenemos que el artículo 2 de la Ley de Mercado de Valores española señala que se encuentran comprendidos en el ámbito de dicha ley, en calidad de instrumentos financieros, los valores negociables y los contratos por diferencias, entre otros.

Queda claro por ende que los Contratos Financieros por Diferencias, para el legislador español, son instrumentos distintos de los valores negociables, pero que, por su especial contenido financiero, se encuentran dentro de la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV.

Por otro lado, mediante Circular del año 2007, la CNMV estableció que estos instrumentos pueden ser objeto de oferta pública, cumpliendo para ello con la estandarización de sus características y el registro del folleto respectivo ante la CNMV. Dichas condiciones estandarizadas no pueden ser objeto de modificación por las partes.

Cabe precisar que, el ofrecimiento de estos productos está sujeto a las mismas normas de conducta que aplican para otros productos equivalentes como derivados, participaciones preferentes, etc. Asimismo, la publicidad de los CFD, al igual que cualquier otro producto financiero, debe respetar los principios generales referentes a formato, contenidos, letra pequeña y utilización de rentabilidades históricas. También deben incluir de modo visible, advertencias respecto al seguimiento de la inversión, riesgo de la operativa, posibilidades de pérdida y experiencia del inversor.

Por otra parte, los CFD solo pueden ser objeto de intermediación a través de las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de carteras y empresas de asesoramiento financiero).

### **3.4 Regulación de los CFDs en Australia**

En el caso de Australia, cabe señalar que, para este país, los CFD son considerados productos derivados financieros<sup>8</sup> y, por ende, por disposición expresa del artículo 92 de la *Corporation Act* no pueden ser considerados como valores mobiliarios (*Securities*).

Por su parte, el capítulo 7 de dicha norma, que trata sobre los productos y servicios financieros que pueden ser ofrecidos al público bajo la supervisión de la ASIC, ha definido en su artículo 761D a los derivados como un producto financiero sujeto a ciertas condiciones, tales como que:

- Bajo el acuerdo, una parte del contrato debe proveer en el futuro algo a alguien; y,
- El valor del derivado depende del precio del activo subyacente, el cual podría ser propiamente un activo, pero también un índice o un *commodity*.

Como se puede apreciar, la definición de derivados incluye a los CFD según las características antes mencionadas.

Asimismo, en tanto productos financieros ofrecidos al público, están sujetos a lo dispuesto por la sección 1018A de la *Corporation Act*, la misma que prescribe que las personas que ofrezcan productos financieros al público deberán cumplir con presentar, ante la ASIC, una Declaración Pública sobre el Producto (PDS por sus siglas en inglés), la misma que deberá ser elaborada por el proveedor, y deberá incluir necesariamente los siguientes temas:

#### **3.4.1. Calificación del cliente**

---

<sup>8</sup> La ASIC así los ha venido definiendo en diversas publicaciones respecto de CFD, entre las que destacan la Guía sobre Riesgos de CFD de la ASIC (*Thinking of trading contracts for difference (CFD)*), publicada en marzo de 2012.

Se parte de la idea de que un CFD no es un producto que pueda ser negociado por cualquier tipo de inversionista. Por ende, en su PDS, la empresa proveedora de CFD debe declarar con qué mecanismos cuenta para clasificar a sus clientes y determinar si estos están calificados o no para negociar CFD, dejando en claro para todos sus clientes los riesgos inherentes a estos productos.

#### **3.4.2. *Depósito de Apertura de Cuenta***

Por los riesgos que implican estos productos, es recomendable que los proveedores de los mismos solo acepten, como depósito de apertura de parte de sus clientes, dinero en efectivo y no cheques o pagos con tarjeta de crédito. De esta forma se busca desincentivar que los clientes recurran al crédito para financiar operaciones con CFD, toda vez que podrían llegar a perder toda su inversión. Un proveedor de CFD deberá indicar en su PDS qué medios de pago acepta para la apertura de cuentas, y en caso permita el pago con cheques o tarjetas de crédito, deberá incluir una sección explicando a sus clientes los riesgos adicionales a los que se estarían expuestos de emplear dichos medios.

#### **3.4.3. *Riesgo de Contraparte – Coberturas***

Todo proveedor de CFD debe declarar por escrito cuál es la política que emplea para coberturar sus riesgos de mercado. En los casos en los cuales opte por adquirir el activo subyacente, deberá especificar si otorga a los titulares de CFD algún mecanismo similar a dividendos o derechos de voto, o si existe una opción de compra a favor de los titulares al cerrar sus posiciones. En caso emplee operaciones con otras contrapartes (por ejemplo, operaciones con otros *brokers*), deberá indicarlo e identificar a estas últimas.

#### **3.4.4. *Riesgo de Contraparte – Recursos Financieros***

Todo proveedor de CFD debe contar con los recursos financieros necesarios para cumplir con las obligaciones que asume con sus clientes. En ese sentido, estas entidades deben declarar con qué recursos cuentan y qué mecanismos emplean para garantizar que su nivel de recursos financieros es suficiente para cumplir con sus obligaciones.

#### **3.4.5. *Uso del Dinero del cliente***

Todo proveedor de CFD debe señalar claramente qué facultades se reserva en relación con el uso que dará a los fondos depositados por sus clientes. Asimismo, deberá indicar su política

en cuánto a solicitudes de depósitos adicionales (*margin calls*) y el plazo que tiene un cliente para realizarlos antes de que se cierren todas sus posiciones.

#### **3.4.6. *Negociación de Activos Subyacentes detenida o suspendida***

Es recomendable que un proveedor de CFD no permita a sus clientes abrir nuevas posiciones en CFD mientras no exista negociación en los mercados de sus activos subyacentes. En caso de hacerlo, deberá declarar claramente los riesgos adicionales que esta política implica.

#### **3.4.7. *Depósitos Adicionales***

Todo proveedor de CFD debe contar con una política escrita de cómo y cuándo solicitará a sus clientes depósitos adicionales para mantener abiertas sus posiciones, así como el plazo con el que contarán estos últimos para hacer efectivos estos depósitos.

Si un proveedor no cumple con alguno de estos puntos, deberá explicar, en su PDS, las razones por las que no ha implementado estas políticas. Todo PDS debe ser *presentado* ante la ASIC, la cual, en caso considere la declaración insuficiente, tiene facultades para rechazarla y requerir la presentación de un nuevo documento.

### **3.5 Regulación de los CFDs en Reino Unido**

En el caso del Reino Unido, de acuerdo con el artículo 3 de la *Regulated Activities Order 2001*, que reglamenta la vigente *Financial Services and Markets Act* (equivalente a la ley del mercado de valores peruana), califica como valor (*Securities*) a aquellos instrumentos detallados en los artículos 76 a 82 de dicho reglamento<sup>9</sup> (en dichos artículos se encuentran las acciones, instrumentos de deuda, valores emitidos por el gobierno, etc.). Mientras que los CFD han sido desarrollados en el artículo 85 de dicho Reglamento, encontrándose por ende

---

<sup>9</sup> “3. *In this order:* (...)”

*Securities means (...) any investment of the kind specified by any of articles 76 to 82, so far as relevant to any such investment”.*

fuera de la definición de valor (*Securities*). En ese sentido, de acuerdo con el artículo 73 de dicho Reglamento, los CFD son calificados como Investments o productos financieros, pero no constituyen valores según la definición establecida en el artículo 3 del Reglamento.

Lo expuesto hasta esta parte del presente capítulo demuestra que a nivel internacional, los CFD han sido tratados de diversas maneras según el tipo de jurisdicción, no obstante, es un elemento común en su regulación el que no sean considerados un valor mobiliario sino más bien un tipo especial de instrumento financiero.

En ese sentido, si bien para las regulaciones antes vistas los CFDs no califican como valores mobiliarios, es importante mencionar que ESMA, que es la autoridad europea de valores y mercados, emitió una regulación que tiene por finalidad restringir regulatoriamente algunos aspectos de la actividad efectuada con CFD, las cuales se pasarán a exponer:

### **3.6 Regulación ESMA**

Como se indicó, en mayo de 2018 la ESMA aprobó una regulación vinculada a los CFDs, en virtud del artículo 40 del Reglamento (UE) N.º 600/2014, que tiene por finalidad restringir la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias (CFD) a clientes minoristas, cuya síntesis se expone a continuación:

#### ***3.6.1 Restricción provisional de los CFD en lo que se refiere a los clientes minoristas***

Las restricciones que menciona ESMA deben entenderse en el sentido de que queda prohibida la colocación de CFDs a clientes minoristas, excepto si se cumplan las siguientes circunstancias:

- que el proveedor de CFD exija al cliente minorista el pago de la protección de la garantía inicial
- que el proveedor de CFD proporcione al cliente minorista la *protección de la liquidación de la garantía*;

- que el proveedor de *CFD* proporcione al cliente minorista la *protección del saldo negativo*

Es decir, que estaría permitido la colocación de *CFDs* a minoristas siempre que se cumplan las condiciones antes expuestas.

### **3.6.2. Porcentajes de garantía inicial por tipo de instrumento subyacente**

La ESMA exige en cuanto al porcentaje de garantía inicial, lo siguiente:

- 3,33 % del valor del *CFD* cuando el cambio de divisas subyacente esté compuesto por dos de algunas de las siguientes monedas: libra esterlina, franco suizo, dólar canadiense, dólar estadounidense, yen japonés o euro.
- 50% del valor del *CFD* cuando el activo subyacente es una criptomoneda;
- 20% del valor del *CFD* cuando el activo subyacente es una acción

### **3.6.3. Alertas sobre riesgos**

- Condiciones de la advertencia de los riesgos:
  - o Deben darse en un formato que demuestre su relevancia.
  - o Debe incluir un porcentaje de pérdida actualizado específico al proveedor basado en una estimación del porcentaje de cuentas de operaciones de *CFD* provistas a los clientes minoristas por el proveedor de *CFD* que sufrió las pérdidas de dinero (EMSA, 2018, p.5).
- Advertencia de riesgo específica al proveedor en un soporte duradero o una página web
  - o Si la advertencia se hace por página web, deberá mencionarse el grado de complejidad de los *CFDs* y los riesgos de perder dinero debido al

apalancamiento. Asimismo, se agrega el porcentaje de inversionistas que perdieron dinero en las operaciones de CFDs conforme se indicó en el literal anterior.

A continuación se menciona el modelo de aviso que muestra ESMA (2018, p.7).

Los CFD son instrumentos complejos y están asociados a un riesgo elevado de perder dinero rápidamente debido al apalancamiento.

**[inserte el porcentaje por proveedor] % de las cuentas de inversores minorista pierden dinero en la comercialización con CFD con este proveedor**

Debe considerar si comprende el funcionamiento de los CFD y si puede permitirse asumir un riesgo elevado de perder su dinero.

A manera de conclusión parcial en el presente capítulo, se aprecia que la tendencia regulatoria global coincide en que los CFDs no presentan las características de los valores mobiliarios. Es decir, las regulaciones muestran que los CFDs son instrumentos financieros distintos a los valores mobiliarios; no obstante, no por ello están exentos de cierto grado de regulación que tienda a proteger al interés público involucrado en estas operaciones.

Así, al ofertarse abiertamente estos instrumentos a través de plataformas de internet, la ESMA a establecido una regulación tienda a informar a los inversionistas minoristas el alto riesgo de pérdida al que se someten al invertir en estas operaciones.

Asimismo, ESMA a emitido normativa tendiente a establecer límites de apalancamiento en las posiciones de apertura; una regla de cierre de margen por cuenta; una protección de

saldo negativo por cuenta; y una advertencia firme de riesgo específico entregada de manera estandarizada.

### 3.7. Resultados del análisis comparativo

A manera de balance, a continuación, se expone un cuadro que recopila los resultados del presente capítulo:

**Tabla 1**

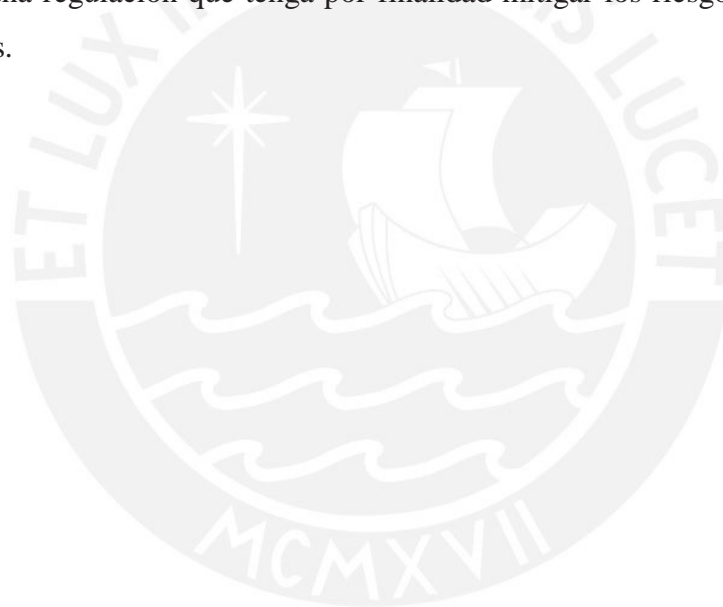
*Análisis comparativo de regulaciones*

	PANAMÁ	ESPAÑA	AUSTRALIA	REINO UNIDO
<b>CONCEPTO DE CONTRATO FINANCIERO POR DIFERENCIA</b>	Contrato estándar por el cual las partes acuerdan hoy entregar en una fecha futura, la diferencia en dinero entre el Precio de Entrega, 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.	Un CFD es un acuerdo entre un “comprador” y un “vendedor”, con arreglo al cual convienen en intercambiar la diferencia entre el precio actual de un activo subyacente (acciones, divisas, materias primas, índices, etc.), y el precio del mismo cuando el contrato se cierre.	Un derivado es un acuerdo en relación con el cual se cumplen las siguientes condiciones: (a) según el acuerdo, una de las partes del acuerdo debe, o puede estar obligada a proporcionar en algún momento futuro una contraprestación de un tipo o tipos particulares a alguien; y (b) que el tiempo futuro no sea menor que el número de días, prescrito por reglamentos hechos a los efectos de este párrafo, después del día en que se celebre el acuerdo; y (c) el monto de la contraprestación, o el valor del acuerdo, se determina en última instancia, se deriva de o varía	Un CFD es un acuerdo entre dos partes (el corredor y el apostador) para pagar la diferencia entre el precio de apertura y el precio de cierre de un activo. Permite que un apostador opere en el precio de mercado en vivo (precios al contado) sin poseer realmente el activo en cuestión y especular sobre su movimiento futuro, ya sea ascendente o descendente.

				por referencia (total o parcialmente) al valor o monto de otra cosa (de cualquier naturaleza y sea o no entregable),	
<b>¿CFDs VALORES MOBILIARIOS?</b>	<b>SON</b>	Los CFDs no son valores mobiliarios. Son una especie de instrumentos financieros derivados complejos con fines especulativos.	Los CFDs no son valores negociables, sino, tienen la calidad de instrumentos financieros.	No son valores mobiliarios ( <i>securities</i> ), sino instrumentos financieros derivados.	Los CFD son calificados como productos financieros, pero no constituyen valores
<b>REGULACIÓN APLICABLE</b>		Sólo los CFDs que tienen como activo subyacente una divisa requieren de autorización para su oferta al público. El resto de CFDs no requiere de una autorización para su ofrecimiento al público (Opinión 3-2011 del 11 de marzo de 2011 de la SMVP).	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inscripción del folleto informativo estandarizado ante la CNMV.</li> <li>- El ofrecimiento de CFDs está sujeto a las mismas normas de conducta para las empresas que ofrecen productos derivados.</li> <li>- La publicidad de CFDs debe respetar principios generales: i) formato, ii) contenido, iii) utilización de rentabilidades históricas.</li> <li>- La publicidad debe contener advertencias sobre el seguimiento de la inversión, riesgo de operatividad, posibilidad de pérdida, entre otros.</li> </ul>	<p>Elaboración de la Declaración Pública sobre el Producto (PDS) por parte del proveedor de CFD observando lo siguiente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Calificación del cliente para negociar CFDs.</li> <li>- Depósito de apertura de cuenta. Pago en efectivo o depósito; no a través de tarjetas de crédito.</li> <li>- Riesgo de contraparte- coberturas: el proveedor debe transparentar la política que emplea para coberturar riesgos de mercados.</li> <li>- Riesgo contraparte – Recursos financieros. Los proveedores deben contar con patrimonio para asumir las</li> </ul>	

				obligaciones con sus clientes.	
				- Uso del dinero del cliente.	
				Depósitos adicionales.	
<b>INSTITUCIONES</b>	Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (SMVP)	La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).	Comisión del de	Australian Securities Investments Commission (ASIC)	<i>Prudential &amp; Regulation Authority</i> y <i>Financial Conduct Authority</i>

En el siguiente capítulo se estudiará si los CFDs califican como valores mobiliarios según la Ley del Mercado de Valores peruana y, en caso la respuesta fuera negativa, si debería establecerse alguna regulación que tenga por finalidad mitigar los riesgos involucrados en estas operaciones.



## CAPÍTULO IV: LOS CFDs EN EL PERÚ

### **4.1. Introducción**

En los capítulos anteriores se vio cómo funcionan los CFDs y la forma en que están regulados en diversos países. Así, se señaló que los CFDs son similares a los contratos derivados, y a través de ellos las partes acuerdan pagar la diferencia en el precio de un determinado activo en una fecha determinada, el cual puede ser una divisa, una acción, un *commodity*, etc; sin que necesariamente esté involucrada la propiedad del activo subyacente. Los riesgos que involucran esa actividad principalmente son el crediticio, contraparte y liquidez.

También se ha mostrado cuál ha sido el tratamiento regulatorio adoptado en diversos países, obteniéndose como resultado que ninguno de ellos considera a los CFDs como valores mobiliarios o *securities*. No obstante, ello no ha sido impedimento para algunos países en establecer ciertas obligaciones a los proveedores de dichos contratos, las cuales pueden incluir la obligación de advertir los riesgos a los que se encuentran vinculados estos contratos, o la obligación de constituir márgenes mínimos/máximos en las operaciones, lo cual se traduce en un límite en el apalancamiento, etc.

De ese modo en el presente capítulo se estudiará a nivel local si los CFDs califican o no como valores mobiliarios; y teniendo como referencia el tratamiento comparado, se podrá evaluar la postura regulatoria que debería adoptar el Perú frente a esta actividad.

### **4.2. Análisis de los contratos financieros por diferencia en la normativa peruana**

Con la finalidad de implementar un tratamiento apropiado a la regulación peruana, corresponde empezar, a manera de análisis inicial, determinar si los CFDs son o no valores mobiliarios según la ley del mercado de valores peruana.

Al respecto, el artículo 255° de la Ley de Títulos Valores, Ley N° 27287, define a los valores mobiliarios como aquellos títulos que llevan incorporado en sí un derecho, independiente del acto causal del mismo, y cuya emisión se da en forma masiva, con características homogéneas y libremente negociables. Asimismo, la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 3° ha establecido que los valores mobiliarios son aquellos emitidos que cumplen con las siguientes características:

- Emitidos en forma masiva
- Libremente negociables
- Confieren a sus titulares derechos patrimoniales o crediticios.

Además, a nivel reglamentario, el artículo 5° del Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-1998-EF/94.10 (en adelante, el Reglamento de OPP) ha desarrollado esta disposición, definiendo como “emisión masiva” aquella que se efectúa en forma simultánea o sucesiva en un periodo determinado y como parte de una misma operación financiera, y cuya finalidad es su distribución entre el público o un segmento de éste.

A nivel doctrinario, se dice que los valores mobiliarios son libremente transferibles en mercados regulados (primario o secundario), o de forma privada; los cuales otorgan a sus titulares derechos patrimoniales, crediticios o dominiales, representados en anotaciones en cuenta o en títulos físicos, y que constituyen títulos ejecutivos.

Por lo que se puede colegir que las características esenciales de los valores mobiliarios son su emisión masiva y su libre transmisibilidad, diferenciándose así de otros títulos valores e instrumentos financieros, en particular de aquellos de emisión no masiva como el pagaré o el cheque (Montoya, 2005, p. 898). Cabe resaltar que la masividad y homogeneidad, son características independientes, es decir, pueden presentarse en un mismo supuesto, como también podría darse que valores no homogéneos puedan ser masivos.

Dicho ello, a continuación se mencionan las diferencias que se pueden observar a nivel conceptual entre los CDFs y los valores mobiliarios:

- En primer lugar, en relación a la forma en que son emitidos, los CFDs son emitidos de forma individual, siendo el resultado de una negociación entre el proveedor y el cliente, de modo que cada CFD es único en su tipo. Así, considerando dicha individualidad, los CFDs no cumplen con el requisito de masividad propios de los valores mobiliarios, así como tampoco su emisión involucra una emisión simultánea o sucesiva de instrumentos homogéneos propios de los valores mobiliarios. Cabe recordar que la homogeneidad se mide considerando el grado en que se diferencian los valores. Si se trata de diferencias accesorias aún se podrían considerar a los valores como homogéneos, pero si se las diferencias vienen dadas por aspectos fundamentales (plazo de emisión, el tipo de moneda y la fórmula de cálculo de la tasa de interés), como es el caso de los CFDs, ya no se cumpliría característica; ello en base al literal K de la Sección Tercera del Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios.

Así, cuando se trata de valores mobiliarios no homogéneos (por diferencias en el plazo de emisión, fórmula de cálculo de la tasa de interés), el Reglamento de OPP prevé que la inscripción de los valores se efectúe en series. Sin embargo, la inscripción en series de CFDs no es posible por cuanto la homogeneidad de valores se mide partiendo sobre la idea de masividad de los valores, lo cual en el caso concreto de los CFDs no se cumple. Sólo habría homogeneidad de los valores cuando su emisión es masiva, y en el caso específico de los CFDs se ha determinado que su elaboración es Taylor made, es decir, son instrumentos financieros elaborados a la medida de los clientes, quienes escogen el monto del contrato, el grado de apalancamiento/garantía, fecha de liquidación, activo subyacente, entre otras consideraciones que manifiestan que se trata de instrumentos personalizables por cada cliente, lo cual niega por completo la condición de masividad.

En segundo lugar, en cuanto a la libre negociación, los CFDs no tienen vocación de ser libremente negociables, porque no pueden ser transferidos de una persona a otra por medio de la plataforma electrónica, solo pueden ser suscritos y liquidados entre las mismas partes que suscribieron el CFD originalmente. Aunque en ocasiones se pueda prever en el contrato de acceso a la plataforma la posibilidad del cliente, con aprobación del proveedor, de transferir su posición en los instrumentos contratados, ello no genera que los CFDs tenga vocación de transmisibilidad, pues siempre será necesaria la aprobación del proveedor en dichos casos. A diferencia de los CFDs, algunos contratos financieros derivados sí pueden transferirse a otras personas, como lo es el caso de las Opciones.

Cabe precisar que la transmisión que operaría en los CFDs se trataría de una cesión de posición contractual, en la que se requiere de la aceptación de la contraparte, a diferencia de la vocación de libre transmisibilidad de los valores mobiliarios, en donde basta la expresión de transferir el instrumento.

Ahora bien, el segundo párrafo del artículo 3° de la LMV establece que “(...) para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores (...)”.

Al respecto, dicha precisión en la LMV tiene por finalidad hacer extensivo el concepto de valor mobiliario a los derivados cuyos subyacentes sean derechos e índices referidos a valores mobiliarios y que se negocien en mercados centralizados u organizados. Debe indicarse que ello se indica en la medida que los derivados cumplan con las condiciones de homogeneidad y que sean libremente negociables, considerando que existen además las Cámaras de Compensación; condiciones que no cuentan los CFDs.

Por lo expuesto, se puede concluir que los CFD no califican como valores mobiliarios de acuerdo con lo establecido en el artículo 255° de la Ley de Títulos Valores y en el artículo 3° de la LMV, incluso cuando el activo subyacente del CFD sea un valor mobiliario.

### **4.3. Sobre la posibilidad de que el ofrecimiento de CFD sea considerado una actividad de intermediación**

Como se ha indicado, aún cuando los CFDs no califican como valores mobiliarios en la legislación peruana, no cabe duda que se tratan de instrumentos financieros, en tanto implican un activo financiero para una parte y un pasivo financiero para la otra. De ese modo, en tanto son instrumentos financieros, cabe analizar si la actividad que se desarrolla con estos instrumentos cabe dentro del concepto de “intermediación financiera” desarrollado en la normativa del mercado de valores.

El artículo 6° de la LMV define intermediación como “(...) la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.

Por su parte, el artículo 28° del Reglamento de Agentes de Intermediación señala que la actividad de intermediación de los agentes no solamente se circunscribe a valores sino también a instrumentos financieros, actuando como coladores de valores o instrumentos financieros en el mercado primario; o como intermediarios de valores o instrumentos financieros en el mercado secundario.

Asimismo, según el referido Reglamento, la actividad desarrollada por los agentes de intermediación comprende:

- La recepción y registro de órdenes por cuenta de terceros
- La transmisión y ejecución de tales órdenes por cuenta de terceros; y,
- La asignación de operaciones a las órdenes ejecutadas

Dicho lo anterior, corresponde analizar si en los contratos con CFDs los clientes ordenan la realización de una operación y si los proveedores registran y ejecutan dicha operación; o

si, por el contrario, en los contratos de CFDs no ocurren las actividades mencionadas en el párrafo anterior.

Así, se tiene que en la operatividad de los CFDs, los clientes no entregan órdenes a los proveedores para la realización de determinada operación, sino que celebran contratos con ellos para que éstos actúen como contraparte.

En ese sentido, los proveedores no registran ni ejecutan orden alguna del cliente, lo que demuestra que la actividad con CFDs no corresponde a una de intermediación en el mercado de valores. Aunado a ello, debe considerarse que los clientes acceden directamente a la plataforma electrónica del proveedor y eligen el tipo de CFD que desean contratar y deciden en qué momento cerrar su posición.

De otro lado, tampoco podría sostenerse que las operaciones que se realizan con CFDs califican como intermediación financiera en los términos de artículo 11 de la Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero, que corresponde a la intermediación financiera indirecta, por cuanto las empresas proveedoras de CFDs no intervienen como intermediarios captando fondos del público (agentes superavitarios) para colocarlos a los agentes deficitarios vía préstamos, sino que los proveedores de CFDs actúan como contrapartes de sus clientes.

#### **4.4. Propuesta de enfoque regulatorio en el Perú**

Ahora bien, en los párrafos anteriores se ha demostrado que los CFDs no califican como valores mobiliarios según la LMV, así como tampoco califican como intermediación financiera. No obstante ello, en el primer capítulo se demostró una serie de riesgos en la operatividad de los CFDs que han generado que diversos países establezcan medidas regulatorias que tienen por finalidad reducir su materialización.

De ese modo, la presente investigación parte del hecho de que existe un interés público protegible expuesto a riesgos que no se encuentra regulado en la actualidad.

En los párrafos siguientes se analizarán los enfoques regulatorios que podrían adoptarse con relación al tema investigando, y finalmente se expondrá el que se recomienda, atendiendo a lo expuesto en los capítulos previos y, sobre todo, considerando los riesgos que involucra esta actividad.

Considerando las posturas regulatorias que pueden seguir los reguladores financieros expuestas por Gutiérrez y Moreno (2019, p. 73-74), a continuación, se muestra la tendencia regulatoria que podría seguir el Perú con relación a los CFDs:

- Persuasión moral.
- La aplicación del marco legal existente a los CFDs.
- La prohibición total de su uso
- La creación de una regulación general que busque reducir los riesgos que involucren los CFDs.

#### **4.4.1. Persuasión moral**

Como se indicó anteriormente, el Perú puede hacer uso de una persuasión moral para alertar a la población sobre los riesgos de invertir en este tipo de instrumentos financieros; tal como lo ha hecho la SMV con la advertencia sin fecha alojada en su sitio web: <https://www.smv.gob.pe/Uploads/FOREX.pdf>:



Figura 3. Comunicado de la SMV(Superintendencia de Mercado de Valores,2017)

Así, se aprecia que en la actualidad la SMV actúa en base a la persuasión moral para alertar sobre los riesgos implicados en esta actividad. No obstante, la SMV no puede hacer más, como por ejemplo, sancionar o dar protección a los inversionistas por mala conducta de los proveedores, por cuanto no tiene las competencias habilitadas para ello; pues, conforme se indicó en párrafos anteriores, los CFDs no son valores mobiliarios ni constituyen intermediación financiera según la LMV.

#### 4.4.2. *Aplicación del marco legal existente*

Según se señaló precedentemente, se aprecia que no puede aplicarse el marco legal existente, vinculado a la protección que brinda a los inversionistas la regulación del mercado de valores, pues las operaciones de CFDs quedan por fuera de su alcance porque no califican como valores mobiliarios ni como intermediación financiera.

Ello ha generado que empresas como “ForexPerú” ofrezca libremente a través su página web servicios de inversión en *Forex*, *commodities*, acciones y ETFs, sin siquiera advertir a sus clientes sobre la verdadera naturaleza jurídica del instrumento de inversión, el cual sería los CFDs, tal como se muestra en la siguiente imagen<sup>10</sup>:

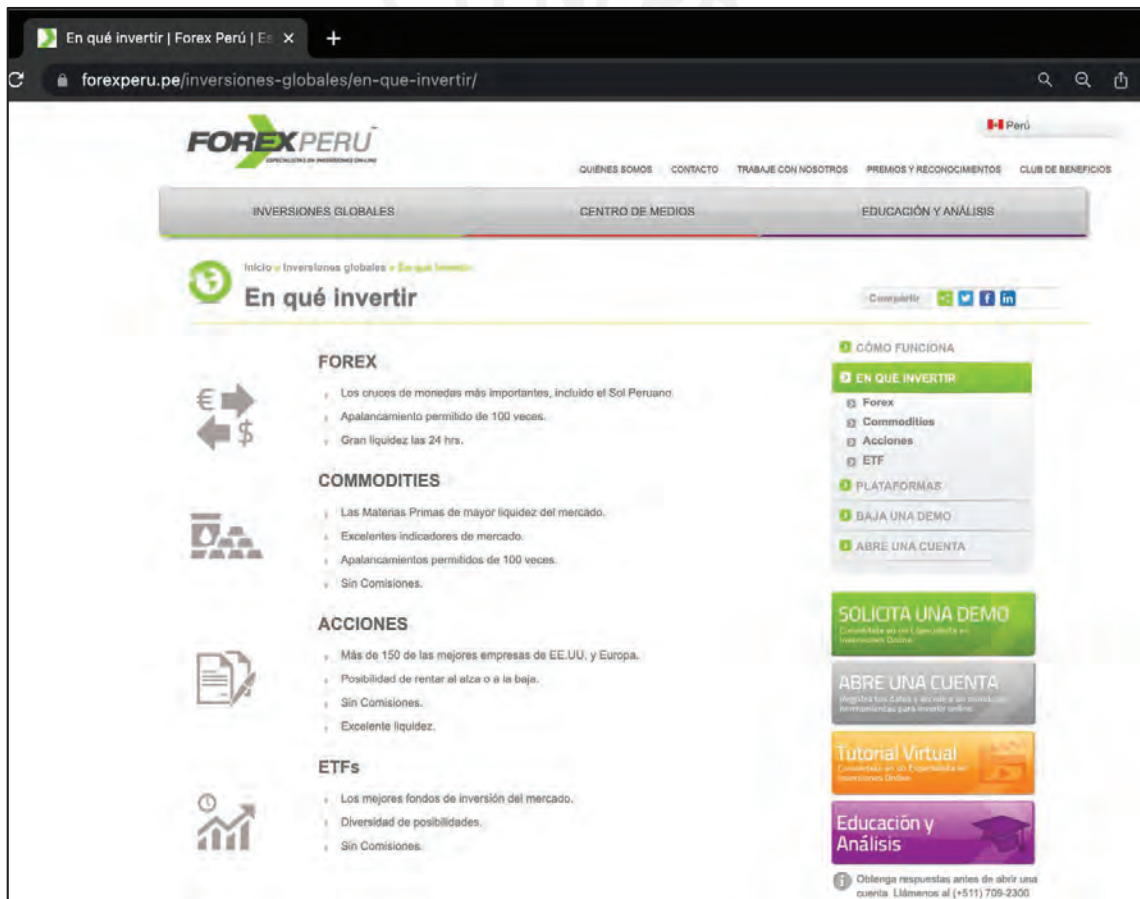


Figura 4. Página web de servicios de inversión ForexPerú( <https://www.forexperu.pe/>).

<sup>10</sup> Consultada el 27 de noviembre de 2022.

Así, si bien la SMV ha publicado una advertencia sobre los CFDs, ello no limita a que empresas ofrezcan sus servicios sin sujetarse a normas de conducta que toda empresa que negocia con instrumentos financieros debería observar.

#### **4.4.3. *Prohibición total de su uso***

De otro lado, la prohibición de su uso no parece adecuada, por cuanto los CFDs son instrumentos que, en un ambiente informado y controlado, permite asignar los recursos financieros eficientemente, dirigiéndolos hacia quienes más los valoran a cambio de una contraprestación sujeta a un riesgo financiero (de mercado del activo subyacente).

#### **4.4.4. *La creación de una regulación general que busque reducir los riesgos que involucran los CFDs***

Se aprecia que la mejor opción en cuanto a la postura regulatoria, sería la adopción de un primer cuerpo normativo por parte del Perú que sirva para regular los principales riesgos que hasta el momento se han detectado.

Como en la actualidad la comercialización de CFDs no se encuentra regulada, entonces correspondería que el Congreso de la República del Perú, en ejercicio de sus potestades legislativas, establezca las primeras pautas generales con relación a la comercialización de dichos instrumentos financieros. Esa regulación marco debería también encargar a la Superintendencia del Mercado de Valores la supervisión y reglamentación de dicha norma. Así, la SMV ya contaría con las herramientas necesarias para realizar una eficiente labor de supervisión sobre dicha actividad, contando además con facultades sancionadoras. Entonces, la SMV ya no sólo emitiría comunicados como resultado de una persuasión moral, sino que también desplegaría todas sus competencias de fiscalización y *enforcement* sobre la comercialización de CFDs en el Perú. La SMV, al igual que la CNMV española, sería la agencia gubernamental supervisora de esta actividad, realizando una supervisión tanto sobre las operaciones así como de las empresas proveedoras, y de la información que se brinde al mercado.

A continuación, tomando como base los resultados expuestos en la presente investigación, esto es, la descripción de los riesgos a los cuales se encuentra expuesto el interés público en este tipo de operaciones, en las siguientes líneas se procederá a describir por cada riesgo detectado, la propuesta de medida regulatoria que debería adoptarse para mitigarlo. Por cada medida propuesta se indicará la referencia comparada que ha servido como modelo.

*a. Riesgo de apalancamiento*

Debe recordarse que el riesgo en este tipo de operaciones consiste en que los clientes de los CFDs pueden perder mucho más dinero del que invirtieron inicialmente. Además, se mostró en la presente investigación que el porcentaje de personas que perdieron dinero entre los años 2015 y 2016 fue del 82%, según un estudio de la CNMV (2017, p. 1).

Como propuesta regulatoria, el cuerpo normativo debería establecer límites al apalancamiento tomado por los clientes, el cual no debería ser inferior al 40%, o una ratio de 1:2,5 (Sánchez, 2017, p. 24) para los clientes estándar, salvo que el cliente haya acreditado que es una persona que comprende y gestiona cabalmente los riesgos derivados de su operación, para lo cual la regulación debería establecer en qué supuestos corresponde pasar el límite general.

Debe recordarse que una propuesta similar fue adoptada por ESMA (2018), que exige como mínimo el 20% del valor del CFD, en calidad de garantía inicial, cuando el activo subyacente sea una acción, o el 50% del valor del CFD, si el activo subyacente es una criptomoneda (criptodivisa).

La norma con rango legal a implementarse debería presentar estos límites generales de apalancamiento, pero debería dejar abierta la posibilidad para que, vía norma reglamentaria, la entidad supervisora y reglamentadora de la comercialización de estos productos, esto es, la SMV, establezca supuestos excepcionales en donde se permita un menor porcentaje de garantía, o, lo que es lo mismo, una mayor ratio de apalancamiento. Para ello, el reglamento correspondiente podría reconocer la posibilidad de algunas personas para que, atendiendo a su conocimiento y exposición al riesgo, puedan optar por un mayor nivel de apalancamiento.

El reglamento prevería la documentación, cualidades, experiencias u otros requisitos que debería observar el proveedor del servicio para permitir a sus clientes acogerse a la excepción.

De otro lado, de cara a las obligaciones de remisión de información a la SMV, la regulación reglamentaria debería establecer que las empresas proveedoras de CFDs informen periódicamente a la SMV el nivel de apalancamiento de cada operación que realicen con sus clientes, de modo que dicha entidad pueda ejercer una supervisión sobre el cumplimiento de dicha obligación, así como podrá exigir la justificación en caso el proveedor considere resultaba aplicable la excepción a la regla general. La SMV, así, podría efectuar una eficiente supervisión ex post y, eventualmente, podría sancionar a las empresas proveedoras que omitan el envío de dicha información y a las empresas que no justifiquen el acogimiento de la excepción.

Si bien el cumplimiento de esta obligación supone un costo regulatorio para las empresas, lo cual se traduce en la necesidad de contar con recursos humanos o procesos sistematizados para la remisión de información; el beneficio a adoptarse sería mucho mayor, pues vista desde el análisis económico del Derecho, la confianza del mercado sería reforzada, los costos por obtener información confiable se reducirían, y con ello las posibilidades de una eficiente asignación de los recursos a través de estas operaciones aumentaría. En ese sentido, esta medida es proporcional pues está fundamentada en el interés público que se busca proteger, siendo la medida menos gravosa y más beneficiosa para el mercado, proveedores y clientes.

Una medida adicional a adoptarse para mitigar el presente riesgo sería que, tomando como referencia la medida adoptada por ESMA (2018), la regulación peruana debería exigir a los proveedores de CFDs que se informe sobre las rentabilidades históricas en este tipo de operaciones siguiendo estándares de transparencia, inclusive si la rentabilidad de las personas hubiera sido negativa.

Para ello podría adoptarse la propuesta de ESMA (2018), en la que se exige a las empresas proveedoras la publicación periódica y continua en su página web corporativa de un aviso en el que se informe, inclusive, el porcentaje de personas que perdió dinero en las operaciones

con CFD, en un periodo de tiempo determinado, transparentando el nivel de apalancamiento utilizado en dichas operaciones.

La finalidad de transparentar dicha información alertar a las personas, principalmente inversionistas minoritarios, que probablemente exista un alto riesgo de pérdida de dinero en el CFD, de modo que el inversionista sea con antelación la cantidad de dinero que pudiera llegar a perder si los resultados del CFD arrojan un saldo negativo. Debe indicarse que esta medida preferiblemente debería estar contemplada en la norma con rango legal que fuera a emitirse, debido a su gran impacto en el negocio y su carácter tangencialmente invasiva sobre el negocio y la publicidad comercial que se pudiera efectuar.

***b. Riesgo de Ejecución***

Este riesgo tiene que ver con la demora en que podría incurrir el proveedor del CFD al momento de abrir o cerrar la posición del cliente, pudiendo suceder que en ese lapso de tiempo las condiciones de mercado hubieran variado.

En ese sentido, la regulación aplicable deberá exigir al proveedor de CFD que cuente con una infraestructura tecnológica suficiente para que sus actividades se desarrollen de forma justa y transparente. Esta supervisión prudencial sería efectuada por la SMV de manera ex ante, mediante el otorgamiento del título habilitante que faculte a las empresas proveedoras a realizar su actividad comercial. Así, mediante la evaluación ex ante, la SMV sólo otorgaría la licencia de funcionamiento a las empresas proveedoras que hubieran acreditado contar con una eficiente estructura tecnológica para la negociación de CFDs. Debe recordarse que para ello la SMV debería adoptar el principio de neutralidad tecnológica, es decir, que debería concentrarse en que el sistema cumpla su finalidad, independiente de la tecnología adoptada para ello.

Además, el reglamento debería exigir a las empresas proveedoras para que cuenten con manuales operativos que muestren la forma de proceder en caso se llegara a materializar el riesgo de ejecución, como por ejemplo sería que se considere el precio del activo subyacente al momento de la operación efectuada por el cliente.

*c. Riesgo de contraparte*

Este riesgo involucra el eventual incumplimiento de parte del proveedor en sus compromisos financieros asumidos frente al cliente.

Para mitigar dicho riesgo, la regulación podría exigir indicadores patrimoniales, liquidez y solvencia a la empresa proveedora del CFD, para que así pueda soportar las obligaciones que asuma frente a sus clientes. Dichos indicadores deberían remitirse periódicamente a la SMV para fines de su supervisión.

Estos indicadores financieros serían un insumo importante para la supervisión de la SMV, por cuanto le servirían para conocer la situación financiera de las empresas proveedoras supervisadas, y en caso determine que una no cumple con el indicador respectivo, la SMV podría requerir la adopción de medidas para el cumplimiento de dicho indicador, como por ejemplo lo sería un aporte de capital.

Si bien esta medida implica un costo regulatorio importante para las empresas proveedoras, la finalidad (y beneficio de la medida) es lograr la formación de un mercado transparente, justo y eficiente, de modo que las personas, como potenciales clientes, encuentren en este mercado uno regulado y que ofrezca mayor seguridad que uno no regulado. Así, como efecto del aumento de la confianza, el mercado podría crecer y desarrollarse, de modo que sea considerado como una alternativa de inversión para las personas.

## CONCLUSIONES

**Primero.-** Como primera conclusión se puede indicar que los CFDs involucran una actividad altamente riesgosa para las personas pues, por lo general, aquellas no entienden a cabalidad la naturaleza de estos instrumentos financieros ni sus riesgos. Así, las personas corren el riesgo de perder mucho más de lo cantidad que invirtieron inicialmente debido al alto grado apalancamiento que ofrecen los proveedores de dichos contratos, inclusive con el ratio 1:200.

**Segundo.-** Los datos expuestos muestran que por lo general el 82% de las personas ha perdido dinero realizando este tipo de operaciones, y los inversionistas *retail* no conocen los riesgos a los cuales se encuentran expuestos.

**Tercero.-** Los CFDs son contratos financieros derivados celebrados *over the counter*, en donde la contraparte en estos instrumentos son los proveedores de los contratos, lo cual genera ciertos riesgos que deben ser mitigados, como por ejemplo, el riesgo de contraparte, o inclusive, el riesgo en la liquidación de las operaciones.

**Cuarto.-** Es una tendencia global que los CFDs no califiquen como valores mobiliarios, pero sí como instrumentos financieros. Ello no quiere decir que a nivel global los países no brinden protección a los inversionistas de estos instrumentos, pues, como se describió en la presente investigación, diversos países han adoptado medidas regulatorias que sirven para cautelar el interés público protegible de esta actividad y brindar, de ese modo, protección a los inversionistas, propiciando un mercado transparente en la información así como en las operaciones.

**Quinto.-** Entre las tendencias regulatorias sobre estos contratos se aprecia que es limitar el nivel de apalancamiento para los inversionistas *retail*. Asimismo, la regulación ESMA también exige que se advierta sobre los riesgos a los inversionistas de este tipo de instrumentos, por ejemplo, incluyendo un porcentaje de pérdida actualizado que permita observar a los futuros inversionistas el porcentaje histórico de perdidas de dinero que han sufrido otros clientes minoristas.

**Sexto.-** En la presente investigación se ha demostrado que los CFDs no son valores mobiliarios según la LMV, ni tampoco califican como intermediación financiera (directa ni indirecta), pues no comparten las características de masividad ni tampoco involucran la representación de derechos patrimoniales o crediticios sobre el Emisor.

**Séptimo.-** No obstante ello, se propone que se emita una regulación tendiente a cautelar el interés público protegible descrito en la investigación y de ese modo generar un mercado transparente en cuanto a la información y a las operaciones efectuadas con CFDs. Se propone que la supervisión y reglamentación de la norma la efectúe la SMV considerando las propuestas detalladas en la presente investigación.



## **BIBLIOGRAFIA**

- Barnes, P. (2018) Recent developments in investment fraud and scams: Contracts for Difference ('CFD') spread betting and binary options and foreign exchange ('Forex') sometimes collectively known as 'forbin' – the UK experience. Disponible en [https://mpa.ub.uni-muenchen.de/85061/1/MPRA\\_paper\\_85016.pdf](https://mpa.ub.uni-muenchen.de/85061/1/MPRA_paper_85016.pdf)
- Gray, S. & Place, J. (2003). Derivados Financieros. En *Ensayos*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. Primera edición. México.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (21 de marzo de 2017). Comunicado sobre medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas. Recuperado de <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7D>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (27 de junio de 2019). Sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias. Recuperado de [https://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-9737](https://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2019-9737)
- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (16 de julio de 2010). Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras. [Resolución CONASEV N° 068.2010-EF.01.1]. Recuperado de <https://elperuano.pe/>
- De Las Casas, G. (1997) Los instrumentos financieros derivados: mecanismos de cobertura de riesgos. En *Themis Revista de Derecho*, 37. Disponible en <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/issue/view/1047>

Dwyer, G. (2012) La innovación financiera y la crisis financiera de 2007-2008. Recuperado de [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_PEE/130art16.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/130art16.pdf)

España. (23 de octubre de 2015). Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores [Real Decreto 4/2015]. Recuperado de <https://www.boe.es/eli/es/rdlg/2015/10/23/4/con>

European Securities and Markets Authority (28 de febrero de 2013). Advertencia a los inversores. Contratos por Diferencias (CFD). Disponible en [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor\\_warning\\_cfds\\_esma\\_2013\\_00070000\\_es\\_cor\\_2.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_cfds_esma_2013_00070000_es_cor_2.pdf)

Financial Services Authority (2007). *Disclosure of Contracts for Difference. Consultation and draft Handbook text.* Disponible en [https://www.treasurers.org/ACTmedia/cp07\\_20.pdf](https://www.treasurers.org/ACTmedia/cp07_20.pdf)

Gutiérrez, O., & Moreno, A. (2017). *El bitcoin: consideraciones financieras y legales sobre su naturaleza y propuesta de enfoque para su regulación.* Perú: Universidad Esan.

Investment Industry Regulatory Organization (2007). *Regulatory Analysis of Contracts for Differences.* Disponible en [https://www.iiroc.ca/sites/default/files/2021-08/CF983987-B0A4-49C8-81DF-CF5EDC640E99\\_en.pdf](https://www.iiroc.ca/sites/default/files/2021-08/CF983987-B0A4-49C8-81DF-CF5EDC640E99_en.pdf)

Sánchez, G. (2017). Contratos por Diferencias: Tipos, Riesgos y Estrategias. Disponible en <https://idus.us.es/handle/11441/66382>

Salinas, P. (1999). Productos derivados. Algunas consideraciones para el diseño de un marco regulatorio. En *Ius Et Veritas*. 9(18), 232-252. Recuperado a partir de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15836>

Superintendencia del Mercado de Valores (s.f). Comunicado. Advertencia sobre el ofrecimiento público y servicios Forex y de Contratos por Diferencias (CFD). Recuperado de <https://www.smv.gov.pe/uploads/SobreForexyCFD.pdf>

Superintendencia del Mercado de Valores (19 de diciembre de 2015). Reglamento de Agentes de Intermediación. [Resolución SMV N° 034-2015-SMV-01]. Recuperado de <https://elperuano.pe/>

Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (2008). Opinión N° 13-2008. Recuperado de <https://supervalores.gob.pa/opiniones/opiniones-2008/>

Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (2008). Opinión N° 3-2011. Recuperado de <https://supervalores.gob.pa/opiniones/opiniones-2011/>

Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá (2013). Acuerdo 4-2013, “Por el cual se reglamenta la actividad de inversión en el mercado internacional de divisas (FOREX) en o desde la República de Panamá, y se establecen requisitos especiales o tecnológicos que deben mantener las casas de valores y los asesores de inversión para el ejercicio de esta actividad”, disponible en <https://supervalores.gob.pa/download/acuerdo-04-2013/>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (s.f). Sobre Funciones. Recuperado de <https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>

Financial Conduct Authority (s.f). Acerca de la FCA - Financial Conduct Authority <https://www.fca.org.uk/about/acerca-de-la-fca>

República de Panamá (De 18 de julio de 2007)  
<https://www.gacetaoficial.gob.pa/pdfTemp/25893/6795.pdf>