
**UNIR-UNIVERSIDAD
INTERNACIONAL DE LA RIOJA**

**RÉGIMEN JURÍDICO DE LOS
DERIVADOS FINANCIEROS.
ESPECIAL REFERENCIA A LA
PROTECCIÓN DEL
INVERSOR-CONSUMIDOR**

TESIS DOCTORAL

AUTOR:

FERNANDO BAUTISTA PEREZ

DIRECTORES:

**Prof. Dr. JORGE MIQUEL RODRIGUEZ, Profesor Titular de Derecho
Mercantil Universidad Autónoma de Barcelona.**

**Prof. Dr. JAUME PELLISÉ CAPELL, Profesor Titular de Derecho
Mercantil Universidad de Barcelona.**

TUTORA ACADÉMICA:

Prof. Dra. CRISTINA PAREDES SERRANO, Tutora Académica UNIR.

2019

INDICE

CAPÍTULO PRIMERO. - ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN ESPAÑA: SU FUNCIÓN ECONÓMICA SOCIAL Y ASPECTOS ECONÓMICOS DE LOS MISMOS. _____ 13

I.- LA ESPECULACIÓN FINANCIERA A LO LARGO DE LA HISTORIA. _____ 17

A) La crisis de los tulipanes. _____ 17

B) La creación de la Banca Royale. _____ 19

C) El nacimiento de la Compañía de los Mares del Sur. _____ 19

II.- LA ESPECULACIÓN FINANCIERA EN LA HISTORIA RECIENTE: LA CREACIÓN DE LA CRIPTOMONEDA DENOMINADA BITCOIN. _____ 21

III) EL NACIMIENTO DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS. ____ 25

A) Introducción. _____ 25

B) El origen y desarrollo de los mercados de derivados. _____ 27

IV) LA CONFIGURACIÓN, EN ESPAÑA, DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS. _____ 34

CAPÍTULO SEGUNDO. - LOS MERCADOS DE VALORES Y DERIVADOS EN ESPAÑA: ASPECTOS INSTITUCIONALES. _____ 41

I) LA AUTORIDAD EUROPEA DE SUPERVISIÓN DE VALORES Y MERCADOS: THE EUROPEAN SECURITY AND MARKETS AUTHORITY (ESMA). _____ 49

II) LAS AUTORIDADES NACIONALES DE SUPERVISIÓN DE VALORES Y MERCADOS EN ESPAÑA: _____ 55

A) La actividad de supervisión del Banco de España en materia de valores. _____ 56

B) La actividad de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). _____ 57

III) LOS OPERADORES DEL MERCADO ESPAÑOL: LAS EMPRESAS DE SERVICIOS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (ESI'S). _____ 63

A) Agencias y Sociedades de Valores: _____ 72

B) Las Sociedades Gestoras de Carteras: _____ 73

C) Las Empresas de Asesoramiento Financiero: _____ 74

IV) EL MERCADO, SUS OPERADORES (ESI's), LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA MIFID II Y EL REGLAMENTO MIFIR. CONSIDERACIÓN GLOBAL DE LOS REALES DECRETOS LEY 21/2017 DE 29 DICIEMBRE Y 14/2018 DE 28 DE SEPTIEMBRE, JUNTO CON SU DESARROLLO COMPLEMENTARIO DADO POR EL REAL DECRETO 1464/2018 DE 21 DE DICIEMBRE. _____ 77

V) LOS INVERSORES Y SUS NORMAS DE PROTECCIÓN. _____ 82

VI) LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA ADMINISTRACIÓN ESPAÑOLA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL. _____ 92

A) Sujetos infractores. _____ 99

B) Infracciones y sanciones. _____ 101

C) Normas de procedimiento, resoluciones de la CNMV y recursos a las mismas. 107

CAPÍTULO TERCERO. - CONCEPTO Y CARACTERES DEL CONTRATO DE DERIVADOS FINANCIEROS. LOS DERIVADOS FINANCIEROS OVER THE COUNTER (OTC). _____ 111

I) CONCEPTO. _____ 113

II) CARACTERES. _____ 116

A) Función que desempeña en la economía. _____ 117

B) Clases de contratos de derivados. _____ 119

III) LOS DERIVADOS FINANCIEROS OVER THE COUNTER (OTC). CONCEPTO. _____ 119

IV) LOS DERIVADOS FINANCIEROS OVER THE COUNTER (OTC). SU NATURALEZA JURÍDICA. _____ 120

V) DERIVADOS FINANCIEROS OVER THE COUNTER (OTC). ELEMENTOS DEL CONTRATO. _____ 122

A) Elementos personales y capacidad de las partes en los contratos OTC. _____ 122

B) La relación entre los conceptos de “consumidor” y “cliente minorista”. _____ 125

C) El consentimiento prestado. _____ 128

D) El objeto del contrato. _____ 139

a) El activo subyacente y sus clases. _____ 142

b) Activos subyacentes en contratos forwards.	142
c) Activos subyacentes en contratos swaps.	146
a') Swaps de tipo de interés: Interest Rate Swap-IRS.	148
b') Swaps sobre materias primas o commodities.	151
c') Swaps sobre divisas.	151
d') Swaps sobre índices bursátiles: Index Swaps.	153
e') Swaps sobre dividendos: Dividend Swaps.	154
f') Swaps como seguro de impago: Credit Default Swaps (CDS).	154
d) Los activos subyacentes en el vigente TRLMV. Análisis de su artículo 2.	158
e) El objeto del contrato de derivados, en sentido estricto, y su relación con los activos subyacentes.	166
E) La causa en los contratos de derivados Over The Counter (OTC). La causa del contrato y los motivos de la causa.	168
F) La forma y la prueba en los contratos de derivados Over The Counter (OTC).	176
a) Planteamiento.	176
b) Configuración formal de los contratos de derivados financieros Over The Counter (OTC).	177
c) La estandarización de los contratos de derivados Over The counter (OTC).	186
d) El Registro de Operaciones Over The Counter (OTC). Especial referencia al Regis-TR.	194
G) Contenido y extinción de los contratos de derivados financieros Over The Counter (OTC).	197
CAPÍTULO CUARTO. - LOS DERIVADOS FINANCIEROS NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LOS FUTUROS FINANCIEROS.	201
I) LOS CONCEPTOS DE MERCADO OFICIAL, VALOR NEGOCIAL Y DERIVADOS FINANCIEROS.	202

II) LA ORGANIZACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA. _____ 217

III) LOS DERIVADOS FINANCIEROS, ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN, CONTEMPLADOS EN EL ACTUAL TRLMV. __ 222

A) <i>Contratos cuyo subyacente son materias primas.</i> _____	223
B) <i>Contratos cuyo subyacente es financiero.</i> _____	224
C) <i>Contratos en los cuales el subyacente es teórico y no existe físicamente. ____</i>	225
D) <i>Normas de actuación para los contratos de derivados negociados en mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC).</i> _____	228

IV) EL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS, NEGOCIADO EN EL MERCADO OFICIAL DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL. _____ 234

A) <i>Concepto y naturaleza jurídica del contrato de Futuros Financieros. ____</i>	236
B) <i>Elementos personales: Clientes, Miembros del Mercado y organización del mismo.</i> _____	239
a) El Cliente final._____	240
b) Los Miembros del Mercado. _____	248
c) Configuración jurídica y normas de actuación de MEFF Exchange SAU. 250	
d) Configuración jurídica y normas de actuación de BME Clearing SAU __ 254	
a') Consideraciones previas.- _____	254
b') Clases de Cuentas _____	257
1º.- Cuentas específicas: _____	258
2º.- Cuentas instrumentales _____	261
c') Clases de Miembros: _____	262
e) Los llamados “Creadores de Mercado”._____	268

<i>C) El objeto del contrato de Futuros Financieros negociados en el Mercado oficial español y los activos subyacentes respectivos. Contratos de Futuros Financieros admitidos a negociación en el Mercado Español.</i>	274
a) Las Condiciones Generales establecidas para el Segmento de Derivados Financieros.	275
b) Los distintos tipos de contratos de Futuros Financieros, en base al activo subyacente contemplado, admitidos a negociación oficial en MEFF Exchange SAU.	277
a') Contratos de Futuros sobre Índices.	278
· Contratos de Futuros sobre IBEX-35 (IBEX PLUS).	278
· Contratos de Futuros sobre el MINI IBEX-35.	280
· Contratos de Futuros IBEX-35, Impacto Dividendos.	281
b') Contratos de Futuros sobre Acciones	282
c') Contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones.	292
• Especificaciones técnicas de los contratos.	292
• Ajustes a las características del contrato.	293
d') Futuros sobre el Bono Nocialal a 10 años.	302
c) Los contratos específicos de Futuros sobre Energía: MEFF Power.	303
a') Condiciones Generales para el Grupo de activos sobre la energía eléctrica.	305
b') Diferencias entre los contratos de Futuros y los contratos Swaps.	310
c') El “sistema de cascada”.	311

CAPÍTULO QUINTO. - LOS DERIVADOS FINANCIEROS NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LAS OPCIONES FINANCIERAS. 313

I) EL CONCEPTO DEL CONTRATO DE OPCIÓN Y SU NATURALEZA JURÍDICA. 314

II) EL CONTRATO DE OPCIÓN OVER THE COUNTER (OTC). _ 324

A) Elementos personales en los contratos de opción Over The Counter (OTC).	_ 324
--	-------

<i>B) El objeto del contrato de opción Over The Counter (OTC).</i>	326
<i>C) La forma en el contrato de Opción Over The Counter (OTC).</i>	338
<i>D) Contenido y extinción del contrato de Opción Over The Counter (OTC).</i>	341

III.- EL CONTRATO DE OPCIÓN FINANCIERO EN LOS MERCADOS REGULADOS. ESPECIAL REFERENCIA AL MERCADO OFICIAL DE OPCIONES ESPAÑOL. 342

<i>A) El Mercado Secundario Oficial de Opciones Español.</i>	344
a) Sistemas de negociación de las Opciones Financieras en el Mercado Español.	347
b) Características de las Condiciones Generales de Contratación (Segmento de Derivados Financieros) de MEFF Exchange SAU para las Opciones Financieras.	348
<i>B) Los contratos admitidos, actualmente, a negociación en el mercado de opciones financieras español.</i>	349
a) Contratos de Opciones sobre el IBEX 35.	350
b) Contratos de Opciones sobre Acciones.	352
c) Forma de liquidación de los contratos de Opciones.	354
d) Ajustes a realizar en los contratos de Opciones financieras como consecuencia de la existencia de determinadas operaciones corporativas acontecidas durante la vida de los mismos.	355
e) Productos a medida.	362

CAPÍTULO SEXTO.- LOS ELEMENTOS FORMALES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS: SISTEMAS DE CONTRATACIÓN, ÓRDENES EN LA CONTRATACIÓN DE LAS OPERACIONES, GARANTÍAS Y REGISTRO DE LAS MISMAS.- 363

<i>I) LA FORMA EN LA CONTRATACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN NUESTRO MERCADO.</i>	364
--	-----

II) LOS DIFERENTES SISTEMAS DE CONTRATACIÓN. _____ 366

A) *Contratación electrónica:* _____ 366

B) *Particularidades de la contratación electrónica mediante algoritmos y negociación de alta frecuencia, conocida como High Frequency Trading (HFT)* _____ 371

C) *Sistema de “Operaciones Acordadas”:* _____ 375

D) *Sistema de Request for Quote-RFQ (Cotización Bajo Petición).* _____ 377

III) LAS CLASES DE ÓRDENES EN LA CONTRATACIÓN DE LAS OPERACIONES. _____ 377

A) *Orden denominada “por lo mejor”:* _____ 378

B) *Orden denominada “Limitada”.* _____ 381

C) *Orden denominada “STOP Limitada”.* _____ 381

D) *Orden denominada “Todo o Nada”.* _____ 382

E) *Orden denominada “De Ataque”.* _____ 382

F) *Orden denominada “A precio de subasta”.* _____ 383

G) *Orden denominada “Quote”.* _____ 383

H) *Clase de órdenes de respuesta en el sistema de cotización bajo petición (Request for Quote-RFQ).* _____ 383

IV) LAS GARANTÍAS A PRESTAR EN LAS OPERACIONES SOBRE DERIVADOS FINANCIEROS. _____ 384

A) *Configuración jurídica de las garantías.* _____ 384

B) *Legislación aplicable, en el Mercado de Derivados Español, en materia de garantías a prestar.* _____ 385

C) *Las distintas clases de Garantías a constituir.* _____ 387

a) Garantías exigidas por BME Clearing SAU	387
a') Garantía por Posición:	388
b') Garantía Individual:	389
c') Garantía Extraordinaria:	390
d') Garantía Colectiva:	391
b) Garantías a exigir, por los Miembros, a sus Clientes:	392
c) Garantías o fondos constituidas por BME Clearing SAU:	392
<i>D) Materialización de las Garantías.</i>	393

V) EL REGISTRO DE LAS DISTINTAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO. 394

A) Consideraciones jurídicas en relación con el registro de operaciones.	394
B) La regulación jurídica del registro de operaciones sobre Derivados Financieros	397

CAPÍTULO SÉPTIMO: LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN LA CONTRATACIÓN INTERNACIONAL: NORMAS DE DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO APLICABLES A LOS DISTINTOS SUPUESTOS. 405

A) Regulación jurídica actual y capacidad de las partes intervenientes en el contrato.	406
B) Operaciones realizadas Over The Counter (OTC).	411
a) Normas de conflicto en relación con el contrato y las partes intervenientes en el mismo.	411
b) Las normas de conflicto en relación a las garantías prestadas en las operaciones OTC.	414
C) Operaciones celebradas en Mercados Oficiales Regulados o Plataformas de Contratación Autorizadas.	418
D) Las distintas normas de actuación tranfronteriza de los operadores del Mercado. Especial referencia a la legislación contenida en MIFID II.	419

E) Prestacion de servicios y actividades de inversión en terceros Estados fuera de la jurisdicción de la Unión Europea. _____ 421

CONCLUSIONES _____	425
ANEXO BIBLIOGRÁFICO _____	443
ANEXO LEGISLATIVO _____	453
A.-LEGISLACION EUROPEA: _____	453
1.- <i>Directivas de la Unión Europea:</i> _____	453
2.- <i>Reglamentos de la Unión Europea:</i> _____	455
B) LEGISLACION NACIONAL _____	457
1. - <i>Normas con rango legal:</i> _____	457
2.- <i>Reglamentos y Decretos:</i> _____	459
3.- <i>Órdenes Ministeriales y Resoluciones administrativas.-</i> _____	460
4.- <i>Circulares y Resoluciones de la CNMV.-</i> _____	461
C) OTRAS NORMAS RELACIONADAS CON EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL. _____	462
1.- <i>Reglamentos y Condiciones Generales de contratación.-</i> _____	462
2.- <i>Circulares e Instrucciones.-</i> _____	463
ANEXO JURISPRUDENCIAL _____	467
SENTENCIAS DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA _____	467
SENTENCIAS DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL _____	467

SENTENCIAS Y AUTOS DEL TRIBUNAL SUPREMO _____ 468

SENTENCIAS DE LAS AUDIENCIAS PROVINCIALES _____ 471

SENTENCIAS DE LOS JUZGADOS DE 1º INSTANCIA Y MERCANTILES _ 473

CAPÍTULO PRIMERO. - ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN ESPAÑA: SU FUNCIÓN ECONÓMICA SOCIAL Y ASPECTOS ECONÓMICOS DE LOS MISMOS.

Adam Smith, en su famosa obra La riqueza de las naciones”, estima que la tendencia natural del hombre es comerciar con sus iguales intentando intercambiar, entre ellos, distintos tipos de cosas o productos¹. Ello ha supuesto que, a través de la historia, el comercio se haya desarrollado en una doble fase. En la primera, mediante el establecimiento de rutas comerciales, o comercio a larga distancia, como consecuencia de la necesidad, por parte de los comerciantes de expandir sus negocios, llevando los distintos productos a través de expediciones, en un primer momento, terrestres y, posteriormente, por mar². En una segunda fase, estableciendo unos centros o locales físicos donde ese intercambio de mercancías se potenciase. En este sentido, se afirma que los “países estables son países de comerciantes”³.

Como consecuencia de ello surgen en estos territorios, donde el comercio es una actividad económica significativa, unos lugares o plazas donde se reúnen estos con otros comerciantes y, en general, con distintas personas que dan lugar a lo que hoy, modernamente se conoce como “mercados”. La definición de lo que se entiende por la palabra “mercado” no es sencilla ni pacífica, habiendo sido objeto de distintas formulaciones a lo largo del tiempo. Así, algunos autores⁴ establecen su origen en los denominados “alfozes”⁵, los cuales dan lugar al nacimiento de las ciudades en la Edad Media. Ello, se produce como consecuencia de la conquista y anexión por los reyes feudales de diversas tierras que se apropiaban como recompensa por las batallas que ganaban.

La Real Academia Española de la Lengua define el “mercado” como “sitio público destinado permanentemente, en días señalados, para vender, comprar o permutar bienes y servicios” y, también, como “conjunto de operaciones comerciales que afectan a un determinado sector de bienes”⁶.

¹ SMITH, Adam: "La riqueza de las naciones" (Título original: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), Alianza Editorial, novena reimpresión, Madrid, 2019. Libro I, págs. 64 a 107.

² Bernstein, William J.: "Un intercambio espléndido. Cómo el comercio modeló el mundo desde Sumeria hasta hoy". Editorial Ariel, 1ª Edición, Barcelona, 2010, págs. 20 y 23.

³ En este sentido, afirma William Bernstein (Óp. cit. pág 21) “Roma fue inundada de pimienta, animales exóticos, marfil y joyas procedentes de Oriente. Entre los nuevos productos, la seda de China era el más famoso y codiciado, aunque ningún nativo de la península itálica hubiese visto nunca a ningún oriundo de China y ni siquiera los cartógrafos romanos conocieran la ubicación exacta de aquel país”.

⁴ TORRENTE FORTUÑO, José Antonio: "Ayer, hoy y mañana de la Bolsa", editada por el propio autor y no comercializada, Madrid, 1987, págs. 344 y 345.

⁵ El concepto de “alfoz”, según el Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua, vigésima primera edición, Madrid, 1992, es la siguiente: “Arrabal, término o pago de algún distrito, o que depende de él”. En igual sentido, el diccionario, también, lo define como “distrito con diferentes pueblos que forman una jurisdicción sola”.

⁶ La Real Academia Española de la Lengua en su Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, vigésima primera edición, Madrid 1992, Editorial Espasa Calpe ofrece hasta ocho definiciones distintas de lo que significa la palabra “mercado”. De entre todas ellas señalaremos

Obsérvese que, desde la Edad Media, hasta hace pocos años, el concepto de “mercado”, necesariamente, se tenía que referir a un espacio físico, a un lugar determinado y un momento temporal específico. Hoy en día, estos parámetros definitorios que nos servían para su configuración: lugar y tiempo, han quedado, completamente, superados para delimitar su definición. De hecho, en el mundo financiero, el fenómeno de la globalización y de la contratación informatizada hace que ni el espacio ni el tiempo sean notas determinantes para el concepto actual de mercado financiero. Por ello, la expresión más actual es la que lo configura no bajo una perspectiva estática sino, por el contrario, dinámica. Así, se indica, que los mercados son instituciones en continua evolución, sin presentar, su definición, una concepción inmutable y única si no, por el contrario, un mismo mercado, actualmente, sirve a diversos propósitos o finalidades, pudiendo concretarse, por tanto, como “el lugar donde, o los mecanismos y procedimientos a través de los cuales, se intercambian activos financieros y se fijan precios”⁷.

Tomando como base el concepto de “mercado”, de la antigüedad, como “el sitio físico donde se reunían diferentes personas, en un determinado momento, con objeto de transaccionar distintas clases de mercancías”, surge la necesidad de que todas esas relaciones jurídicas a que da lugar el intercambio de determinadas clases de bienes, dotarlas de una cierta oficialidad en cuanto a la cuantía y los precios que son objeto de negociación. Surge así, a finales del siglo XIII, en Holanda, como consecuencia del comercio marítimo, el cual generaba innumerables fletes y seguros, el concepto de “lonja”⁸ como lugar donde se celebran

especialmente la segunda y la cuarta. Según ellas, se define, como “mercado”, el “sitio público destinado permanentemente, o en días señalados, para vender, comprar o permutar bienes y servicios”. Igualmente, se indica que es: “el conjunto de operaciones comerciales que afectan a un determinado sector de bienes”. De la conjunción de ambas surgen las dos principales características del vocablo: Lugar específico, por un lado, y conjunto de bienes de un sector o actividad donde se comercia en un momento determinado.

⁷ MARTÍN MARÍN, José Luis y TRUJILLO PONCE, Antonio: “Manual de los Mercados Financieros”, Editorial Paraninfo. Reimpresión, Madrid, 2015, págs. 20 y ss.

⁸ Véase a este respecto, BASSEGODA NONELL, Juan: “La casa Lonja de Mar de Barcelona”, Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Barcelona-Diputación de Barcelona, 1^a Edición enero 1986, prólogo.

Ejemplo de cómo funcionaban las lonjas de comercio, lo tenemos, en Barcelona, donde tenía su sede la denominada “Lonja de Mar”. En este sentido, la creación de ciudades en la Edad Media, tuvo en dicha ciudad, una regulación específica, a partir de 1271, con las denominadas *Ordenacions*, concedidas por el Rey Jaume I, junto con la creación de los primitivos Tribunales de Comercio. La contratación mercantil se realizaba a través de los denominados *Corredors d'Orella*, llamados así porque los comerciantes susurraban a la oreja del intermediario la negociación que querían llevar a cabo sobre trigo, carne, etc. En 1401 se creó la denominada *Taula de Canvi*, donde se podían negociar los vales reales y convertirlos en dinero. Se decidió que las personas encargadas, en exclusiva, de dicha negociación fueran los llamados *Corredores Reales de Cambios* con lo que se dió un importante paso en la veracidad de estas transacciones, evitándose así, la existencia de cambistas con pocos escrúpulos que engañaban y perjudicaban, sobremanera, a los particulares. Para evitar esto, además, el Consejo de Ciento prohibió a todos los cambiadores, bajo imposición de fuertes multas, comprar o vender florines de Aragón. Como consecuencia de ello, estos

transacciones sobre diversas mercaderías en el que, según los autores, no solamente se realizaban operaciones al contado con pago y entrega de la mercancía contratada en el mismo momento temporal sino también una incipiente contratación con pago y entrega futura⁹.

Una redefinición de las funciones y los procedimientos aplicados en esas “lonjas” hace que se creen unas instituciones concretas para la negociación que pasan a denominarse Bolsas de Comercio. El nacimiento de las Bolsas, como mercados específicos, no es conforme para todo el mundo. Así, mientras la mayor parte de los autores, sitúan su nacimiento en Holanda, en particular el vocablo “Bolsa” es atribuido a unos banqueros holandeses llamados *Van Bourse* (*Van der Bürse*), por cuanto dicha palabra constaba en el escudo de la familia, situado en la fachada del edificio, bajo el emblema de tres bolsas. Sin embargo, la palabra Bolsa, como lugar o centro de contratación, solo surtió efecto en el mundo europeo ya que, en el mundo anglosajón, se adoptó la denominación de *Stock Exchange*¹⁰. No obstante, otros autores nos remiten a un tiempo anterior como origen o punto de arranque de las denominadas Bolsas de Comercio. Así, se indica, que el nombre propio de la antigua Cartago era el de “Byrsa” palabra que agrupaba los conceptos de fortificación, lugar cerrado o almacenaje de mercancías de cuero, siendo aquí donde, según esta teoría, se estableció, por primera vez en la historia, un mercado donde se negocian distintas mercaderías¹¹.

Sea como fuere, la primera institución que comenzó a funcionar, como auténtica Bolsa de Comercio, fue la Bolsa de Amberes, creada en esta ciudad en el año 1487¹², para, posteriormente, ser seguida por la nacida

cambistas tuvieron que levantar y quitar sus puestos de la calle, donde realizaban las transacciones, estableciéndose una *Taula de Canvi*, radicada en el interior del edificio conocido como Lonja de Mar. En el mismo año de 1401, se creó en el interior del edificio de la Lonja, la *Taula del Pesdels Florins*, con objeto de regular las operaciones de cambio y entregas de depósitos. La Bolsa de Valores, en sentido estricto, se creó en el año 1850, empezándose a publicar las cotizaciones de los valores de las sociedades anónimas en el año siguiente, aunque, estas, no tenían el carácter de cotizaciones oficiales. Era lo que se conocía como “libre mercado”. La Bolsa oficial de Valores de Barcelona nació en el año 1915 como institución de carácter oficial. En este sentido, el reciente trabajo realizado por el profesor Hortalà i Arau, Joan, sobre la “Bolsa de Barcelona en la España del Siglo XIX, Autoedición, Bolsa de Barcelona, Junio 2018”, comprende un estudio exhaustivo sobre los orígenes del nacimiento y desarrollo de esta institución.

⁹ LÓPEZ LUBIAN, Francisco y GARCÍA ESTEVEZ, Pablo: “Bolsa, Mercados y Técnicas de Inversión”, Editorial McGraw-Hill, Interamericano de España, 2^a Edición, Madrid, 2011.

¹⁰ LÓPEZ LUBIAN, Francisco y GARCÍA ESTÉVEZ, Pablo: Op. cit., pág. 2.

¹¹ TORRENTE FORTUÑO, José Antonio: Op., cit. págs. 344 y 345.

¹² La primera definición oficial de Bolsa de Valores, en España, la tenemos en la Ley de 10 de septiembre de 1831, por la que se crea la Bolsa de Madrid, bajo el reinado de Fernando VII, siendo, Secretario de Despacho para Hacienda, D. Luis López Ballesteros, definiéndose, esta, en los siguientes términos: “Se crea, en Madrid, una Bolsa de Comercio en la que se reunirán, con sujeción

en la ciudad de Amsterdam. En el año 1600 se crea la Compañía Inglesa de las Indias Orientales, considerándose, ésta, el punto de partida en el desarrollo de las sociedades anónimas. Igualmente, en estos años, concretamente en 1688, en Amsterdam, el erudito José de la Vega publica un libro, que ha devenido como un clásico, ya que fue el primer libro publicado en la historia sobre el funcionamiento del mercado bursátil, llamado “Confusión de Confusiones”¹³ en el que queda reflejado el funcionamiento inicial de la negociación en las Bolsas. Junto con el aumento de la negociación en estas instituciones vienen los primeros problemas. Enumeraremos, en las siguientes páginas, los tres más importantes acaecidos en Europa¹⁴.

I.- LA ESPECULACIÓN FINANCIERA A LO LARGO DE LA HISTORIA.

A) La crisis de los tulipanes.

En el año 1637 se produce, en la Bolsa de Ámsterdam, la denominada “crisis de los tulipanes”¹⁵. Resumidamente, los tulipanes llegan a Europa, provenientes de Turquía, a finales del siglo XVI, en una situación de fuerte crecimiento económico en Holanda, propiciado, sobre todo, por la creación de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, la

a reglas determinadas y bajo la vigilancia e inspección de la Autoridad establecida por mí, las personas dedicadas al tráfico y giro comercial y los Agentes públicos que intervendrán en los contratos y relaciones que se produzcan”.

La Bolsa de Madrid se constituyó con la principal función de financiar la situación crónica en la que se encontraba la Deuda Pública española, como consecuencia de los gastos militares surgidos por las distintas guerras en que estaba embarcado el país. El 20 de octubre de 1831 tuvo lugar la sesión inaugural en el llamado: “Consulado de la Plazuela del Ángel”. A partir de ahí, tuvo un intenso deambular por diversas ubicaciones hasta que el 7 de mayo de 1893, la Reina María Cristina inauguró el edificio en el que se encuentra en la actualidad. La Bolsa se cerró, en 1936, como consecuencia de nuestra guerra civil, volviéndo a la actividad, nuevamente, el 5 de marzo de 1940.

¹³ El libro consta de cuatro partes, llamadas “Diálogos”, en los que se recogen las conversaciones entre un “filósofo agudo”, un “mercader discreto” y un “accionista erudito”. A través de sus páginas va contado como era la Bolsa en el siglo XVII y cómo funcionaba la negociación, en la misma. Este libro se puede encontrar en Ediciones Saetabis SA, edición facsimil, 1977, imprenta Artes Gráficas Soler S.A. (Valencia).

¹⁴ Nadie ha explicado con tanta claridad las tres clases de crisis bursátiles, acaecidas en el siglo XVII como John Kenneth GALBRAITH, en su obra: “Breve historia de la euforia financiera”, Editorial Ariel, 1^a Edición, 1991, págs. 41 a 64.

A nuestro juicio los tres ejemplos que exponemos tienen, a pesar de haber transcurrido 400 años, mucha similitud con la situación que se da, hoy en día, respecto de la cotización de las monedas encriptadas y, particularmente, del llamado “bitcoin”.

¹⁵ GALBRAITH, John Kenneth: Óp.cit. págs. 42 a 47.

cual dominó el comercio a tierras lejanas durante todo el siglo XVII¹⁶. Como consecuencia de los terrenos ganados al mar, por ese país, se pudo contar con suficiente tierra fértil para producirlos y, así, el cultivo y la posesión de tulipanes se convirtió en un motivo de prestigio y consideración social, siendo, los bulbos de los mismos, objeto de una fuerte especulación y agio en el mercado, indicándose que, a mediados del año 1630, el precio de los mismos crecía ilimitadamente (la gente vendía sus casas y pedía préstamos hipotecarios sobre las mismas, con objeto de invertir el producto obtenido en esta clase de flores) y como pasa en todas las burbujas irrationales que a veces se dan en los mercados, se pensaba que la pasión por dichas flores iba a durar siempre y que la escalada de precios no iba a tener fin. El “crack” se produjo en los años 1636-1637 y ocurrió como suele ocurrir siempre que hay un comportamiento irracional en el mercado. Como consecuencia de una epidemia de peste bubónica, que se produjo en esos años en Holanda, las plantaciones de tulipanes se quedaron sin gran parte de la mano de obra que los cultivaba lo que llevó aparejado un fuerte incremento de los precios. Bastó, entonces, con que algunos que habían invertido en el producto, empezaran a deshacer sus posiciones y que se corriese la voz, para comenzar el pánico y que miles de personas se abalanzaran intentando vender estos bulbos, lo que llevó consigo, como era de esperar, una caída de precios en vertical que parecía no tener fin. En esta situación, el Estado holandés intentó intervenir para sujetar las cotizaciones, pero, por desgracia, ni el mismo Estado fue capaz de conseguir que los precios de los tulipanes remontasen la caída que habían sufrido, por lo cual, tuvo que abandonar esa idea no consiguiendo arreglar la desdicha de las innumerables pérdidas en que habían incurrido cientos de miles de personas¹⁷.

¹⁶ Afirma William J. Bernstein (Óp. cit. pág 251) esta compañía monopolizó, prácticamente, el comercio a tierras lejanas durante todo el siglo XVII. Esta Compañía, junto con la Compañía Inglesa de las Indias Orientales, estuvieron, durante doscientos años, compitiendo, en exclusiva, por el comercio global. Las mismas son conocidas por sus siglas en inglés: VOC (la holandesa) y EIC (la inglesa).

¹⁷ Como, muy gráficamente, expone J.K. GALBRAITH (óp. cit. pág. 42) “en 1636 un bulbo de tulipán, al que anteriormente no se le atribuía valor alguno podía cambiarse por un carroaje nuevo, dos caballos gordos, y un arnés completo.

No obstante, según un interesante trabajo (todavía no publicado), realizado por Víctor GÓMEZ (de la Universidad Carlos III y recogido por el Periódico Digital El Economista), de fecha 24 de mayo de 2019, la primera burbuja se produjo con el proceso especulativo “licencias de oficios” de la Castilla de Felipe II. En 1616, Francisco de Arauz compró una licencia para ejercer de alguacil mayor de Sevilla (con sueldo de 9 ducados al mes) por 81.000 ducados. Téngase presente, que en aquella época una casa en la calle mayor de una capital de provincia costaba unos 1.000 ducados y una finca suponía un desembolso de 4.000 ducados, lo cual pone de manifiesto, que en la Corona de Castilla, el precio que alcanzaron las licencias de oficios era absolutamente desorbitado.

B) La creación de la Banca Royale.

En segundo lugar, una situación similar, aunque algo más sofisticada, es conocida como la quiebra de la *Banque Royale*, la cual se produjo, en Francia, en el año 1720¹⁸. John Law, inglés, aventurero, jugador y prófugo de la justicia inglesa, recaló en Francia al poco del fallecimiento del Rey Luis XIV, que murió dejando al país en una situación de bancarrota como consecuencia de las deudas acumuladas en el reinado del llamado Rey Sol. John Law consiguió, a través de diferentes argucias, que se le concediese un permiso real para fundar la *Banque Royale*, con la facultad de emitir billetes que, en principio, tenían que ir destinados a sufragar las deudas del Tesoro francés. Estas emisiones, si se solicitaba, podían ser canjeadas por moneda acuñada. Sin embargo, al poco tiempo, como las emisiones de billetes fueron cada vez más cuantiosas, la *Banque Royale* necesitó contar con algún tipo de activo que pudiera respaldar dichas emisiones de billetes. La solución la encontraron en la Compañía de las Indias (primeramente, llamada Compañía del Misisipi) la cual era titular de la concesión y explotación de unas minas de oro en el Estado de Luisiana, en Estados Unidos. Para conseguir tal fin, se hicieron fuertes emisiones de acciones, de dicha compañía, que fueron acogidas por el público de forma entusiasta. La venta de los títulos de la Compañía de las Indias tenía como única finalidad cubrir las deudas del Estado francés para lo cual se emitían, por parte de la *Banque Royale*, nuevos billetes que, a su vez eran utilizados, junto con los ya existentes, en comprar nuevas acciones emitidas, junto con las antiguas en circulación, haciendo, mediante espiral, que los precios de dichas acciones alcanzaran unas cotizaciones absolutamente desorbitadas. En base a esta dinámica, el círculo de la burbuja estaba cerrado. En el año 1720, la ingente cantidad de billetes en circulación solo estaba respaldada por una mínima cantidad de moneda acuñada depositada en la *Banca Royale*, entre otras cosas porque la pretendida magnificencia de las minas de oro en Luisiana no era ni mucho menos lo importante que se pensaba. Bastó que hubiera una cierta cantidad de personas que, con buen criterio, pensaran que era mejor tener el oro que respaldaba los billetes, que los propios billetes y las acciones de la Compañía, para que se desencadenase el pánico. Los billetes tuvieron que ser declarados no convertibles, lo que produjo un desplome generalizado de, no sólo las acciones de la Compañía de las Indias, sino de todos los valores negociados, occasionándose, también, la quiebra de la *Banque Royale* y la pérdida del patrimonio de una considerable cantidad de personas.

C) El nacimiento de la Compañía de los Mares del Sur.

¹⁸ GALBRAITH, John Kenneth: Óp. cit. pág. 48 a 53.

Por último y en tercer lugar, de esta breve exposición histórica sobre las burbujas ocasionadas en los comienzos de los mercados de valores, la tenemos en la Bolsa de Londres¹⁹. En 1711 se creó, a iniciativa de Robert Harley, a la sazón Conde de Oxford, y John Blunt, la Compañía de los Mares del Sur cuya autorización, para su constitución, estuvo condicionada a que esta compañía asumiese la deuda flotante que tenía el Estado inglés y por la que pagaba un interés del 6%. Con objeto de conseguir dicha finalidad, el Estado inglés autorizó a la Compañía de los Mares del Sur a emitir valores y le concedió el derecho a comerciar, en exclusiva, a partir del 1 de agosto del año 1711, con los territorios existentes en América y que comprendían desde el extremo sur de la Tierra de Fuego hasta la orilla oriental del río Aranoca, junto con la costa occidental americana. Ello suponía un conflicto con España, por la soberanía que esta ostentaba respecto de diversos territorios ya que, en ellos, España actuaba, en cuanto a su comercio, en régimen de monopolio. El problema surgió, con toda su virulencia, respecto de diversas zonas, en particular, entre otras, en Méjico y Perú. Esta problemática situación, en parte, se salvó con un acuerdo, entre los dos países, mediante el cual España permitiría a la Compañía de los Mares del Sur realizar un solo viaje anual participando dicho país en los beneficios obtenidos en el citado viaje. A pesar de que la Compañía de los Mares del Sur, por el contencioso apuntado entre ambos países, estaba tocada de muerte continúo haciendo más emisiones de acciones que, rápidamente, eran absorbidas por el público, con lo que consiguió asumir y amortizar toda la Deuda Pública flotante. Prueba de ello es que las cotizaciones de las acciones de la Compañía subieron, en 1720, de 128 libras en el mes de enero, a más de 1000 libras a mediados del verano de dicho año. A eso se sumó el que el Gobierno inglés favoreció las actuaciones de la Compañía como consecuencia de que algunos de los principales directivos de la misma se sentaban en el Parlamento y, al mismo tiempo, la Compañía regaló importantes cantidades de acciones a alguno de los ministros más importantes, que integraban, en ese momento, el gabinete inglés. El extraordinario éxito conseguido por la Compañía de los Mares del Sur animó a un importante número de emprendedores, los cuales crearon distintas sociedades con los objetos sociales más peregrinos, a intentar emular los éxitos de la Compañía. Como consecuencia de esta situación disparatada, el Gobierno tuvo, en el año 1720, que dictar una Ley, conocida como *Bubble Act* (Ley de la Burbuja), que prohibía, a partir de entonces, realizar estas actividades a todo tipo de compañías que no fuera la Compañía para los Mares del Sur. El Gobierno inglés trató de salvaguardar los intereses de la Compañía, pero el daño estaba hecho. A continuación, la cotización de sus acciones entró en caída libre estando las mismas, a finales del año 1720, en los 124 libras. El Gobierno inglés, al igual que ocurrió con el francés respecto de la *Banca Royale*, intentó contener el desastre, pero, tampoco, tuvo éxito. Otra vez, la misma historia: pérdidas ingentes entre los accionistas que se habían, previamente enriquecido, a través de un “apalancamiento desaforado”, con esta nueva aberración financiera.

¹⁹ GALBRAITH, John Kenneth: Op. cit. págs. 58 a 64.

En todos los casos relatados las expectativas y promesas, por parte de unos promotores desaprensivos, con los que atrajeron a las incautas personas que pusieron el dinero (que tenían, y el que no tenían) no se correspondían, en absoluto, con la realidad de las inversiones que respaldaban dichas acciones. Estos tres casos, comentados, nos ponen de manifiesto, con meridiana claridad, que en tanto que un “apalancamiento” moderado y prudente puede conseguir buenos resultados y “tasas de retorno” muy aceptables respecto de la inversión inicial, cuando dicho “apalancamiento” se produce de una manera desaforada y sin control, basado exclusivamente, en la especulación por la especulación, los resultados suelen ser, siempre a medio plazo, desastrosos para los inversores.

II.- LA ESPECULACIÓN FINANCIERA EN LA HISTORIA RECIENTE: LA CREACIÓN DE LA CRIPTOMONEDA DENOMINADA BITCOIN.

Para un funcionamiento adecuado de la economía es imprescindible definir los medios de pagos utilizables en las múltiples y diferentes transacciones que el intercambio de bienes, productos y servicios lleva aparejado. Por ello, se afirma,²⁰ existen dos formas o métodos para cumplir y cancelar las deudas.

En primer lugar, el pago directo, en efectivo metálico, que se produce entre dos partes respecto de un determinado negocio o relación comercial. En este sentido, no es obligatorio confiar en las personas que intervienen en la transacción. Tienen como inconveniente principal la necesidad de la presencia física de ambas partes en el momento de la entrega del efectivo, además de que es absolutamente inviable cuando las contraprestaciones dinerarias a efectuar son cuantiosas. Es una forma, podríamos decir, “primitiva” de cancelar nuestras obligaciones pecunarias.

En segundo lugar, como consecuencia de que las personas no están, siempre, juntas, surgen los denominados “pagos por intermediación”, en la que es necesario la presencia de un tercero de confianza (por ejemplo, una entidad de crédito) y una serie de instrumentos creados por el Derecho para tal finalidad: tarjetas de crédito, cheques, transferencias bancarias, etc. En estos casos la figura del tercero, habitualmente un Banco, es imprescindible para que el pago de la obligación llegue a buen fin. Con ello se persigue

²⁰ AMMOUS, Saifedean: “El patrón Bitcoin: la alternativa descentralizada a los Bancos Centrales”, Editorial Planeta, 1º Edición, Barcelona, 2018, págs. 227 y 228.

una doble finalidad: lograr que se salden las deudas en sitios diferentes y obviar tener que llevar el deudor, físicamente, cantidades de dinero consigo mismo. Sin embargo, la presencia del intermediario lleva aparejado unos costes ineludibles.

El *bitcoin* surge como una solución matemática que permite reducir y abaratar los costes de transacción, al ser posible efectuar pagos virtuales sin la presencia de un intermediario financiero. Se configura, por tanto, como una moneda digital encriptada²¹. Es, por ello, un nuevo medio de pago virtual con el que se puede adquirir prácticamente todo sin necesidad de contar con nadie y sin tener que exponer la identidad del que paga y del que cobra.

A grandes rasgos, su funcionamiento consiste en que cuando se efectúa una transacción el remitente la comunica a todos los miembros de la red, denominados “nodos”, los cuales confirman que el que inicia la operación cuenta con suficientes *bitcoines* para realizar la transacción²².

A esta información, tienen acceso todos los “nodos” o miembros que operan en la red. Una vez realizada la operación, pasa a ser registrada, de forma común, en todos los servidores de los miembros o nodos que actúan en la red²³. Para consumar la operación, es necesario que el remitente y el

²¹ Como afirma Santiago MÁRQUEZ SOLIS (“Bitcoin: Guía completa de la moneda del futuro”, RAMA Editorial, 1ª Edición, Madrid, 2016, pág 117) “la red *bitcoin* se puso en marcha el 3 de enero de 2009 con el bloque génesis justamente unos pocos meses después de que el proyecto fuera registrado, el 8 de noviembre de 2008 y Satoshi NAKAMOTO publicara su famoso *paper Bitcoin: “A Peer-to Peer Electronic Cash System”*. Aunque, hay que indicar, que el objetivo con que se diseñó, por Satoshi NAKAMOTO, el 31 de octubre del año 2008 fue crear una moneda virtual con la que poder hacer, directamente, compras por internet sin necesidad de intermediarios financieros.

²² Según Santiago MÁRQUES SOLIS (Óp.cit. pág.141) la primera operación se realizó el 22 de mayo del año 2010 cuando un programador de Florida, llamado Laszlo HANYECZ ofreció, por la red, 10.000 *bitcoines* a quien le comprara dos pizzas. Un programador del Reino Unido aceptó el reto y compró, con su tarjeta de crédito, las dos pizzas en el establecimiento. *Papa John's de Jacksonville* por 25 dólares y, seguidamente, pidió que se las entregasen al citado Laszlo HANYECZ, por lo que, este, tuvo que pagar los 10.000 *bitcoines*. Hoy el 22 de mayo de cada año se celebra, por la comunidad virtual del *bitcoin*, el “*Bitcoin Pizza Day*”.

²³ Seifedean AMMOUS (Óp.cit. pág 230) afirma: “toda transacción tiene que quedar registrada, por cada miembro, en la red de modo que puedan compartir un registro de balances y transacciones. Siempre que un miembro de la red transfiera una suma a otro, todos los integrantes de la red pueden comprobar que el emisor tiene saldo suficiente, y los nodos compiten por ser los primeros en actualizar el libro de contabilidad con un nuevo bloque de transacciones cada diez minutos. Para que un nodo añada un bloque de transacciones al registro, tiene que emplear energía de procesamiento en solucionar complicados problemas matemáticos que son costosos de resolver, pero cuya correcta solución es fácil de verificar. Esto es el sistema de prueba de trabajo (*POW*, por sus siglas en inglés) y solo con una solución correcta puede incluirse y verificarse un bloque por parte de todos los miembros de la red.....Una vez que el nodo soluciona la prueba de trabajo correctamente y anuncia las transacciones, otros nodos de la red votan su validez, y, cuando una mayoría ha votado aprobar el bloque, los nodos empiezan a incluir transacciones para que se añada un nuevo bloque al anterior y a solucionar la nueva prueba de trabajo para este nuevo bloque. Fundamentalmente, el nodo que incluye un bloque válido de transacciones a la red recibe una *recompensa por bloque*, que consisten en *bitcoines* añadidos a su oferta monetaria junto con todas

receptor del importe cuenten con el denominado “billetero o monedero digital” (sitio donde se remansan los bitcoins) y una dirección *bitcoin* (una dirección de origen del primer monedero a una dirección de destino del segundo monedero). Todas las direcciones constan de una clave pública (la propia dirección) y una clave privada asociada, siendo, esta última, la que permite tener acceso al monedero digital. La actualización del libro de contabilidad por parte de los nodos supone resolver, por estos, importantes problemas matemáticos que exigen una computación compleja y difícil de desarrollar que se denominan “prueba de trabajo”. Su premio consistirá, una vez aprobada su validez por el resto de la comunidad de nodos, en una cantidad de *bitcoines*²⁴. Por tanto, en la negociación con *bitcoines* intervienen, por un lado, los obligados por la relación jurídica (acreedor y deudor) y por otra los nodos o miembros de la red que a su vez buscan solucionar las “pruebas de trabajo”, actividad, esta, que recibe el nombre de “minería”

Al mismo tiempo, la negociación de esta moneda virtual se produce en determinados mercados no regulados en los que se fijan los precios de cotización de esta moneda digital, lo que lleva aparejado, sin ninguna duda, un grado de transparencia y de protección para el inversor, en relación, a estos productos, infinitamente menor al conseguido en mercados oficiales siendo, a este respecto, Asia la zona geográfica donde con más rapidez e importancia se ha desarrollado la contratación de la criptomonedas. El *bitcoin* no es más que una secuencia de un código informático que se genera como consecuencia de la resolución (“minado”) de un problema matemático complejo, aplicando la tecnología *blockchain*. En este sentido, las conocidas como “granjas de minado de bitcoines” (instalaciones informáticas donde se crea, a través de algoritmos informáticos, esta divisa digital) consumen una fuerte cantidad de recursos energéticos, como consecuencia de tener instalados potentes equipos informáticos necesarios para generar las secuencias algorítmicas y, así crear las criptomonedas.

Por otra parte, las transacciones, que se realizan, no quedan registradas en unos registros centrales, como ocurre con las que se dan en el mercado de valores, sino que se producen mediante las denominadas “anotaciones *blockchain*” (cadena de bloques) que se producen a través de distintas aplicaciones informáticas distribuidas por todo el mundo, que, en principio según sus patrocinadores, demuestran gran eficacia, pero que no están sujetas a ningún gobierno que pueda supervisar dichas

las comisiones de transacción que pagan las personas que las están realizando. Este proceso se denomina “minería”, similar a la extracción de metales preciosos, razón por la cual a los nodos que solucionan la prueba de trabajo se les llama “mineros”.

²⁴ El primer “minero” que resuelve el problema recibe como recompensa una cantidad de *bitcoines*, que, en principio, se estableció en 50, reducibles a la mitad cada cuatro años (*having*). Como indica MÁRKES SOLIS (Óp.cit. pág. 165) “realmente el *having* se produce cada 210.000 bloques, por lo que en función de la velocidad de la red podría ocurrir un poco antes (o incluso un poco después)”. El primer *having* tuvo lugar el 28 de noviembre de 2012 habiéndose reducido la recompensa, en la actualidad, a 12,5 *bitcoines*. El número de *bitcoines* máximos, en circulación, si se cumplen las previsiones, se producirá en el año 2140 en el que habrá la cifra de 21 millones.

transacciones. En igual sentido, la criptomonedas no están amparadas ni respaldadas por ningún Banco Central. Las transacciones son encriptadas, instantáneas y anónimas, sin participar ningún tipo de intermediario por lo que se ha puesto de manifiesto que este tipo de operaciones pueden ser utilizadas para escapar de la legislación sobre blanqueo de capitales, sorteando, en Europa, las disposiciones de la 4^a Directiva “anti-lavado” de dinero. A este respecto, en la reunión de la Unión Europea del 15 de diciembre de 2017 se acordó adoptar las correspondientes medidas, sobre el control de estas monedas virtuales, aunque no se espera que puedan estar en vigor hasta finales del año 2019 o principios del 2020.

En este sentido, la denominada *BitFlyer*, plataforma de contratación de *bitcoin* con sede en Tokio, negocia, en la actualidad en Japón, el 80 % de la contratación de esta divisa digital, así como, el 30% de la contratación mundial²⁵ teniendo planes inmediatos para expandirse en Europa y habiendo entrado en Estados Unidos a partir de noviembre del año 2017. En la actualidad en la plataforma de negociación *BitFlyer* los inversores pueden negociar *bitcoines*, así como contratos de futuros (con la posibilidad de un apalancamiento, en este último caso, de hasta 15 veces sus depósitos en efectivo). El *bitcoin*, por tanto, de hecho, cotiza como instrumento puramente especulativo²⁶ donde las motivaciones de los inversores que las adquieren buscan como objetivo una posible revalorización de sus precios más que el propio valor intrínseco de la moneda digital que, a nuestro juicio, no tiene. Por tanto, su negociación, en nuestra opinión, se hace, exclusivamente, con un propósito de especulación y no de inversión en un determinado activo²⁷.

No obstante, hay que tener en cuenta que la Comisión de Comercio de Futuros sobre materias primas americana (*CFTC*) lo ha dado el tratamiento de materia prima (*commodities*), aunque, como hemos dicho, pensamos que es un producto sin ningún valor intrínseco. Esto supone que la responsabilidad y regulación de la contratación de *bitcoines*, así como sus derivados, quede supeditada a las normas emanadas de la citada *CFTC* y no de la *SEC*, la cual tiene encomienda la supervisión de los mercados de valores.

²⁵ Japón decidió legalizar el *bitcoin*, como medio de pago, en el año 2016 y China se encuentra en trámites de hacerlo, aunque con ciertas restricciones.

²⁶ El hecho de que se ha convertido en un instrumento, principalmente, especulativo lo demuestra la volatilidad que representa su cotización. Así, en diciembre del año 2017, alcanzaba la cotización 18674 dólares (máximo histórico) para pasar a cotizar el 31 de octubre de 2018 (en menos de un año), alrededor de los 6300 dólares.

²⁷ Hoy en día, la moneda *bitcoin* ha tenido múltiples imitadores. Lo que ha dado lugar a la creación de infinidad de criptomonedas similares (en la actualidad se contabilizan más de 1400), pero con una implantación mucho más limitada. Así podemos señalar, entre otras, *ethereum*, *litecoin*, *eos*, *stellar*, *tether*, *cardano*, *tron*, *percoin*, *namecoin*, *dogecoin*, etc. Todas ellas tienen, en la actualidad, una difusión y negociación mucho más limitada que la moneda *bitcoin*.

Recientemente ha aparecido una nueva figura como instrumento de contratación en los mercados de derivados. Son los mercados de futuros sobre la criptomoneda. En este estado de cosas, recientemente el *Chicago Board Option Exchange (CBOE)* ha comenzado, concretamente a partir del 10 de diciembre de 2017, a negociar contratos de futuros sobre el *bitcoin*. En el mismo sentido, el *Chicago Mercantil Exchange (CME)*, la mayor plataforma de negociación de derivados en Estados Unidos, ha empezado a contratar contratos de futuros sobre *bitcoines*. Los contratos de futuros sobre la divisa digital permiten que los inversores puedan apostar por el precio futuro del *bitcoin*, en una fecha futura, sin necesidad de poseer dichos *bitcoines* y llevando consigo el correspondiente apalancamiento.

El mercado de futuros sobre *bitcoin*, en *CBOE*, toma como referencia, para fijar el precio, la cotización del mismo en la plataforma de negociación conocida como *Geminy*. En este sentido, cada contrato de futuros representa un único *bitcoin* teniendo, los contratos de futuros negociados, tres fechas distintas de vencimiento en el año. Respecto de la fijación de precios en el mercado de derivados *CME*, esta toma en consideración los precios marcados en las cuatro distintas plataformas privadas de negociación: *Bitstamp*, *GDAX*, *Itbit* y *Kraken*. En la contratación de futuros sobre el *bitcoin*, en *CME*, cada contrato representa cinco *bitcoines* teniendo cuatro fechas de vencimiento de los mismos a lo largo del año. En ambos mercados, como consecuencia de los peligros que puede ocasionar operar con derivados en la criptomoneda, se exigen, como colateral o garantía, unas cantidades sensiblemente superiores a las habituales en estos tipos de contratos.

III) EL NACIMIENTO DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS.

A) Introducción.

Vista esta breve referencia histórica sobre el nacimiento de las Bolsas de Valores, como centros especializados en donde comenzaron a negociarse los valores mobiliarios, un nuevo paso adelante, en los mercados financieros, se produce con la negociación de unos instrumentos que se crean para negociar “a futuro” sobre mercaderías y valores²⁸.

²⁸ A este respecto, como indica BERNSTEIN, William J (Óp. cit. pág 260) “otra innovación financiera holandesa que servía para reducir el riesgo (al menos cuando se utilizaba adecuadamente) fue el mercado de futuros: la compra de arenques antes de ser capturados. Básicamente, tales mercados asignaban precios a determinadas cantidades de productos básicos en algún momento en el futuro: por ejemplo 450 kilos de arenque a un plazo de un año. Estos instrumentos podían ser comprados y vendidos entonces del mismo modo que los artículos reales. Los holandeses no inventaron este concepto – lo conocían muy bien en el sur de Europa y en el mundo mulsumán, pero ellos lo perfeccionaron e institucionalizaron hasta un grado nunca visto hasta entonces.”

La reciente historia financiera está plagada de sucesivos intentos de creación de distintos mercados de derivados que no llegaron a buen fin. La razón está en que para que un mercado de derivados funcione, adecuadamente, se tienen que dar, simultáneamente, varias condiciones de forma conjunta. Así se afirma²⁹, que las distintas variables que han de reunirse, para el funcionamiento adecuado de un mercado donde se negocie con productos derivados, deben ser las siguientes:

- a) Debe haber, en primer lugar, una mercancía homogénea que constituya el activo subyacente sobre el que se va a constituir el producto derivado.
- b) Esta mercancía o activo subyacente debe tener un precio considerablemente “volátil”³⁰ y, en la medida de lo posible, impredecible a medio y largo plazo.
- c) Los precios deben fijarse bajo la premisa de formarse en régimen de competencia.
- d) Debe existir, igualmente, un importante mercado de contado que goce de la suficiente actividad y dimensión que permita, con absoluta normalidad, la ejecución de los contratos mediante la entrega física.
- e) Es necesario, también, que la contratación de productos derivados esté homologada de tal forma que su perfección y ejecución o liquidación sea un trámite sencillo y rápido. En este sentido es imprescindible que se creen los instrumentos necesarios para evitar el incumplimiento de las partes en la ejecución de dichos contratos.
- f) El volumen de negociación de los activos subyacentes, sobre los que se organiza el mercado, debe ser lo suficientemente grande y atractivo para que el mismoatraiga un número importante de especuladores, para conseguir que este tenga la necesaria liquidez. Figura esta, sin la cual, es prácticamente imposible crear un eficiente mercado de derivados.

Nacen, así, con las premisas apuntadas, los llamados Mercados de Derivados que tienen, en principio, como objeto evitar a los empresarios correr determinados riesgos que podían darse como consecuencia de la variación, en el tiempo, de los precios respecto de ciertos productos. Por

²⁹ ADELL, Ramón y ROMEO GARCÍA, Remedios: “Los Contratos de Futuros y las Opciones Financieras”, Ediciones Pirámide S.A., Madrid, 1995, págs. 26 y 27.

³⁰ Según el Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua se entiende por “volátil” algo “mudable o inconstante”.

ello, a pesar de que su utilización, en el mundo financiero, es relativamente reciente, son instrumentos que existen desde que el comercio se internacionaliza y se realiza desde una perspectiva empresarial. En este sentido, es lógico pensar, que la realización de estas actividades, perfectamente asumidas por los empresarios como habituales en su ejercicio dentro de su empresa, aunque estas no tengan relación con su objeto social, son consustanciales con el nuevo sentido, que hoy en día, se da al significado de "empresa" y "empresario". Se trata de mitigar, en lo posible, el riesgo de los precios de los productos, el riesgo en la financiación como consecuencia de la variación de los tipos de interés o el riesgo que lleva aparejado la fluctuación de las divisas.

Los "Mercados de Derivados" tienen su origen en Occidente, como instrumentos anejos a los "mercados de *commodities*", esto es, como mercados de mercaderías a plazo, allá por la mitad del siglo XIX³¹ y surgen como consecuencia de la necesidad que tenían los empresarios, ante la lentitud de las comunicaciones, de garantizar los precios de los productos durante un tiempo, más o menos largo. Son, por tanto, primero y principalmente, mercados de productos agrícolas, en donde el subyacente suele ser el precio del cacao, del café, de la soja, del trigo y, en general, de cualquier materia agrícola en donde los productores y consumidores crean, de forma espontánea, los contratos a plazo o también llamados, modernamente, contratos "*forward*". Según estos, compradores y vendedores se aseguraban, transcurrido un cierto tiempo la cantidad a recibir, las condiciones de la transacción y el precio a pagar, evitando, así, la incertidumbre, o, como se dice en términos económicos, la volatilidad producida por el transcurso del tiempo.

B) El origen y desarrollo de los mercados de derivados.

Dejando aparte algunos antiguos intentos de contratación a plazo³² el verdadero origen, de los Mercados de Derivados, en su configuración

³¹ No obstante, muchos autores apuntan a Japón como primer lugar, en el mundo, en el que se creó un original mercado organizado de derivados en el siglo XVII. Este primitivo mercado de futuros consistía en que los terratenientes japoneses, propietarios de la mayor parte de las tierras, recibían las rentas, por el alquiler de las mismas, de los agricultores a los que se las tenían arrendadas en arroz y dado que no se podía realizar la transacción hasta el momento de la cosecha, se pactaban entregas de cantidades de arroz a futuro, para que, así, los terratenientes pudieran vender estas, a los mercaderes. Según ADELL, Ramón y ROMEO GARCÍA, Remedios, alrededor, del año 1730 dicho mercado se había sofisticado tanto que mostraba ya todos los rasgos de los modernos mercados de futuros (óp. cit. pág. 27).

³² Además del caso comentado de Japón hubo algunos intentos, en Inglaterra, de creación de mercados de derivados en los siglos XVIII y XIX, teniendo como subyacentes, el trigo y el algodón.

moderna, se da en el siglo XIX en Estados Unidos con la creación del centro de contratación llamado *Chicago Board of Trade* (conocido comúnmente por sus siglas *CBOT*) el cual se creó, en el año 1848, con el objetivo de establecer una contratación estandarizada sobre el grano de trigo. Los contratos que se celebraban, en un principio, en dicho centro no habían, todavía, adquirido la denominación de Contratos de Futuros sino, como se afirma³³, se llamaban “contratos pendientes de realizar”, y allí, es donde se empiezan a crear distintos contratos normalizados sobre la mayor parte de la *commodities* (además del ya citado grano, maíz, avena, soja, etc.).

Unos años después, concretamente en 1874, se crea el *Chicago Product Exchange* especializado, en un principio, en celebrar contratos a plazo sobre productos agrícolas perecederos, blanquillos, mantequilla, aves de corral y sus productos relacionados. En 1898 los comerciantes especializados en blanquillos y mantequilla se separan del citado *Chicago Product Exchange* y crean, para estos productos, el denominado *Chicago Butter and Egg Board*. Es, a partir de 1919, cuando este último centro de contratación pasa a tomar la denominación de *Chicago Mercantile Exchange* extendiendo la cobertura de contratos de futuros a todo tipo de productos agrícolas y animales, para, posteriormente, dar un paso más con la negociación, no ya de productos agrícolas, sino de materias primas, como el cobre, el acero, la plata, el oro, etc, actividad, la cual, se desarrolla en los años de la revolución industrial.

El siguiente momento, en su historia, se produce en la tercera parte del siglo XX con la negociación de los llamados "futuros y opciones sobre activos financieros", a saber: renta fija, renta variable, tipo de interés y divisas. Así, diversas vicisitudes económicas surgidas, hacen necesario que se amplíe el espectro de los contratos negociados. Entre dichas circunstancias económicas podemos citar, como más importantes, las siguientes³⁴:

- a) En el año 1971 el Presidente de los Estados Unidos, a la sazón Richard Nixon, devalúa el dólar y pone fin a los acuerdos de *Bretton Woods*. Como consecuencia de ello, se produce la flotación generalizada de los cambios de las distintas divisas con lo que los países pasan a dirigir las cotizaciones de sus respectivas divisas utilizando, para ello, sus tipos de interés. Se acaba, por tanto, con la situación de estabilidad de los tipos de interés y de cambio, produciéndose, a partir de entonces una fuerte volatilidad en ambos.

³³ HULL, John C.: “Mercados de Futuros y Opciones”, Editorial Pearson - Editorial Educación de México S.A. de C.V., 8^a Edición, México, 2014, págs. 3 y ss.

³⁴ ADELL Ramón y ROMERO GARCÍA, Remedios: Óp. Cit. pág. 27.

b) En el año 1973 acontece la “crisis del petróleo”, dando lugar a un aumento de los tipos de interés, en el mundo occidental, sin precedentes hasta entonces.

c) En el año 1979 se produce, por parte de la Reserva Federal, la liberación de los tipos de interés en Estados Unidos, pasando esta entidad a utilizar la masa monetaria en circulación como principal instrumento de política monetaria y, como consecuencia de ello, se dejan flotar los tipos de interés como medida para combatir la inflación.

Estas medidas, como no podía ser de otra manera, tienen importantes consecuencias en los mercados de derivados existentes. Esto hace que, a partir de 1972, en *Chicago Mercantil Exchange* (CME) se comience a negociar un contrato de Futuros en divisas³⁵. A continuación, en el *Chicago Board of Trade*, en el año 1975, se crean los contratos de Futuros sobre Tipos de Interés³⁶ y, en el año 1977, en el mismo mercado, se establecen los contratos de Futuros sobre Bonos del Tesoro americano. Por último, en año 1982 en el *Kansas City Board of Trade* se creó el contrato de Futuros sobre Índices Bursátiles.

Con ello, a finales del siglo pasado existen ya, en Estados Unidos, los cuatro tipos de contratos de Futuros, más importantes, conocidos en la actualidad: *commodities*, divisas, tipos de interés e índices bursátiles (los contratos de futuros sobre acciones no dejan de ser una extensión de los futuros sobre índices, por cuanto, indirectamente participan del mismo subyacente, aunque individualizado en acciones, en vez de índices).

³⁵ A mediados de los años 50 y comienzos de los 60, del siglo pasado, el *Chicago Mercantil Exchange* intenta dar la batalla por la supremacía en la negociación de derivados al *Chicago Board of Trade*. Después de una serie de intentos de contratos de futuros sobre diversos subyacentes agrícolas y ganaderos (huevos, cebollas, etc.) su director, a la sazón, Leo MELAMED creó un contrato de futuros sobre tipos de cambio que se comenzó a negociar en 1973. Este es el momento en que se considera el nacimiento de los mercados de derivados financieros modernos. Evidentemente, a Leo MELAMED no se le ocurrió crear este tipo de contrato de futuros porque sí, sino que observó la realidad de la paridad de las divisas y comprobó que la decisión del Presidente NIXON de declarar la no convertibilidad del dólar iba a ocasionar fuertes turbulencias en el mercado de divisas.

³⁶ Como reacción a la iniciativa del *Chicago Mercantil Exchange*, el *Chicago Board of Trade* lanzó un contrato de futuros sobre el tipo de interés de los préstamos hipotecarios (auténtico antecedente de los contratos de futuros existentes, hoy en día, sobre tipos de interés). Es, a partir de 1976, cuando el *Chicago Board of Trade* empieza a comercializar su famoso contrato de futuros sobre el Bono americano, el cual sigue negociándose, hoy en día, con la misma configuración que tenía en su nacimiento. El contraataque del *Chicago Board of Trade* contra el *Chicago Mercantil Exchange* no se hizo esperar y, tampoco, se limitó, exclusivamente, al lanzamiento de nuevos contratos de futuros, sino que, él mismo, creó una filial especial, el *Chicago Board Options Exchange* con objeto de negociar contratos de opciones sobre acciones.

Respecto a Europa, dejando aparte sus orígenes remotos que se sitúan en los siglos XII y XIII en las antiguas ferias de la Inglaterra medieval a través de la denominada *Law Merchantia*, aplicada por los denominados *Courts of the Poids Poudres* y en la Europa continental a través de distintas ferias y mercados, es a finales de los años 70 del siglo pasado, cuando este tipo de negociación comienza a llegar al viejo continente formándose los primeros mercados oficiales. Así, en 1978 se crea en Londres el mercado de Futuros más importante de Europa denominado el *London International Finances Futures Exchange (LIFFE)*. Este mercado nació con vocación de ser un mercado que abarcase a todo el continente y, así, los contratos que diseñaba eran, en principio, nominados en diversas divisas. Fue en 1986, con la creación de su contrato sobre el bono alemán a 10 años, cuando se produjo su consagración como gran mercado europeo de futuros. Con ello se asentó un fortísimo golpe a las pretensiones germánicas de convertir su plaza de Frankfurt en el centro financiero de Europa y supuso, además, un fuerte revés a las autoridades financieras alemanas que pensaban reservar la negociación de su Deuda Pública, en exclusiva, a los bancos alemanes.

Visto el éxito del *LIFFE*, cuatro años después nace en París el denominado "*Marché à Térme des Instruments Financières*" cuyo nombre fue sustituido posteriormente por el "*Marché à Térme Internationale de France*" conocido, igualmente, por sus siglas *MATIF*, cuyo éxito, en la negociación de futuros sobre la Deuda Pública francesa, ha sido indiscutible.

Por último, indicaremos que a partir de comienzos del siglo XXI se produce una fuerte integración de distintos mercados bursátiles, lo cual lleva aparejado la fusión de sus respectivos mercados de derivados. Así, en el año 2000 surge el conocido *EURONEXT*³⁷, holding que agrupa las Bolsas de Amsterdam, Bruselas y Paris y en la que, a partir del año 2002, se integra el *LIFFE* y la Bolsa Portuguesa, de tal suerte que, a partir del año 2004 quedan integrados en *EURONEXT* dos plataformas de negociación oficial. Por un lado, una para activos al contado, conocida como *NSC* y, por otra parte, la plataforma para la negociación de derivados llamada *LIFFE Connect*.

En este mismo sentido, en el año 2007, el *EURONEXT* y el *NEW YORK STOCKEXCHANGE (NYSE)* acordaron su fusión, lo que ha supuesto la existencia del primer mercado global de negociación de

³⁷ *EURONEXT N.V.* se constituyó como Bolsa de Valores, con sede, en principio, en Amsterdam, el 22 de septiembre del año 2000. En el año 2013, el grupo *Inter Continental Exchange (ICE)* completó la adquisición del citado *NYSE-EURONEXT*, creándose, así, el mayor conglomerado mundial de mercados regulados y de sistemas de compensación y liquidación.

acciones y productos, tanto físicos como de derivados, bajo las siglas *NYSE EURONEXT*, fijándose Londres como sede y centro de actividades para la negociación de productos derivados³⁸. Igualmente, a finales del siglo pasado se creó *EUREX*, fruto de la integración de las Bolsas alemana y suiza, *Deutsche Börse–DTB* y *Swiss Options and Financial Futures Exchange-SOFFEX*, respectivamente, el cual se ha especializado en negociar futuros sobre tipos de interés, acciones, índices,³⁹ *ETFs* (*Exchange Traded Funds*)⁴⁰.

En cuanto a las opciones financieras, su uso se remonta, también, a la Edad Media en la que se usaban para conseguir conservar el valor de las mercaderías, aunque sin contener, esos primeros momentos, las necesarias condiciones de liquidez y garantías, en cuanto a su cumplimiento, precisas para funcionar como verdadero mercado. Es en la Bolsa de Amsterdam, en el siglo XVII, en la que se empiezan a utilizar masivamente como instrumento de cobertura con objeto de contrarrestar la fuerte volatilidad producida por los precios de los bulbos de tulipán (cuya situación histórica del mercado hemos visto anteriormente). De ahí, pasan a negociarse en la Bolsa de Londres, a finales del siglo XVII para, a continuación, cruzar el océano Atlántico y comenzar a contratarse en Estados Unidos.

De esta manera, y a pesar de que durante los siglos XVIII y XIX este mercado no tiene un fuerte desarrollo, es en Estados Unidos, a comienzos del siglo XX, cuando un grupo de empresarios crearon una asociación, con sus empresas, denominada *Put and Call Brokers and Dealers Association*. Dicha asociación tenía, como principal fin y actividad, reunir a compradores y vendedores de opciones sobre un determinado producto. Así, cuando alguien quería comprar o vender una opción sobre un determinado bien se ponía en contacto con la asociación. Esta veía si entre sus empresas asociadas, bien por ellas mismas o bien a través de alguien relacionado con ellas, encontraba la contrapartida. Si se encontraba, se cerraba la operación. Si no era así, se intentaba que a través de alguna empresa asociada se le pudiera dar la contrapartida correspondiente, eso sí, a un precio que se considerase adecuado y satisfactorio para la empresa que concedía la opción. Aunque esta asociación representó un paso importante en la configuración inicial del incipiente mercado de opciones, esta

³⁸ Al día de hoy ha quedado, por el momento, parada la integración de la *Deutsche Börse* y la *London Stock Exchange* por razones que tienen su razón de ser, entre otras, por la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

³⁹ PEDROSA RODRIGUEZ, Mónica: "Los mercados financieros internacionales y su globalización", Editorial AC-Thomson, Navarra, 2003, pág. 201.

⁴⁰ Los denominados *ETF* (*Exchange Traded Funds*) son unos fondos, denominados pasivos, que replica determinados índices de acciones con el mismo peso y ponderación que tienen dichas acciones en el índice respectivo al que hacen referencia.

práctica, tal y como estaba configurada, presentaba dos inconvenientes principales⁴¹: Por una parte, no existía un mercado secundario donde pudieran negociarse las opciones contratadas, así el comprador o vendedor de una opción tenía que esperar a su vencimiento para cancelar la operación. No era posible, por ausencia o desconocimiento de las contrapartes, la posibilidad de su cancelación antes del plazo de expiración. Por otro lado, salvo el recurso judicial de acudir a los Tribunales de justicia, no había forma ni procedimiento posible para hacer cumplir el contenido de la opción, respecto de la contraparte que la había concedido. Por ello, a pesar de que esta asociación de empresas fue un paso importante, como prolegómeno a la negociación de opciones, no podemos hablar, todavía, propiamente de un mercado de opciones.

Tendremos que esperar a finales del siglo XX, concretamente al año 1973, para que, como consecuencia de la competencia existente entre el *Chicago Board of Trade* y el *Chicago Mercantil Exchange*, ambos con sede en la ciudad de Chicago (Estados Unidos) el primero de ellos, crease una filial, llamada *Chicago Board Options Exchange* con el único objeto de empezar a negociar, en masa, opciones financieras sobre acciones. A partir de entonces, el crecimiento del mercado de opciones negociadas ha sido imparable y, hasta hoy, un completo éxito⁴². Son un instrumento muy utilizado tanto por los gestores de carteras y fondos de inversión como por las direcciones financieras y de tesorería de las grandes corporaciones. Igualmente se suelen utilizar, frecuentemente, en la adquisición de paquetes significativos de acciones, por parte de una empresa, cuando se pretende realizar una toma de control de otra entidad, mediante la creación, a medida, de un instrumento estructurado, basado en la adquisición de opciones de las acciones de la empresa de la que se intenta tomar el control.

Hoy en día, los cuatro principales mercados de opciones financieras, sobre acciones cotizadas, son los siguientes:

- CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE.
- NASDAQ- OMX⁴³

⁴¹ HULL, John C.: Op. cit. pág. 10

⁴² Según dice el citado autor, J.C. HULL (Op.cit. pág. 10), a principios de la década de los años 80 del siglo pasado, el volumen de opciones negociadas había crecido con tanta rapidez que el número de contratos de opciones sobre acciones que se negociaban todos los días en Estados Unidos, excedía del volumen diario de la contratación directa de acciones subyacentes que se negociaban en la Bolsa de Valores de Nueva York.

⁴³ El grupo *OMX* fue fundado en el año 2003. En el año 2008, *OMX* (en la que se integran las Bolsas de Copenhague, Estocolmo, Helsinki, Tallinn, Riga, Vilna e Islandia) fue adquirida por *NASDAQ*, dando lugar al grupo *NASDAQ-OMX Nordic and Baltic Stock Exchange*.

- NYSE- EURONEXT EXCHANGE.
- CME GROUP (Opciones sobre productos agrícolas y ganado, fundamentalmente).

En la actualidad, *CME Group* es el mercado de Derivados mas grande del mundo, negociándose en el mismo, más de tres mil millones de contratos por año. La contratación, en este mercado, se realiza electrónicamente a través de la plataforma conocida como *CME Globex*, teniendo salas de operaciones en Chicago y Nueva York. Tiene también su propio servicio de compensación y liquidación de operaciones, garantizando la solvencia de las operaciones realizadas en este mercado. Actualmente, *CME Group* lo integran cuatro mercados de Futuros: *CME*, *CBOT*, *NYMEX* y *COMEX*, los cuales cubren toda clase de activos. Recientemente, *CME Group* ha realizado una nueva adquisición denominada *NEX Group*, empresa, esta última, especializada en *trading*, con objeto de aprovechar las sinergias en el tratamiento de los riesgos en futuros, efectivo y productos *OTC*.

Como conclusión, podemos indicar, que, en la actualidad, el mercado de derivados europeo tiene un volumen de capitalización, tomando en consideración solo los mercados regulados, que ronda los 200 billones de euros, multiplicando, aproximadamente por 70, el volumen de capitalización del Euro Stoxx50, el cual incluye la cotización de las 50 mayores empresas europeas. En este sentido, Reino Unido el líder europeo en la contratación de estos productos con alrededor del 50% del mercado de dichos productos financieros. Por contratos, los más importantes, en cuanto a su volumen, son los que tienen como subyacente los tipos de interés⁴⁴. Estos vienen a representar, alrededor, de un 80% de la contratación de los derivados contratados, siendo, parojoicamente, la contratación de derivados sobre materias primas (especialmente el petróleo que representa el 95% de la contratación de este subyacente) de solo, aproximadamente, un 7% del total.

La EUROPEAN SECURITY AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), tiene indicado que, en relación a la contratación de derivados financieros, aproximadamente un 97% se refieren a contratación de derivados sobre índices, suponiendo solo un 3% la contratación sobre acciones.

⁴⁴ Dentro de la contratación de Derivados sobre Tipos de Interés, el 85%, aproximadamente, son contratos de Futuros. Entre el 12% y el 14% representan contratos de Opciones y entre el 1% y el 2% son contratos *Swaps*.

IV) LA CONFIGURACIÓN, EN ESPAÑA, DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS.

Por lo que se refiere a nuestro país, un paso previo al establecimiento de "mercados de derivados" lo constituyó el Decreto 505/1987 de 3 de abril sobre Deuda Pública anotada,⁴⁵ encomendándose al Banco de España, con el carácter de Entidad Rectora de este mercado de Deuda Pública anotada, la supervisión y control de este incipiente mercado que fue la base del posterior establecimiento del mercado de futuros de Renta Fija⁴⁶. No obstante, esto, a la Bolsa de Barcelona le cabe la satisfacción de haber sido la pionera en impulsar el proyecto, en año 1987, del establecimiento de los "mercados de futuros" en nuestro país. Desgraciadamente, los acontecimientos que se precipitaron, a finales de los años 80, en relación al funcionamiento de nuestras Bolsas y de los intermediarios que debían operar en ellas, hizo que este proyecto, que contaba con las bendiciones del Banco de España, no siguiera siendo impulsado por dicha entidad. Casi al mismo tiempo, y a instancias de la iniciativa privada, se constituyó, en España, el denominado *OM Ibérica*, en la que sus miembros eran entidades bancarias⁴⁷.

Paralelamente, el primitivo proyecto de la Bolsa de Barcelona fue retomado por la Generalitat de Catalunya, la cual, propuso al Banco de España la creación de "un mercado de futuros" con sede en Barcelona. Consecuencia de ello, se produjo el nacimiento del Mercado Español de Futuros Financieros conocido, habitualmente, con las siglas *MEFF*.

⁴⁵ Quedando regulada, además de por la citada norma, por una OM de 19 de mayo de 1987, desarrolladora del citado Real Decreto, en la que se dispuso la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la Deuda del Estado, delegándose determinadas competencias en el Director General del Tesoro y Política Financiera.

⁴⁶ Según la Exposición de Motivos del citado Real Decreto 505/1987 de 3 de abril " la nueva configuración que la emisión de Deuda Pública a través de anotaciones en cuenta, supone la creación de un tratamiento jurídico propio y específico que se aleja de la tradicional doctrina del título-valor, en cuanto que lo que ahora se plantea es la sustitución de éste por una técnica operativa más ágil y funcional cuyo fundamento teórico se halla más cercano al concepto de derechos-valores que al de títulos-valores".

⁴⁷ Como indican Remedios ROMEO GARCÍA e Ignacio SOLLOA MENDOZA, se constituyen dos compañías O.M. Ibérica y MEFF S.A. con la finalidad de gestionar, respectivamente los mercados de opciones y futuros, decidiendo, ambos, al amparo de la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 21 de marzo de 1989, el lanzamiento de sendos contratos de derivados sobre un Bono del Estado. ("MEFF: EL MERCADO ESPAÑOL DE OPCIONES Y FUTUROS FINANCIEROS", dentro de la obra colectiva "Curso de bolsa y mercados financieros", dirigida por José L. SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, Editorial Ariel S.A., 1ª Edición, Barcelona. 1996, pág. 1008).

Así, durante un corto período de tiempo, estuvieron autorizados por el Banco de España, y en funcionamiento, dos "mercados de futuros" en nuestro país. Uno, impulsado por la iniciativa privada, con sede en Madrid, y otro, promovido por la iniciativa pública, con sede en Barcelona. Evidentemente esta solución no podía durar mucho tiempo y por ello, después de intensas negociaciones, en 1991 se alcanzó un pacto por el cual se creó una entidad holding que se hizo cargo de las acciones de *MEFF* y de *OM Ibérica*. Dicha entidad se denominó *MEFF Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados S.A.*

Al mismo tiempo, *OM Ibérica* cambió su denominación *por MEFF Renta Variable* con el objeto de negociar opciones sobre acciones y sobre índices de acciones y *MEFF* por la de *MEFF Renta Fija* con la misión de negociar instrumentos financieros sobre: bonos, divisas, tipos de interés y demás productos de renta fija. Con ello se separan ambos mercados con una actuación distinta e independiente cada uno de ellos. Las acciones de *MEFF Holding* se repartieron entre los accionistas de las sociedades de los dos mercados primitivos. En 1992, se dicta la Orden Ministerial 8 de julio de 1992, por las que las dos compañías que rigen el mercado adquieren la condición jurídica y el estatus de Sociedades Rectoras de sus respectivos mercados. Previamente, en base al artículo 77 de la antigua Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio, modificado, a su vez, por la Ley de Presupuestos del Estado de 1990, el Ministerio de Economía y Hacienda autorizó la negociación, en el mercado de futuros y opciones ya existente, contratos relativos a tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses.

Con estos antecedentes, y en base a los artículos 31 y 59 de la antigua Ley del Mercado de Valores, se dictó el Real Decreto 1814/1991 de 20 diciembre, por el que se regulan, por primera vez, los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones en España, completado, a su vez, por la Orden Ministerial de fecha 8 de julio de 1992, aunque de acuerdo condichas normas continuaban separados los mercados de derivados de renta fija y de renta variable. La incorporación a nuestro derecho, tanto de la legislación sobre MIFID I (Directiva 2004/39 UE de 21 de abril del Parlamento Europeo y del Consejo, como del Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y de registros, junto con la reciente incorporación de la legislación sobre MIFID II, (Directiva 2014/65/UE) han hecho necesarias diversas modificaciones de nuestra Ley del Mercado de Valores.

Recientemente, por razones de urgencia, el Gobierno ha dictado el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, modificativo, nuevamente, de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, por el que se produce la transposición a nuestro

derecho, la citada Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, conocida como legislación MIFID II⁴⁸ y que ya fue objeto de incorporación parcial por el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre. Ambos Reales Decretos Ley han tenido su tratamiento reglamentario en el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero⁴⁹, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005⁵⁰, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.

Actualmente, la regulación vigente del Mercado de Futuros y Opciones Financieras viene recogida por el artículo 2 y los artículos 64 a 68 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por la Ley 4/2015 de 23 de octubre, Capítulo II; sección III (con las modificaciones legislativas, recientemente aprobadas), las normas contenidas en Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre y Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre y el citado Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre.

⁴⁸ Según se señala en la Exposición de Motivos del citado Real Decreto Ley, se recurre a esta vía y no a la Ley votada en el Parlamento español (el proyecto de Ley estaba pendiente de remisión al Congreso de los Diputados durante el año 2018, estando prevista su discusión y aprobación en el año 2019) es como consecuencia de estar vencido, con creces, el plazo para la transposición de la Directiva, habiendo sido demandado el Estado español ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea por falta de incorporación completa de la Directiva, existiendo, además, una incertidumbre jurídica, respecto de las ESI,s, por la falta de concreción de su marco jurídico de actuación lo que deviene en una menor competitividad de estas empresas frente a sus homólogas europeas.

⁴⁹ Modificado por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

⁵⁰ Téngase presente las modificaciones introducidas por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

Como, acertadamente, se ha dicho⁵¹ el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre (actualmente derogado, como hemos indicado) persiguió cuatro objetivos fundamentales, a su vez secundados por el vigente Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre:

1º.- Equiparar y armonizar la legislación española, en materia de derivados, a las pautas de las normativas existentes en otros mercados extranjeros con el objeto de que nuestro mercado de derivados no pierda competitividad.

2º.- Establecer la necesaria flexibilidad, en nuestro Mercado, que permita la incorporación y negociación de nuevos productos en materia de derivados.

3º.- Intentar reducir el riesgo sistémico concentrando la compensación y liquidación de las distintas operaciones sobre instrumentos financieros derivados.

4º.- Avanzar en objetivo, a todas luces necesario, de conseguir un mercado único europeo permitiendo y favoreciendo la suscripción de acuerdos con otros mercados semejantes, de tal forma, que puedan llegar a ser elegidas, por los usuarios, las plataformas donde les convenga o interese operar, lo que, sin duda, llevará aparejado una mayor dosis de eficiencia.

En fecha 9 de septiembre del año 2013, las funciones de *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados S.A.U.* tuvo, por imperativo del Reglamento de la Unión Europea EMIR 648/2012, que dividir sus funciones. Por un lado, quedaron las de funcionamiento del Mercado y por otro las de contrapartida, compensación y liquidación. Para ello, la Orden ministerial ECC/1556/2013 de 19 de julio separó dichos aspectos. Como consecuencia de ello, la antigua sociedad *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados S.A.U.* se escindió en dos sociedades distintas:

a) *MEFF Exchange S.A.U.*, encargada de la supervisión de la negociación y contratación del Mercado y cuyo Reglamento de actuación, inicial fue de fecha 10 de septiembre del 2013 y como consecuencia de la necesaria adaptación de nuestros mercados a la legislación MIFID II (transpuesta a nuestro ordenamiento jurídico por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y el, más reciente, de 14/2018 de 28 de septiembre y

⁵¹ ALCALÁ DÍAZ, María de los Ángeles: "Organización del Mercado Español de Futuros y Opciones" (en la obra colectiva: (modificado, a su vez, por el Real Decreto 358/2015 de 8 de mayo y, nuevamente, como hemos indicado, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre)."Estudios jurídicos sobre derivados financieros", Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 221.

desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto Ley 1464/2018 de 21 de diciembre), se ha hecho necesario dictar un nuevo Reglamento, que sustituye al anterior en fecha 3 de enero del 2018. Igualmente, en dicha fecha se han dictado nuevas normas de actuación de dicha sociedad relativas a las Condiciones Generales de Contratación (sección Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018 y Condiciones Generales de Contratación (sección Derivados sobre Energía) de 3 de enero de 2018

b) *MEFF Clearing S.A.U.* encargada de dar contrapartida en exclusiva, como *ECC*, a las operaciones que en el Mercado se negocian, así como, la compensación y liquidación de dichas operaciones y cuyo vigente Reglamento de actuación y sus nuevas Condiciones Generales, para los distintos Segmentos (exceptos el Segmento de Derivados Financieros) son todos ellos, junto, con las nuevas Condiciones Generales (Segmento Derivados Financieros), de fecha 10 de octubre de 2018, con entrada en vigor el 4 de diciembre de 2018.

Ambas sociedades son propiedad, cien por cien, del holding *Bolsas y Mercados Españoles S.A. (BME)*, sociedad esta última que es objeto de cotización en la Bolsa española y aglutinadora de los distintos mercados oficiales existentes en España, aunque, recientemente y al amparo del TRLMV han surgido nuevas plataformas de contratación. La reciente y progresiva incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la legislación comunitaria conocida como MIFID II, contenida, básicamente, en el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre ha supuesto una nueva reforma de nuestra Ley del Mercado de Valores⁵².

El mercado de derivados en España⁵³ ha tenido, en los últimos años un importante desarrollo. No obstante, las cifras del mercado de derivados español son, todavía, pequeñas comparadas con otros mercados europeos donde Inglaterra acapara el 50% de la contratación europea de derivados, Alemania el 10% e Italia el 7%.

⁵² Además del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre en el que se contiene nuevas normas de actuación tanto para los Mercados Oficiales, como para los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

⁵³ SALMERÓN, Clotilde (Directora de *MEFF Exchange SAU*): Periódico EXPANSIÓN de fecha 22 de mayo de 2018. En este sentido, la citada autora afirma que los derivados cumplen una serie de funciones que van mucho más allá de ser un instrumento que sirva meramente al fin de la especulación y, a este respecto, hace especial hincapié en la necesaria transparencia exigida por *MEFF Exchange SAU* en la contratación de estos productos, en especial en todo lo referente a la formación de los precios y a la seguridad en la determinación de los mismos, frente a los mercados opacos o *darks pools*. Los mercados de derivados, continua diciendo, deben gozar de un adecuado nivel de volatilidad. A este respecto, manifiesta, se está produciendo un fuerte incremento en la negociación, correspondiente a la primera mitad del año 2018, en relación a los contratos de futuros sobre el Ibex 35, futuros sobre el Mini Ibex 35 y las opciones sobre el Ibex. Ello se debe, en parte, a las restricciones existentes sobre la negociación de CFDs y el cambio normativo impuesto por las normas de MIFID II que busca, como una de sus finalidades, que la mayor parte de las operaciones OTC pasen a través de los mercados regulados.

Se espera que con la reciente entrada en vigor de la legislación contenida en MIFID II, transpuesta, en su mayor parte, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, la cual pretende limitar la venta de los denominados “*contratos por diferencias*” (*CFD*)⁵⁴ a los inversores particulares, por entender que son productos poco transparentes y fuertemente apalancados, suponga un aliciente para concentrar la contratación de productos derivados negociados en el mercado oficial español. En este sentido, la creación del denominado contrato de futuros sobre el Mini Ibex⁵⁵, el cual en su momento estudiaremos, es considerada como muy positiva en orden a acercar los mercados de derivados a los inversores minoristas (no institucionales)

⁵⁴ Los *contratos por diferencias* (*contracts for difference-CFD*) pueden definirse como unos productos financieros derivados, al contado y sin vencimiento, que permiten realizar operaciones sobre los movimientos sin poseer el activo subyacente. Son, por tanto, contratos entre dos partes que intercambian la diferencia entre el precio de entrada y de salida multiplicado por el numero de subyacentes acordado (acciones, divisas, materias primas, índices, etc), pudiendo utilizarse tanto en posiciones alcistas del mercado como en posiciones bajistas del mismo. Fueron creados en Inglaterra a mediados del siglo pasado por los fondos de composición de cartera libre, también denominados *hedge funds*, con objeto de poder tomar posiciones con un fuerte apalancamiento por cuanto el inversor solo se le exige un pequeño depósito del valor total de la posición asumida. Tanto ESMA como la CNMV los tienen catalogados como “productos financieros complejos y difíciles de entender” indicando que el inversor tiene que ser consciente de los riesgos que suponen estos productos.

⁵⁵ El Contrato de Futuros conocido como Mini Ibex reúne las mismas características que el contrato de Futuros normal, ya que son, ambos, productos estandarizados. La diferencia, entre ambos, es el denominado valor del “punto”, lo que permite que las oscilaciones del contrato sean más pequeñas. Así, si en contrato ordinario de Futuros sobre el Ibex el valor del “punto” son diez euros (10), en el contrato de Futuros sobre el Mini Ibex el valor del “punto” será un euro (1). Lo cual repercutirá, además de las menores oscilaciones del contrato, en que las garantías a depositar sean menores y el precio por contrato más pequeño. Los contratos de Futuros sobre el Mini Ibex, en general, permiten una gestión del riesgo mejor. No obstante, estos contratos tienen el inconveniente que las comisiones por operación son mayores en los contratos Minis que en los normales, si se consideran estas en relación con las garantías a depositar.

**CAPÍTULO SEGUNDO. - LOS MERCADOS DE VALORES Y
DERIVADOS EN ESPAÑA: ASPECTOS INSTITUCIONALES.**

La arquitectura del mercado financiero español se construye sobre tres pilares distintos:

- a). - Sector bancario y financiero.
- b). - Sector de seguros y fondos de pensiones y,
- c). - Por último, el sector de capitales o valores.

Cada uno de ellos, tienen un órgano de supervisión, específico y concreto, en relación a su actuación en el mercado. Así, en tanto que el sector bancario y financiero depende, fundamentalmente, del Banco de España; el sector asegurador de la Dirección General de Entidades de Seguros, dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad y el sector de valores y mercados tiene encomendada su supervisión, básicamente, a la Comisión Nacional de Mercado de Valores, desarrollando, también, como veremos más adelante, algunas funciones el Banco de España.

El Mercado de Valores español ha sufrido, en sus últimos 25 años, una profunda transformación y reorganización, como consecuencia, de la necesidad de incorporar, a nuestra legislación, las normas comunitarias representadas, fundamentalmente, por la Directiva 2004/39/EC de 21 de abril, relativa a mercados de instrumentos financieros (complementada por la Directiva de la Comisión de 10 de agosto de 2006), el Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto del 2006 (Reglamento de aplicación de la Directiva 2004/39) que constituyen el núcleo base de normas conocidas como MIFID I. A su vez, la Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros, (en virtud de la cual se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE) conocida como MIFID II, y el Reglamento Comunitario UE 600/2014 de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (que se modifica, a su vez, el Reglamento (UE) nº 648/2012) conocido como MIFIR.

La incorporación de estas normas a nuestro Derecho interno ha sido la siguiente. Por un lado, la transposición de la Directiva conocida como MIFID I se llevó a cabo a través de la Ley 47/2007 de reforma de la primitiva Ley del Mercado de Valores de 24/1988 de 28 de julio⁵⁶. La

⁵⁶ La primitiva Ley del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1988, ha sufrido desde su entrada en vigor, múltiples modificaciones y actualizaciones, sobre todo impuestas por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la legislación comunitaria. Las más importantes las citamos a continuación:

transposición de la Directiva conocida como MIFID II, junto con el Reglamento MIFIR, aún teniendo que haber entrado en vigor, en principio, antes del 3 de julio de 2016, su incorporación fue objeto de prórroga, hasta el 3 de enero de 2018, habiendo sido incorporada, a nuestra legislación interna, parcialmente y con carácter de urgencia, por el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre y, definitiva y completamente, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre el cual modifica, otra vez, la Ley del Mercado de Valores. Ambos Reales Decretos Ley complementados, reglamentariamente, por el Real Decreto 1464/2918 de 21 de diciembre.

Como consecuencia de la aplicación de la legislación MIFID I, se hizo especial hincapié en el fomento de la competencia intentando evitar que la contratación en los mercados oficiales, únicos existentes hasta ese momento, se produjera en una situación de, prácticamente, monopolio. Para ello se introducen los llamados “Sistemas multilaterales de Negociación” (SMN)⁵⁷.

1º.- Ley 37/1988 de 16 de noviembre, de reforma de la LMV originaria.

2º.- Ley 41/1999 de 12 de noviembre (disposición adicional tercera), en relación a los sistemas de pagos y liquidación de valores.

3º.- Ley 44/2002, de 22 de noviembre (disposiciones adicionales 1^a, 2^a, 3^a y 4^a, así como las disposiciones transitorias 1^a, 2^a y 6^a), de medidas de reforma del Sistema Financiero.

4º.- Ley 26/2003 de 17 de julio (disposición adicional 3^a), que modifica la primitiva Ley 24/1988 de 28 de julio, así como el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre.

5º.- Ley 6/2007, de 12 de abril (Disposición adicional) por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores 24/1988, de 28 de julio.

6º.- Ley 32/2011 de 4 de octubre (disposiciones finales 1^a, 2^a y 4^a) de modificación, nuevamente, de la Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio.

7º.- Ley 9/2012 de 14 de noviembre (disposición adicional decimotercera), de restructuración y resolución de entidades de crédito.

8º.- Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto legislativo 4/2015 de 23 de octubre.

9º.- Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores.

10º.- Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre.

Como consecuencia de la entrada en vigor, en nuestra legislación, en fecha 3 de enero de 2018, de la reciente legislación comunitaria, representada por la conocida como MIFID II y que viene concretada en la Directiva 2014/65 y del Reglamento, denominado MIFIR, 600/2014 de 15 de mayo del 2014 se ha producido una nueva modificación de la Ley del Mercado de Valores, contenida en el Real Decreto Ley de 28 de septiembre de 2018 por lo que preveemos, en un futuro próximo, un nuevo texto refundido de la citada Ley.

⁵⁷ Un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) es aquel que, operado por una Empresa de Servicios de Inversión (ESI) o por una Sociedad Rectora de un mercado secundario oficial o una entidad creada por diversas sociedades rectoras, que debe tener, objeto exclusivo, la gestión de un sistema que permita reunir los intereses, tanto de compra como de venta, sobre diversos instrumentos financieros.

¿Cuáles serán las principales aportaciones efectuadas por MIFID II y recogidas en los Reales Decretos Ley comentados?

Posteriormente veremos, con más detenimiento, la actual legislación comunitaria y española. No obstante, sucintamente, podemos señalar la Directiva 2014/65/UE, MIFID II, que viene a desarrollar, completar y mejorar las normas establecidas por MIFID I. En este sentido, esta norma regula, de forma mucho más pormenorizada, el estatuto de las Empresas de Servicios y Actividades de Inversión, conocidas como ESI's que, según el artículo 138⁵⁸ del TRLMV, son aquellas empresas cuya “actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros que se recogen en el propio artículo 2 del TRLMV”, señalándose la posibilidad de instalación libremente en todo el espacio de la Unión Europea y, en este sentido dota a la CNMV de nuevas facultades de supervisión sobre dichas entidades. Establece, igualmente, los requisitos exigibles a los mercados regulados, y, en especial, para los mercados *Over The Counter (OTC)*. Igualmente, introduce, sobre todo en la contratación de derivados sobre materias primas, nuevas normas con objeto de llevar su contratación a través, de contratos estandarizados y, posteriormente, registrados.

Respecto de la vigilancia y control de productos, se establece la obligación de diseñar y clasificarlos instrumentos financieros, por segmentos, a efectos de determinar cual es el producto concreto adecuado para una determinada clase de cliente, haciendo responsable de la aprobación de los productos a los Consejos de Administración de las empresas. En relación con los productos estructurados, las entidades de crédito que los comercialicen deben cumplir determinadas reglas en cuanto a la clasificación de los clientes, diseño de los productos y conflictos de intereses. Por último se crean unos nuevos centros de contratación y negociación (fundamentalmente, para renta fija y derivados) denominados Sistemas Organizados de Negociación (SOC). Toda la legislación MIFID II ha sido, hasta el momento, transpuesta a nuestro derecho interno por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre.

La Autoridad Europea se muestra especialmente sensible y preocupada ante la posibilidad de no poder cuantificar, en todo momento, el riesgo sistémico en que se puede incurrir con los llamados derivados

⁵⁸ El nuevo artículo 139 de la Ley del Mercado de Valores, en la redacción dada por el artículo siete del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, establece las personas a las que no será de aplicación la citada Ley del Mercado de Valores.

Over The Counter y para ello intenta que la mayor parte de los citados contratos se lleve a cabo a través de Mercados Organizados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)⁵⁹ o Sistemas Organizados de Contratación (SOC)⁶⁰, todos ellos supervisados y controlados por la

⁵⁹ Como hemos apuntado anteriormente, los sistemas multilaterales de negociación (SMN) se definen como aquellos operados por una empresa de servicios de inversión (ESI), por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial o por una entidad constituida, *ex-profeso*, por una o varias sociedades rectoras, con el objeto social exclusivo de explotar el sistema. Deben constituir únicamente, la totalidad de su capital social, una o varias sociedades rectoras que permitan reunir, según normas no discrecionales, una pluralidad de intereses de compra y venta sobre diversos instrumentos financieros de terceros dando lugar a distintos contratos.

En la actualidad bajo esta fórmula operan diversos mercados como son:

- a) Mercado Alternativo Bursátil (MAB): mercado creado en el año 2006 y orientado hacia empresas de pequeña y mediana capitalización a las que bajo esta alternativa consiguen acceder a las ventajas que supone cotizar en un mercado (posibilidad de financiación, acceso al público en general y determinación del valor de la empresa a través de la cotización) sin tener que asumir los costes que representa cotizar en un mercado oficial. Es un mercado al que, en general, se han acogido diversas entidades como las SOCIMIS Sociedades de inversión en el mercado inmobiliario), las SICAV (Sociedades de inversión de capital variable), las SIL (Sociedades de inversión libre) y las ECR (Entidades de capital riesgo).
- b) Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF): Mercado que se puso en funcionamiento en el año 2013, va dirigido a inversores institucionales siendo su objeto valores de renta fija de empresas de mediana capitalización y que tiene como finalidad permitir que esas entidades puedan captar, por este canal, recursos financieros y hacer emisiones con más flexibilidad y agilidad que en los mercados secundarios oficiales.
- c) Latibex: Es un mercado, también creado, bajo esta fórmula, exclusivamente donde cotizan valores latinoamericanos, en euros y mediante el sistema de interconexión bursátil español (SIBE).
- d) Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF): Mercado que tiene por objeto, bajo esta cobertura, negociar Deuda Pública española y dirigido a inversores institucionales.
- e) Recientemente, en el año 2019, la CNMV, ha autorizado el denominado Dowgate (para la negociación de títulos de Deuda Pública, española y extranjera, a instancia de la autoridad privada británica King & Shaxson).

En la actualidad, su régimen jurídico viene contenido en el título II, capítulos I, II y III, artículos 26 a 46 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre. Su creación tiene que ser aprobada por la CNMV en un plazo no superior a seis meses desde la solicitud, entendiéndose denegada por silencio administrativo en el caso de que en dicho plazo no haya resolución expresa.

⁶⁰ Los sistemas organizados de contratación (SOC) son una figura introducida por la legislación MIFID II, definiéndose, según esta, como aquel sistema en que interactúan diversos intereses de compra y venta de una pluralidad de terceros, dando lugar a contratos en renta fija y derivados. Tanto en este sistema como en el anterior visto (SMN) deben contar con la autorización (anteriormente comentada en la nota anterior) pertinente para poder funcionar. Se rigen, igualmente, por los mismos artículos (26 a 46) del citado Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre.

La principal diferencia con los mercados regulados y con los SMN es que, este sistema de contratación, puede funcionar, respecto de la ejecución de órdenes, bajo reglas discretionarias si cumplen las circunstancias contempladas en la legislación específica que los regula (véase, en este sentido, el artículo 46 número 6º del citado Real Decreto Ley). Por otra parte, se permite que, en determinados casos, su órgano rector o gestor opere en el mercado a través de su cuenta propia, tanto en valores de renta fija como en derivados y derechos de emisión.

Con esta figura, legislación denominada MIFID II, pretende que la mayor parte de la negociación OTC derive hacia plataformas de negociación preestablecidas, autorizadas y supervisadas. La CNMV

autoridad administrativa del país donde operen. También, se incide en las normas de transparencia y protección del inversor, dedicando especial atención a intentar garantizar a los inversores que la negociación y ejecución de sus posiciones siempre se efectúen al mejor precio posible entre las distintas plataformas de contratación posibles. Por último, se establece una serie de controles respecto a la utilización de los algoritmos matemáticos en la negociación de los distintos instrumentos financieros.

Por lo que respecta al Reglamento UE 600/2014, conocido como MIFIR, al que también nos referiremos posteriormente, regula los requisitos, tanto *ex-ante* como *ex-post*, los requisitos de “transparencia” que se tienen que dar, en relación con la contratación entre los inversores y los agentes que actúan en el mercado, el asesoramiento prestado por parte de las ESI’s a sus clientes, así como los requisitos que se tiene que cumplir respecto a la difusión pública de los datos de la contratación. Igualmente, incide en pretender llevar toda la negociación de derivados hacia mercados organizados en donde se fomente la competencia, en eficacia y precios, como consecuencia de la existencia de las distintas plataformas de contratación autorizadas. Además, refuerza las facultades de supervisión y sancionatorias de las autoridades competentes, tanto en lo que se refiere a los propios mercados de los subyacentes como de los derivados sobre estos.

Por tanto, la arquitectura de nuestro Mercado de Valores regulado, se estructura en base a las dos instituciones apuntadas: Banco de España y Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV). La distribución de competencias entre ambas podemos concretarlas de la siguiente forma:

A.- Banco de España: Es el encargado de la organización y supervisión de la suscripción y contratación de la Deuda Pública española y que se concreta en tres tipos distintos de productos: Bonos del Tesoro, Obligaciones del Estado y Letras del Tesoro. El tipo de contratación y negociación de estos activos es telefónica.

B.- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): Este organismo de la Administración Central del Estado se configura como la verdadera piedra angular sobre la que descansa nuestro sistema de supervisión de los mercados oficiales en España. Creada a partir de la antigua Ley del Mercado de Valores, de 28 de julio de 1988, extiende su supervisión a tres áreas distintas respecto del control de los mercados:

tiene autorizados, en la actualidad, dos SOC: El llamado CPI OTF (gestionado por Capital Markets Brokerage) y el denominado CIMD OTF (operado por CIMD Sociedad de Valores).

a) La primera área de supervisión, viene dada en relación a todo lo relativo a la Deuda Corporativa, que, a su vez, comprende la negociación y contratación de Pagares de empresa, Cédulas hipotecarias, Bonos titularizados y Bonos corporativos. En este mercado se negocian una gran cantidad de productos y activos destinados a satisfacer las necesidades de financiación de los emisores de Deuda Corporativa. El control del mercado se realiza a través de *AIAF*⁶¹, que se configura como su organismo Rector, y la contratación puede realizarse tanto telefónicamente como por contratación electrónica, a través del llamado *SEND*⁶².

b) El segunda área de supervisión se refiere a la vigilancia de la contratación, tanto de la renta fija como de la renta variable.

En relación a la renta fija, además de la contratación realizada a través de *AIAF* vista anteriormente, abarca todo lo relativo a las emisiones, en mercado primario, como la posterior contratación en mercado secundario, lo referentea la denominada renta fija privada, extendiéndose, también, a la Deuda Pública del Estado, de las Comunidades Autónomas y de diferentes organismos públicos. Sus órganos rectores se concretan en las denominadas, Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y, en general, su contratación se produce a través del mercado electrónico de Renta fija denominado *SIBE* (Sistema de Interconexión Bursátil Español).

Por lo que respecta a la renta variable, comprende la supervisión y negociación de todas las acciones con cotización oficial realizadas en España, así como, los *ETF's* y *Warrants*. Su órgano rector viene dado, también, por las Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas de Valores Españolas⁶³. Su sistema de contratación es, básicamente, electrónico

⁶¹ La denominada *AIAF* (Asociación de Intermediarios de Activos financieros) es el mercado español de referencia para la contratación de Deuda corporativa. Así, en este mercado, se negocian: Pagares de empresa, bonos, obligaciones de emisores privados, cédulas hipotecarias (valores emitidos por Entidades de crédito con garantía hipotecaria), emisiones titularizadas (emisiones en que la titularización consiste en la conversión de una serie de flujos de caja, originados por un activo, en títulos o valores negociados en los mercados de capitales) y las conocidas como participaciones preferentes (muy criticadas, últimamente, por cuanto tienen, en caso de insolvencia del inversor, solo preferencia por delante de las acciones ordinarias del emisor, pero, por detrás, de las obligaciones de este último. Tienen, además, la consideración jurídica de "deuda perpetua", para el suscriptor, ya que solo tiene facultad de amortizarlas, anticipadamente, el emisor). En su momento, tuvo mucha importancia la negociación de los denominados "Bonos Matador", aunque, en la actualidad esta contratación ha venido a menos, como consecuencia de no haberse realizado nuevas emisiones y procediendo a, paulatinamente, amortizarse las antiguas. Todos estos activos se contratan a través de la plataforma informática conocida como *SENAF*.

⁶² El conocido como *SEND* (Sistema Electrónico de Negociación de Deuda) es una plataforma electrónica, destinada, especialmente, a la negociación de renta fija para minoristas (incluyendo los activos emitidos por el Tesoro público) creada por BME para *AIAF* y que entró en funcionamiento el 10 de mayo de 2010. Se contrata por el sistema de órdenes tradicionales, compensándose y liquidándose a través de *IBERCLEAR*.

⁶³ Son, jurídicamente, sociedades anónimas. Por tanto, se encuadran dentro del ámbito del Derecho privado. No obstante, tienen un estatuto jurídico especial, fundamentalmente contenido en el TRLMV de 23 de octubre de 2015, que les da, por un lado, la posibilidad de ejercer algunas

interconectado (denominado *SIBE*, Sistema de Interconexión Bursátil Español) que supone la interconexión de la contratación, en tiempo real, de las cuatro Bolsas de Valores Españolas y, de forma absolutamente residual en la actualidad, por el antiguo sistema de contratación a través de “corros”. Con respecto a la contratación de los *Warrants* se sigue el sistema de contratación denominado *SMART-Warrants*⁶⁴.

c) Por último, la tercera área de supervisión de la CNMV viene dada por los Mercados de Opciones y Futuros Financieros, que comprende las Opciones y Futuros sobre acciones y bonos, así como las Opciones y Futuros sobre índices. Dicha supervisión y control del mercado se realiza a través de la entidad rectora denominada *MEFF Exchange SAU* y su contratación se realiza electrónicamente a través del sistema *MEFF-SMART*.

En todos los casos de mercados apuntados, la compensación y liquidación de las operaciones contratadas se realiza a través de *BME Clearing SAU*. Por otro lado, todas las acciones de las Sociedades Rectoras de cuatro Bolsas españolas están concentradas en una sociedad holding, denominada *Bolsas y Mercados Españoles S.A.(BME)*, sociedad cuyas acciones cotizan en el *SIBE*. Así mismo, también, dependen de *BME* todas las acciones de *MEFF Exchange SAU* (encargada de la supervisión, organización y funcionamiento, en la actualidad, de nuestro mercado oficial de Futuros y Opciones) como de *BME Clearing SAU* (Sociedad Española Central de Contrapartida) junto con todas las acciones del Mercado de *Renta Fija AIAF* y también las acciones del sistema de registro y liquidación de valores, tanto de renta fija como de renta variable, conocido como *IBERCLEAR*. Por último, también, es titular, junto con *Deutsche Börse*, de las acciones de la sociedad anónima denominada *Regist-TR*, entidad encargada del registro de las operaciones de derivados *Over The Counter (OTC)* y que, más adelante, estudiaremos en profundidad, así como, de todas las acciones de la Sociedad Rectora *AIAF, Renta Fija*.

potestades públicas (potestad regulatoria vinculante y potestad sancionadora sobre los diversos colectivos vinculados al mercado) y, por otro, tienen una fuerte injerencia de la Autoridad administrativa en relación al funcionamiento de sus órganos (nombramiento de los miembros de su Consejo de Administración, aprobación de determinados acuerdos supeditados a la autorización de la Administración, etc.). En general, toda su actuación está supeditada a la aprobación por la CNMV.

⁶⁴ Determinadas entidades financieras (Bankinter, BBVA, BNP Paribas, Commerzbank, Deutsche Bank, La Caixa, Banco Santander y Société Générale) han creado, a través de BME, un sistema de contratación, conocido como *SMART Warrants* y basado en una aplicación denominada *SMART GATE FIX*, que permite la contratación de estos productos. Esta plataforma de contratación está integrada en el *SIBE*, adaptado este último, como *SIBE SMART* para esta contratación específica. Entró en funcionamiento el 3 de marzo de 2009.

En conclusión, podemos señalar que, en la actualidad, reciben la denominación de Mercados Oficiales Secundarios, en nuestro país, los siguientes:

- 1.- Las Bolsas de Valores.
- 2.- El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.
- 3.- El Mercado de Opciones y Futuros Financieros *MEFF*.
- 4.- El Mercado de Renta Fija *AIAF*.

I) LA AUTORIDAD EUROPEA DE SUPERVISIÓN DE VALORES Y MERCADOS: THE EUROPEAN SECURITY AND MARKETS AUTHORITY (ESMA).

Como consecuencia de la última crisis económica, se puso de manifiesto la insuficiencia del marco regulatorio nacional de los distintos países y la necesidad de armonizar las legislaciones europeas necesarias para la creación del mercado único europeo en su vertiente financiera. Por ello, para ayudar en la labor de supervisión europea encomendada a los órganos políticos de la Unión Europea, en particular la Comisión y el Parlamento Europeo, a partir del año 2010, se crean tres organismos sectoriales y específicos, de carácter técnico, denominadas “Agencias Europeas de Supervisión” (en adelante, AES)⁶⁵, con el objeto de armonizar, controlar y supervisar el mercado financiero de la Unión Europea. Así para el sector del mercado de valores se crea la *European Stock and Markets Authority* (conocida por sus siglas en inglés como *ESMA*); para el sector de la banca se crea la *European Banking Authority* (conocida por sus siglas *EBA*) y, por último, para el sector de los seguros y planes de pensiones se crea la *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (conocida por sus siglas *EIOPA*). Igualmente, se establece, además, un Comité específico, con la misión principal de controlar los posibles riesgos sistémicos que se puedan producir en el futuro en la economía europea, conocido como *European Systemic Risk Board (ESRB)* o Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS).

⁶⁵ Un amplio estudio de la forma de funcionar de las Agencias Europeas de Supervisión (AES) se recoge en el trabajo de SERRÁNDEZ, Fernando, titulado “Las Autoridades Europeas de Supervisión: Estructura y Funciones (*European Supervisor Authorities*)”, publicado en la Revista de Derecho de la Unión Europea, Madrid 1695-1085, numero 28, enero-junio, 2015, Editores Constitución y Leyes, Madrid, 2015, UNED, págs 125 a 138.

Las tres AES nacen en base al artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, y vienen reguladas por tres Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo, de fecha, los tres, 24 de noviembre de 2010. En particular, para la *EBA* es el 1093/2010, para *EIOPA* es el 1094/2010 y, por último, para *ESMA* es el 1095/2010. Los tres tienen una regulación parecida y establecen la composición, funciones y formas de actuación de las referidas AES.

Por lo que respecta a la *ESMA*, objeto de este estudio, se configura como una entidad independiente de los diferentes Estados de la Unión, teniendo como misión defender el conjunto de intereses de todos los países miembros. Consta de un presupuesto propio que se nutrirá tanto de los recursos de los diferentes países miembros como de los propios fondos comunitarios. Su órgano de decisión y ejecutivo está formado por la llamada Junta de Supervisores, en la que se integran los presidentes de los respectivos supervisores nacionales de cada país. Ellos son los únicos que tienen derecho a voto. No obstante, pueden participar en las reuniones, con voz pero sin voto, representantes de diversos organismos europeos⁶⁶. Sus decisiones nunca exigen la unanimidad, a lo más, una mayoría cualificada de votos, cuando se trata de aprobar normas técnicas, en base a la ponderación de votos que existe en el Consejo de la Unión Europea.

En principio, la creación de las Agencias Europeas de Supervisión (AES) pretendió tomar el modelo de las “*independent regulatory agencies*” del Derecho anglosajón y, en particular, del americano las cuales son, prácticamente, soberanas en sus competencias y formas de actuación. No obstante, como rápidamente se puso de manifiesto, hubo que adaptar dicho modelo a las exigencias impuestas por los Tratados de la Unión Europea y ello porque, necesariamente, dichas Agencias Europeas de Supervisión no podían gozar de una libertad ilimitada, como las anglosajonas, en su actividad diaria, sino que debían, necesariamente, configurarse como instrumentos auxiliares y colaboradoras de la Comisión Europea⁶⁷.

Esta configuración especial, de las AES, nos obliga a entrar en el estudio de las competencias de la citada *ESMA* y si, junto con las otras Agencias, goza de la suficiente “potestad reglamentaria” que la permita tener la capacidad discrecional necesaria para poder regular

⁶⁶ Así, tienen derecho a asistir a las reuniones, pero sin derecho a voto, un representante de la Comisión Europea, un representante de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, un representante de la *EBA* y un representante de la *EIOPA*.

⁶⁷ GARCÍA ÁLVAREZ, Gerardo: “Las Autoridades Europeas de Supervisión y su compatibilidad con el Derecho Europeo” (en la obra colectiva “La supervisión del Mercado de Valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017, pág. 24.

normativamente aspectos políticos de los mercados de valores, o, por el contrario, simplemente, su marco de actuación, debe circunscribirse, exclusivamente, al análisis de cuestiones técnicas y a facilitar directrices y recomendaciones de actuación a la Comisión, con la finalidad de que las disposiciones de la Unión Europea se apliquen de una forma armonizada por todos los países que la integran. En definitiva, se trata de determinar si, respecto a la ESMA, el artículo 28 del Reglamento 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo⁶⁸ otorga a dicha Agencia verdadera

⁶⁸ El citado artículo 28 del Reglamento 236/2012 señala textualmente:

"Poderes de intervención de la AEVM en circunstancias excepcionales :

1. De conformidad con el artículo 9, apartado 5, del Reglamento (UE) 1095/2010, y siempre que concurran las condiciones establecidas en el apartado 2 del presente artículo, la AEVM:

a) exigirá a las personas físicas o jurídicas que mantengan posiciones cortas netas en relación con un instrumento financiero específico o una clase de instrumentos financieros que notifiquen a una autoridad competente o publiquen los detalles de tales posiciones, o

b) prohibirá a las personas físicas o jurídicas realizar ventas en corto u operaciones que creen un instrumento financiero o se refieran a un instrumento financiero distinto de los instrumentos financieros contemplados en el artículo 1, apartado 1, letra c), y cuyo efecto, o uno de cuyos efectos, sea conferir una ventaja financiera a dicha persona en caso de que disminuya el precio o valor de otro instrumento financiero, o impondrá condiciones para ello.

Las medidas podrán aplicarse en circunstancias particulares o con las excepciones que especifique la AEVM. Podrán, en particular, establecerse excepciones aplicables a las actividades de creación de mercado y a las actividades del mercado primario.

2. La AEVM únicamente adoptará una decisión con arreglo al apartado 1 si:

a) las medidas enumeradas en el apartado 1, letras a) y b), están encaminadas a hacer frente a una amenaza, que tenga implicaciones transfronterizas, para el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o para la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión, y

b) las autoridades competentes no han tomado medidas para hacer frente a la amenaza o las medidas adoptadas no constituyen una respuesta adecuada frente a la misma.

3. Si se toman las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM tendrá en cuenta hasta qué punto la medida:

a) ataja de forma significativa la amenaza que pesa sobre el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o sobre la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión, o mejora de forma significativa la capacidad de las autoridades competentes de controlar la amenaza;

b) no crea un riesgo de arbitraje regulador;

c) no tiene un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros, como el de reducir su liquidez o crear incertidumbre entre los participantes en el mercado, que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas de la medida.

Cuando una o varias autoridades competentes hayan tomado alguna medida con arreglo a los artículos 18, 19, 20 o 21, la AEVM podrá adoptar cualquiera de las medidas a que se refiere el apartado 1 del presente artículo sin emitir el dictamen previsto en el artículo 27.

4. Antes de tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM consultará a la JERS y, cuando proceda, a otras autoridades pertinentes.

potestad reglamentaria, delegada de la Comisión Europea, o, por el contrario, la Comisión tiene prohibido delegar competencias más allá de los supuestos previstos en los Tratados.

En el ámbito comunitario y como consecuencia de las disputas existentes entre los poderes de la Comisión y las potestades atribuidas a diversos organismos “no políticos” creados en la Unión Europea, en particular las AES, se dictó, en fecha 13 de junio de 1958, la Sentencia por el Tribunal de Justicia Europeo que consagra la denominada “doctrina Meroni”, la cual ha tenido una influencia decisiva en la jurisprudencia europea en cuanto a cómo deben actuar estas Agencias especializadas⁶⁹.

5. Antes de tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM notificará a las autoridades competentes pertinentes las medidas que se propone adoptar. La notificación especificará los pormenores de las medidas propuestas, la clase de instrumentos financieros y operaciones a la que se aplicarán, los datos que justifican las razones alegadas para la adopción de las medidas y la fecha prevista de entrada en vigor de estas.

6. La notificación se efectuará con una antelación mínima de 24 horas con respecto a la fecha de entrada en vigor o renovación de la medida. En circunstancias excepcionales, la AEVM podrá realizar la notificación con menos de 24 horas de antelación con respecto a la fecha prevista de entrada en vigor de la medida, si resulta imposible observar un preaviso de 24 horas.

7. La AEVM publicará en su sitio web un aviso sobre cualquier decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1. El aviso especificará, como mínimo, lo siguiente:

a) las medidas impuestas, incluidos los instrumentos y las clases de operaciones a las que se aplican y su duración

b) las razones por las cuales la AEVM juzga necesario imponer las medidas, junto con los datos que justifican dichas razones.

8. Tras tomar la decisión de imponer o renovar alguna de las medidas a que se refiere el apartado 1, la AEVM notificará inmediatamente a las autoridades competentes las medidas adoptadas.

9. Las medidas comenzarán a surtir efecto cuando se publique el aviso en el sitio web de la AEVM o, con posterioridad, en el momento que se especifique en él, y se aplicarán únicamente a operaciones realizadas después de la entrada en vigor de las medidas.

10. La AEVM reexaminará las medidas que haya adoptado con arreglo al apartado 1 a intervalos apropiados y, como mínimo, cada tres meses. Si una medida no se renueva al cabo de ese período de tres meses, quedará automáticamente derogada. Los apartados 2 a 9 serán aplicables a la renovación de las medidas.

11. Las medidas adoptadas por la AEVM en virtud del presente artículo prevalecerán sobre cualquier medida adoptada previamente por una autoridad competente de conformidad con la sección 1”.

La AEVM corresponde a las siglas de la Agencia Europea de Valores y Mercados, conocida por sus siglas, en inglés, como *ESMA*

⁶⁹ La Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 13 de junio de 1958, consagra lo que se ha conocido, posteriormente, como “doctrina Meroni”. Esta doctrina toma el nombre de la sociedad demandante en un litigio contra la Comunidad Europea del Carbón y del Acero. En base a la misma, el Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea estimó la imposibilidad de una delegación de facultades a un organismo privado, no previsto en los Tratados, que suponga el ejercicio de

Según la misma, en la actual Unión Europea (antes Comunidad Europea) el único detentador del poder ejecutivo, porque así se establece en los Tratados, reside, exclusivamente, en los órganos “políticos” previstos en los mismos: Comisión, Consejo y Parlamento Europeo. Las AES podrán tener encomendadas, tanto facultades de investigación como consultivas y, además, podrán proponer aquellas medidas que consideren necesarias para el correcto funcionamiento armonizado de los mercados. No obstante lo anterior, en cuanto a la facultad de decisión, esta, solo reside en los órganos previstos en los Tratados que son los citados: Comisión, Consejo y Parlamento Europeo.

Como se ha señalado⁷⁰, esta doctrina, que pudo funcionar adecuadamente para los años 50 del siglo pasado, en la actualidad, ha tenido que ser revisada, modificada y adaptada, sobre todo por el propio Tribunal de Justicia Europeo, a las nuevas circunstancias comunitarias. En este sentido, se indica, que igual que, anteriormente, la delegación de facultades de actuación, respecto de los organismos creados, se producía desde la Comisión hacia dichos organismos, en los últimos años se ha realizado de forma, completamente inversa: Han sido los diferentes países los que han delegado sus competencias, en materias específicas, en un ente comunitario. En consecuencia, la delegación de competencias, que en bastantes casos se ha producido, no es comunitaria sino nacional⁷¹.

Una primera cuestión a estudiar, en relación con la evolución de la “doctrina Meroni”, es el contenido propio de actuación de las AES. Sus competencias, se decía, son, solo, meramente “técnicas”. En ningún caso tendrán facultades discrecionales, con lo cual se impedía el debilitamiento de los poderes de la Comisión y en este sentido, se indica, las AES no pueden tener delegadas funciones que los Tratados atribuyen a la Comisión y si tienen algún tipo de facultades delegadas tiene que ser meras facultades ejecutivas que, en ningún supuesto, impliquen el ejercicio de facultades discretionales de regulación que, en todo caso, tiene atribuida, en exclusiva, la Comisión. La consecuencia de esta posición es clara y meridiana. *ESMA* queda, en todo momento, sujeta a la supervisión de su actuación, en cualquiera de los campos en que trabaje, al beneplácito de la Comisión, residiendo en ella la última palabra, en relación a todos los temas en los que

potestades discretionales y que, esta delegación una vez efectuada, represente una ausencia de control, “a posteriori”, por los órganos políticos comunitarios previstos en los Tratados.

⁷⁰ GARCÍA ÁLVAREZ, Gerardo: Óp. cit. págs. 23 y ss.

⁷¹ Como acertadamente dice GARCÍA ALVAREZ, Gerardo (Óp. cit. pág.23), “así se encaja la asunción de funciones de supervisión de las Entidades de crédito en la zona euro por el Banco Central Europeo”.

se encuentre trabajando *ESMA*. En consecuencia, a la luz de los Tratados, la potestad normativa, en la Unión Europea, no era delegable⁷².

Sin embargo la Sentencia del Tribunal de Justicia Europeo de fecha 22 de enero de 2014 supone un punto de inflexión respecto a la tradicional “doctrina Meroni” y adapta, de forma específica, la misma a los nuevos tiempos⁷³. En particular la Sentencia, se pregunta, si *ESMA* puede dictar resoluciones de carácter general (después de la entrada en vigor de su Reglamento específico) de obligado cumplimiento para los destinatarios (Estados, agentes económicos y público en general) sin necesidad de que las mismas sean validadas por la Comisión. En este sentido, interpretando el contenido de dicha Sentencia, es innegable que, después del Reglamento 1095/2010 y del Reglamento 236/2012, *ESMA* tiene una cierta capacidad normativa pudiendo, en este sentido, dictar resoluciones de obligado cumplimiento, siempre que se dicten en base a la asunción, por parte de *ESMA*, de facultades de ejecución y estén:

- 1º. Perfectamente delimitadas,
- 2º. Obedezcan a un criterio objetivo y,
- 3º. No impliquen el ejercicio de un grado de discrecionalidad que suponga un amplio contenido de apreciación libre.

Téngase, igualmente, presente, que en tanto en la Sentencia de 13 de junio de 1958, las partes eran entidades de Derecho privado, en la Sentencia 27 de enero de 2014, *ESMA* es una entidad de Derecho público, “creada por el propio legislador” y en este sentido, se afirma, que “las competencias atribuidas a *ESMA*, en virtud del citado artículo 28 del Reglamento 236/2012, están delimitadas con precisión y pueden ser objeto de control judicial a la luz de los objetivos fijados por la autoridad

⁷² GARCÍA ÁLVAREZ, Gerardo: Óp. cit. pág. 27

⁷³ La Sentencia del Tribunal de Justicia de 22 de enero de 2014, viene a matizar y, en cierta forma, a corregir la “doctrina Meroni”. Se trataba de un contencioso entre el Reino Unido y las autoridades comunitarias como consecuencia del otorgamiento a *ESMA* de potestades para regular y obligar a los distintos Estados Comunitarios en relación a las normas dictadas por la citada *ESMA* en lo que respecta a las denominadas “ventas y posiciones en corto” (ventas realizadas, en el mercado, en descubierto, es decir, sin tener, previamente, la propiedad de los instrumentos financieros vendidos), así como distintas cuestiones en relación a la regulación de las permutas de cobertura por impago. El Tribunal admitió la posibilidad de esta delegación de facultades en base a que *ESMA* es un organismo, creado por un Reglamento comunitario, de carácter público, no privado, y que la delegación de facultades se había efectuado en base a un Reglamento comunitario, concretamente al Reglamento 236/2012, afirmándose, igualmente, que en tanto la delegación de facultades de ejecución estén perfectamente delimitadas y sea posible su control “a posteriori” por la Autoridad comunitaria, no se está produciendo una dejación de responsabilidad por parte de esta última, y, por tanto el Tribunal entendió que las facultades atribuidas a *ESMA*, por el citado Reglamento 236/2012, encajan, perfectamente, dentro de las atribuciones y competencias atribuidas a *ESMA* por su Reglamento constitutivo

delegante”. Por ello coincidimos, plenamente, con determinados autores,⁷⁴ cuando se afirma que la delegación siempre es posible cuando se cumplan tres requisitos específicos:

- 1º.- Que se deleguen competencias ejecutivas sobre bases técnicas.
- 2º.- Que las competencias delegadas puedan ser objeto de control judicial efectivo en todo momento.
- 3º.- Aunque este no es un factor absolutamente determinante, que se haga la delegación a favor de un ente de Derecho público.

II) LAS AUTORIDADES NACIONALES DE SUPERVISIÓN DE VALORES Y MERCADOS EN ESPAÑA:

Como ya hemos indicado, la arquitectura de nuestro Mercado de Valores se basa en dos entidades en las cuales descansan las facultades de supervisión: El Banco de España y, sobre todo y principalmente, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Junto a ellos, y en particular respecto de la CNMV, hay una serie de sociedades y organismos, las sociedades rectoras, que tienen atribuidas distintas competencias específicas en los diferentes ámbitos de responsabilidad en que se mueven, como son:

1º.- El propio Banco de España, que tiene, como veremos, la condición de Sociedad Rectora, para las competencias que le vienen atribuidas por el propio TRLMV.

2º.- La Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF),

3º.- Las cuatro Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores Españolas,

4º.- La Sociedad Rectora del mercado secundario de Futuros y Opciones, llamada *MEFF Exchange SAU*,

5º.- La sociedad de contrapartida, compensación y liquidación de operaciones de derivados, conocida como *BME Clearing SAU* y, por último,

6º.- la entidad *IBERCLEAR* que es la encargada de la depositaría de valores, compensación, liquidación y registro de los valores negociados de

⁷⁴ GARCÍA ÁLVAREZ, Gerardo: Óp. cit., pág. 32.

Deuda Pública en Anotaciones de mercado AIAF o en las Bosas de Valores Españolas⁷⁵.

Todas ellas, como ya se ha comentado, se integran en la sociedad holding, Bolsas y Mercados Españoles S.A.(BME), sociedad que, actualmente, cotiza en el Mercado Continuo español.

En consecuencia, como hemos apuntado, en nuestro país, las funciones de supervisión del Mercado de Valores vienen, en su mayor parte, atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y en menor medida, de forma, prácticamente residual, al Banco de España. De ahí, que debamos estudiar las competencias asignadas a uno y otro órgano:

A) La actividad de supervisión del Banco de España en materia de valores.

Las competencias de supervisión e inspección del Banco de España, en el Mercado de Valores español, están delimitadas desde dos puntos de vista diferentes. Uno objetivo y otro subjetivo⁷⁶.

Desde la perspectiva objetiva, tiene competencia sobre el Mercado de Deuda Pública Anotada y su actuación se concreta en base a lo establecido en el artículo 233, apartado 5º del TRLMV. Según dicho precepto, se faculta al Banco de España para la supervisión e inspección de todos los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los titulares de cuenta a nombre propio y sobre las entidades gestoras, así como sobre las actividades relacionadas con el Mercado de Valores realizadas por las entidades de crédito, aunque no sean Empresas de Servicios y Actividades de Inversión. Si confluyen conjuntamente competencias del Banco de España y de la CNMV, coordinarán, ambas instituciones, su actuación bajo el principio de que la tutela efectiva de funcionamiento de los mercados de valores corresponde a la CNMV. Sin perjuicio de ello, la citada CNMV y el Banco de España suscribirán los convenios oportunos al

⁷⁵ MARIÑO GARRIDO, Teresa: "Los Mercados Financieros", (en la obra colectiva bajo la dirección de Ana Belén CAMPUZANO, Fernando CONLLEDO LANTERO y Ricardo J. PALOMO ZURDO), Editorial Tirant Lo Blanc, 2ª edición, 2013, Valencia, 2017, págs. 358 y 359.

⁷⁶ TAPIA HERMIDA, Alberto J.: "Manual del Derecho del Mercado Financiero", Editorial Justel, 1ª Edición, Madrid, 2015, pág. 466.

objeto de coordinar sus respectivas competencias de supervisión e inspección.

Desde la óptica subjetiva, según el artículo 60 del TRLMV, el Banco de España goza de la consideración de organismo Rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el cual tiene por objeto la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial, por el Banco Central Europeo, los Bancos Centrales Nacionales de los países que integran la Unión Europea, por las Comunidades Autónomas, por los Bancos Multilaterales de Desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Desarrollo y de cualquier otra entidad que reglamentariamente así se establezca (artículo 59 del TRLMV). En este sentido, también, tendrá la supervisión e inspección de las entidades, en relación con su actuación en el mercado de valores español, que están, obligatoriamente, registradas en el propio Banco de España, en particular las Entidades de crédito (artículo 145 TRLMV).

B) La actividad de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Es el vértice superior de la pirámide sobre el que se asienta nuestro moderno Mercado de Valores⁷⁷. Este, arranca con la primitiva Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988. De acuerdo con ello, se configura como el auténtico órgano administrativo de control, supervisión e inspección de los distintos mercados españoles. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se rige por las disposiciones del TRLMV de 23 de octubre de 2015, en particular su Título II (artículos 16 a 32) y por su Reglamento de Régimen Interior, texto consolidado del Reglamento

⁷⁷ A este respecto, el artículo 5 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, establece, textualmente, lo siguiente:

"1. Los organismos rectores de los mercados regulados realizarán las funciones relacionadas con la organización y funcionamiento del mercado regulado bajo la supervisión de la CNMV.

2. la CNMV deberá:

a) Comprobar periódicamente que los mercados regulados cumplen con lo dispuesto en esta norma.

b) Verificar que los mercados regulados cumplen en todo momento las condiciones de la autorización inicial establecidas en el presente Real Decreto Ley".

En igual sentido se pronuncia el artículo 26 del citado Real Decreto Ley 21/2017 respecto de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y de los Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de julio de 2003 (BOE 18/07/2003)⁷⁸.

La CNMV se configura como un ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, la cual, además de las normas apuntadas anteriormente, le serán de aplicación, en el ejercicio de sus funciones públicas, las siguientes:

- a) La Ley 39/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.
- b) La Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
- c) La Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

No obstante esto, las adquisiciones patrimoniales, que realice la CNMV, se sujetan al régimen de derecho privado. Igualmente el personal que se contrate, para prestar funciones en dicha institución, está sujeto al régimen laboral y no al estatuto del funcionariado. La citada Entidad se dota, en cuanto a sus ingresos, por tres vías distintas:

- a) Por los bienes y valores que integran su patrimonio así como sus rentas y productos de los mismos.
- b) Por las tasas que perciba en ejercicio de sus funciones y la prestación de sus servicios.
- c) Por las transferencias que, con cargo al Presupuesto del Estado, realice el Ministerio de Economía y Competitividad.

La CNMV elaborará, anualmente, un anteproyecto de presupuesto que remitirá al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas para su posterior integración, por el Gobierno, en los Presupuestos Generales del Estado. Su control económico y financiero viene

⁷⁸ El Reglamento de Régimen Interior de la CNMV de 10 de julio de 2003 ha sido objeto de múltiples modificaciones desde su promulgación, aprobadas, todas ellas, hasta la actualidad, por diversas Resoluciones del Consejo de la CNMV en las siguientes fechas: 14 de diciembre de 2004, 16 de mayo de 2007, 5 de noviembre de 2008, 21 de enero de 2009, 7 de julio de 2010, 2 de octubre de 2013, 26 de mayo de 2015, 20 de abril de 2016, 7 de febrero y 25 de julio de 2017.

encomendado a la Intervención General de la Administración del Estado y al Tribunal de Cuentas.

Una cuestión especialmente relevante es la que se refiere a la “potestad normativa” de la CNMV. Según el artículo 21 del TRLMV⁷⁹, la CNMV tiene, en cuestiones de su competencia, capacidad normativa en lo relativo al desarrollo y ejecución de las normas aprobadas por el gobierno o en las disposiciones que dimanen del Ministerio de Economía y Competitividad, siempre que dichas normas la habiliten de modo expreso para ello. Las disposiciones que ese organismo dicte, en relación a materia atribuida a ella, reciben el nombre de “Circulares”, las cuales se aprueban por el Consejo de la Comisión, teniéndose que publicar en el Boletín Oficial del Estado. Junto con las “Circulares”, la CNMV también puede elaborar las denominadas “guías técnicas”. Estas “guías” son disposiciones interpretativas, con los criterios que estime pertinente la Comisión para el cumplimiento de la normativa que resulte aplicable a los diferentes colectivos sobre los que se extiende su labor de control y supervisión. De la redacción del número 3º *“in fine”* del artículo 21 del TRLMV parece ser que no son, estrictamente, de obligado cumplimiento, ya que la Comisión puede exigir al destinatario de las mismas que informe sobre los motivos por los que su actuación se separó de los criterios establecidos en dichas

⁷⁹ El artículo 21 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores dispone textualmente:

“Capacidad normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores, para el adecuado ejercicio de las competencias que le atribuye esta ley, podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del Ministro de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello.

2. Las disposiciones dictadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a que se refiere el apartado anterior se elaborarán por ésta, previos los informes técnicos y jurídicos oportunos de los servicios competentes de la misma. Tales disposiciones recibirán la denominación de Circulares, serán aprobadas por el Consejo de la Comisión, no surtirán efectos hasta tanto sean publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» y entrará en vigor conforme a lo dispuesto en el artículo 2.1 del Código Civil.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá elaborar guías técnicas, dirigidas a las entidades y grupos supervisados, indicando los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa que les resulte de aplicación. Dichas guías, que deberán hacerse públicas, podrán incluir los criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores seguirá en el ejercicio de sus actividades de supervisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir a las entidades y grupos supervisados una explicación de los motivos por los que, en su caso, se hubieran separado de dichos criterios, prácticas, metodologías o procedimientos.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá hacer suyas, y transmitir como tales a las entidades y grupos, así como desarrollar, complementar o adaptar las guías que, sobre dichas cuestiones, aprueben los organismos o comités internacionales activos en la regulación y supervisión del mercado de valores”.

“guías”. En todo caso, todas las disposiciones y resoluciones que dicte la CNMV, en el ejercicio de sus potestades administrativas, ponen fin a la vía administrativa y son susceptibles de impugnación en vía contenciosa administrativa con dos excepciones: Primero las resoluciones que hagan referencia al régimen sancionador, cuya tramitación se ajustará a lo establecido en los artículos 271 y siguientes del TRLMV. Segundo, las resoluciones en materia de intervención y sustitución de administradores, que se regirán por lo dispuesto en el artículo 311 del TRLMV.

La actividad y finalidad de la CNMV se desarrolla en un triple plano encaminado a conseguir determinadas finalidades en relación con el funcionamiento del mercado y que son⁸⁰:

- a) Procurar y velar porque el mercado sea lo más transparente posible.
- b) Procurar y velar para que los precios, en el mercado, se formen de la forma más correcta posible.
- c) Procurar y velar porque los inversores, en los distintos mercados tengan la mayor protección posible.

Para conseguir dichos fines la CNMV extiende su competencia sobre un conjunto de Entidades que podemos concretar en las siguientes⁸¹:

1º.- La Sociedad de Bolsas, en particular *BME*, así como todas sus filiales tanto sean de titularidad única de la propia *BME*, como posea en ellas una participación suficiente que le otorgue el control de las mismas. Se incluyen, por supuesto, las Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas Españolas, las Sociedades Rectoras de otros mercados secundarios españoles, los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN), los Sistemas Organizados de Contratación (SOC), introducidos como hemos apuntado por la legislación contenida en MIFID II, las Entidades Centrales de Contrapartida (ECC), y las Entidades Depositarias de Valores.

2º.- Las Empresas de Servicios de Inversión (ESI's), tanto españolas, como de otros países de la Unión Europea, así como, de países ajenos a la Unión Europea junto con los establecimientos permanentes, sucursales y agencias que constituyan, o, tengan para cumplir con sus fines,

⁸⁰ MARIÑO GARRIDO, Teresa: Óp. cit. pág. 360

⁸¹ PAREJO GÁMIR, José Alberto, CALVO BENARDINO, Antonio, RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis, CUERVO GARCÍA, Álvaro y ALCALDE GUTIERREZ, Eduardo: “Manual del Sistema Financiero Español”, Editorial Ariel, 26^a edición, Barcelona, 2016, págs. 358 y 359.

siempre que, en estos últimos casos, estuvieran autorizadas a operar en España. Esta supervisión se extiende, igualmente, a los grupos consolidables de los que formen parte.

3º.- Las Agencias de Calificación Crediticia que operen en España.

4º.- Las entidades de crédito, sean comunitarias o no, siempre que estas últimas estén autorizadas a operar en España. En este caso, las funciones de control y supervisión se realizarán por la CNMV, conjuntamente, con el Banco de España.

5º.- Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.

6º.- Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV's).

7º Cualquier persona física o jurídica que realice operaciones de ventas en descubierto, permutas de operaciones por impago o derivados extrabursátiles sometidos a la legislación de la Unión Europea.

La actuación de la CNMV se realiza a través de distintos órganos:

a) El Consejo: Es el órgano más importante de la CNMV y sobre el que descansa, como veremos, las potestades ejecutivas de la misma. Consta de un Presidente, un Vicepresidente (nombrados por el Gobierno, a propuesta del Ministro de Economía y Competitividad), los Consejeros natos (en número de dos: el Director o Secretario General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España), los Consejeros no natos (en número de tres, nombrados por el Ministerio de Economía y Competitividad entre personas de reconocido prestigio) y el Secretario del Consejo, el cual tendrá voz pero no voto y cuyo nombramiento recaerá en el Director General del Servicio Jurídico del Ente, que estará asistido por un Vicesecretario, también, nombrado por el Consejo de la CNMV. Todos los miembros son elegidos por cuatro años, pudiendo ser renovados, solamente, por otro período de cuatro años más. Igualmente, todos ellos están sujetos al régimen de incompatibilidades y de control de intereses previsto en la Ley 3/2015 de 30 de marzo, reguladora del ejercicio del alto cargo de la Administración General del Estado. Tanto el Presidente, como el Vicepresidente y los Consejeros, al cesar en sus cargos, no podrán desarrollar ninguna actividad profesional relacionada con el Mercado de Valores durante el período de dos años.

b) El Comité Ejecutivo: Lo forman: el Presidente, el Vicepresidente y los tres Consejeros no natos, además del Secretario del Consejo, también con voz pero sin voto. Pueden asistir a las reuniones del

Comité ejecutivo, también con voz pero sin voto, los Directores Generales de la CNMV, así como cualquier directivo que sea convocado, para tal fin, por el Presidente.

Sus funciones son más bien preparatorias, coordinadoras y de estudio de las decisiones que tenga que tomar el Consejo. Tiene, también, como función aprobar las adquisiciones patrimoniales que realice la CNMV, sometidas al régimen de derecho privado, así como tomar las disposiciones que juzgue conveniente en cuanto a la disposición de los bienes de la Comisión. El Consejo podrá, igualmente, delegar en el Comité Ejecutivo las facultades que estime conveniente. En cuanto a la forma de tomar los acuerdos, el Consejo se entenderá válidamente constituido cuando asistan a las sesiones, además del Presidente y el Secretario (cuya presencia es inexcusable salvo sustitución, por causa justificada, por el Vicepresidente y el Vicesecretario) de la mitad al menos de dos de sus miembros, pudiendo estos delegar su representación en otro miembro del mismo. Los acuerdos, siempre, se adoptarán por mayoría de votos de los presentes, gozando, en caso de empate, el presidente de voto de calidad.

c) *El Comité Consultivo*: Regulado, además de por las normas apuntadas, por el Real Decreto 303/2012 de 3 de febrero. Se encuentra integrado por el Vicepresidente de la CNMV y 17 vocales (dos por los mercados secundarios oficiales y los Sistemas Multilaterales de Negociación, uno en representación de los Sistemas de Compensación y Liquidación de Valores y de las Entidades de Contrapartida Central, dos por los emisores, cuatro por los inversores, tres por las Entidades de crédito, uno por las Entidades aseguradoras, uno por los analistas financieros, uno por el sector de la auditoria, uno por el propio Consejo de la CNMV, uno por el Fondo de Garantía de Inversiones, uno por cada Comunidad Autónoma con competencias en este tema. El citado Comité Consultivo tiene encomendado, sobre todo, funciones de asesoramiento al Consejo. Igualmente tiene asignadas funciones de preparación de futuras Circulares a dictar por el Consejo y deberá informar en todos los asuntos y cuestiones que le solicite este último⁸², en particular sobre las materias directamente relacionadas con el Mercado de Valores que vayan a ser objeto de disposiciones de carácter general a dictar por el Gobierno o el Ministerio de Economía y Competitividad.

⁸² Según establece el artículo 31, número 2º del TRLMV, el informe del Comité Consultivo será preceptivo en relación a:

1º.- Los proyectos de Circulares de la CNMV en relación con los mercados.

2º.- La autorización, la revocación y las operaciones societarias de las Empresas de Servicios de Inversión y de las restantes personas o entidades que actúen al amparo del artículo 145º,2º (otras entidades autorizadas a prestar servicios de inversión), cuando así se establezca reglamentariamente, atendiendo a su transcendencia económica y jurídica.

3º.- La autorización y revocación de las sucursales de Empresas de Servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea, y los restantes sujetos del Mercado de Valores, cuando así se establezca reglamentariamente, teniendo en cuenta la relevancia económica y jurídica de tales sujetos.

d) *El Presidente del Consejo*: La figura del Presidente, como órgano personal e individual, junto con la del Consejo, como órgano colectivo y colegiado, se configuran en nuestra legislación, como auténticos motores en la actuación de la Comisión. En este sentido, a pesar de que las decisiones y funciones más importantes vienen atribuidas, por la legislación, como decisiones colegiadas del Consejo, la estructura de la Comisión hace residir en la figura del Presidente un importante número de funciones, dando una imagen de organización, hasta cierto punto, en nuestra opinión, presidencialista. La figura del Presidente de la Comisión, junto con la del Vicepresidente, vienen definidas, tanto por el TRLMV, como por el Reglamento de Régimen Interior⁸³, como auténticos órganos administrativos personales de la CNMV. En particular, el Presidente ostenta la representación legal de la CNMV y, como tal, es el encargado de firmar los contratos y convenios en los que participe la Comisión. Se asegura que la CNMV ajuste su actuación a la legalidad y al cumplimiento de las leyes. Además, es el órgano que sirve de puente entre la CNMV, el Gobierno y el Ministerio de Economía y Competitividad respectode los acuerdos adoptados por el Consejo o la Comisión Ejecutiva. Igualmente convoca, dirige y coordina las sesiones del Consejo, gozando a este respecto de voto de calidad en las votaciones del mismo y tiene “vis atractiva” sobre todas aquellas cuestiones no atribuidas, expresamente, a otros órganos de la CNMV. Preside el Consejo y el Comité Ejecutivo de la institución.

e) Por lo que respecta al *Vicepresidente*, tiene, como función principal, la sustitución del Presidente en los casos de vacante, incapacidad o ausencia del mismo. Igualmente, preside el Comité Consultivo y es miembro tanto del Consejo como del Comité ejecutivo, en este sentido ejercerá las funciones que le delegue el Presidente o el Consejo.

III) LOS OPERADORES DEL MERCADO ESPAÑOL: LAS EMPRESAS DE SERVICIOS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (ESI'S).

La antigua Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, viene a suponer un cambio radical tanto, objetivo como subjetivo en la configuración y desarrollo de nuestro Mercado de Valores. Desde el punto de vista objetivo, por cuanto da una mayor amplitud al mercado, pasándose a negociar instrumentos financieros, hasta ese momento, desconocidos de nuestro Mercado, igualmente, se consigue reestructurar todos los mercados existentes bajo una autoridad única que es la CNMV. Desde una perspectiva subjetiva, se sustituyen a los Agentes de Cambio y Bolsa, personas físicas,

⁸³ Así se establece en el artículo 5º del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, aprobado por Resolución de su Consejo de fecha 10 de julio de 2003.

cuyo estatuto jurídico era una mezcla de la condición de funcionario y comerciante, que además de la intermediación en el Mercado de Valores tenían encomendadas funciones fedatarias, por unas nuevas entidades jurídicas que a partir de ese momento la Ley les atribuye la negociación, bien por cuenta propia y ajena, bien por cuenta ajena, en los mercados. Por ello, se afirma⁸⁴, si desde una perspectiva objetiva la Ley de 1988 supuso una profunda reforma del Mercado de Valores Español, desde una perspectiva subjetiva, el cambio fue mucho más radical por cuanto fueron sustituidos unos intermediarios por otros, rompiendo de manera absoluta con el sistema y la tradición anterior.

En el actual TRLMV (igual que ocurría con la antigua Ley) la labor de actuación en los mercados se otorga a unas entidades denominadas Empresas de Servicios y Actividades de Inversión (abreviadamente ESI's), pero esta labor, de agentes u operadores del mercado, no se la da en exclusiva por cuanto permite, igualmente, la actuación en el mismo (en sus distintas especialidades) a las entidades de crédito (sujetas estas a una doble supervisión: CNMV y Banco de España), conforme se establece, de forma explícita, en el artículo 145 del TRLMV, con lo cual se rompe⁸⁵, la denominada “especialización subjetiva” que la Ley del Mercado de Valores quiso introducir como uno de sus pilares básicos. Ello se basa, fundamentalmente, en que las entidades de crédito han tenido, desde siempre, una íntima relación con los distintos mercados por cuanto eran, a través, de sus redes, unos importantísimos canalizadores de órdenes hacia los mercados. De ahí que siempre se ha hablado de la “bancarización” de nuestro Mercado de Valores. No vamos a entrar aquí, por cuanto no es el objetivo principal de este estudio, analizar si la reforma del mercado de valores, puesta en marcha a partir de 1988, ha supuesto que las entidades de crédito españolas alcancen, todavía, mayor grado de injerencia en nuestro mercado de valores (a nuestro juicio indiscutible y cuyo análisis sería, sin duda, muy interesante). Nos limitamos, en consecuencia, a apuntar y señalar esta cuestión que se da hoy en día, de forma incuestionable.

Pues bien, con la salvedad apuntada, los intermediarios financieros, en nuestros mercados son las denominadas Empresas de Servicios de Inversión (en adelante ESI's). La denominación de estas Entidades se produce con la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores 37/1998 de 16 de noviembre⁸⁶, que agrupó, bajo este concepto cuatro tipos distintos de entidades relacionadas con el Mercado de Valores y que ya estaban,

⁸⁴ LÓPEZ SANTANA, Nieves: “Los protagonistas del tráfico desarrollado en los Mercados de Valores” (en la obra colectiva: “Derecho Mercantil, contratación en el Mercado de Valores”. Coordinadores Guillermo J. JIMÉNEZ SÁNCHEZ y Alberto DÍAZ MORENO), volumen VI, Marcial Pons, 15^a Edición actualizada, Madrid, 2013, pág. 87.

⁸⁵ LÓPEZ SANTANA, Nieves: Óp. cit. pág. 104

⁸⁶ LÓPEZ SANTANA, Nieves, recoge, en la obra citada, concretamente en su página 86, un amplio conjunto de Circulares dictadas, en materia de los ESI's, por la CNMV.

prácticamente todas, creadas con anterioridad. Así, se definen, como ESI's: Las Agencias de Valores, las Sociedades de Valores, las Sociedades Gestoras de Carteras y las Entidades de Asesoramiento Financiero. El artículo 138 del TRLMV, y en este sentido, igualmente, el artículo 4 del Real Decreto 217/2008⁸⁷ las define como “aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional a terceros y adoptan una de las formas jurídicas que establece el artículo 143 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores”. A su vez, el artículo 138, número 2º del TRLMV distingue, dentro de estos servicios, los denominados “servicios propios de inversión” y los llamados “servicios auxiliares”, teniendo estos últimos el carácter de actividades secundarias y complementarias de los anteriores.

Como en parte ya hemos apuntado, las ESI's están reguladas por:

1º.- El TRLMV de 23 de octubre del 2015 (con las modificaciones introducidas por los Reales Decretos Ley de 29 de diciembre de 2017 y 28 de septiembre de 2018), concretamente en el capítulos I, II y III, artículos 138 a 173.

2º.- Por el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero⁸⁸.

3º.- Por la Circular de la CNMV 10/2008 de 30 de diciembre (complementaria y aclaratoria del Real Decreto 217/2008⁸⁹ en lo que se estime que permanece vigente).

⁸⁷ Según la redacción dada por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

⁸⁸ Modificado, a su vez, por el Real Decreto 358/2015 de 8 de mayo y, nueva y recientemente, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por *Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre* y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

⁸⁹ Vigente, en tanto en cuanto, no haya sido modificada por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido.

En este sentido, con fecha 3 de enero de 2018 entró en vigor la legislación, denominada MIFID II, contenida en la Directiva de la Unión Europea 2016/1034 de 23 de junio, del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento de la UE 2016/1033 de 23 de junio, del Parlamento Europeo y del Consejo, ambos, relativos a los mercados de instrumentos financieros, que comporta importantes modificaciones en cuanto a la forma de actuar de estas entidades y que, como hemos apuntado han sido transpuestas mediante los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre⁹⁰. Ambos Reales Decretos Ley complementados reglamentariamente, como hemos apuntado, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre

Las ESI's se configuran en la legislación vigente del Mercado de Valores, como agentes exclusivos en la prestación de "servicios de inversión". Es lo que se ha denominado como "reserva de denominación"⁹¹ que hace la legislación del Mercado de Valores en el sentido de que ninguna otra entidad (con las salvedades apuntadas para las Entidades de crédito) pueda desarrollar esta actividad reservada, en exclusiva, a las citadas ESI's⁹² (artículos 144 TRLMV y 7 del Real Decreto 217/2008⁹³, en la redacción

⁹⁰ Según se dispone en la Disposición final segunda del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre se incorporan parcialmente, mediante dicha norma, a nuestro ordenamiento jurídico:

- a) La Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE;
- b) La Directiva (UE) 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio de 2016, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE, relativa a los mercados de instrumentos financieros; y
- c) La Directiva Delegada (UE) 2017/593 de la Comisión de 7 de abril de 2016 por la que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la salvaguardia de los instrumentos financieros y los fondos pertenecientes a los clientes, las obligaciones en materia de gobernanza de productos y las normas aplicables a la entrega o percepción de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios o no monetarios.

⁹¹ LÓPEZ SANTANA, Nieves: Op. cit. pág. 86 "*in fine*".

⁹² En este sentido la nueva redacción del artículo 7.1 del Real Decreto 217/2018 de 15 de febrero dada por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre indica, textualmente:

"Las denominaciones sociales de las empresas de servicios de inversión descritas en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, incluirán, de forma obligada, la mención a la clase de empresa de servicios de inversión de que se trate: sociedad de valores, agencia de valores, sociedad gestora de carteras, empresa de asesoramiento financiero, o sus abreviaturas SV, AV, S.G.C. y E.A.F., en la correspondencia, comunicaciones electrónicas, impresos, publicidad, contratos y, en general, en todas las referencias públicas de cualquier clase que provengen de tales entidades".

⁹³ Modificado por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

dada a este último, por el Real Decreto Ley 1464/2018 de 21 de diciembre) con las matizaciones que posteriormente comentaremos⁹⁴.

⁹⁴ El nuevo artículo 139 del TRLMV, en la redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, establece los supuestos de personas o entidades a los que la Ley no se aplica, que, según dicho texto legal se concretan en las siguientes:

“ a) Las entidades sujetas a la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras y su normativa de desarrollo, cuando ejerzan las actividades contempladas en dicha ley.

b) Las personas que presten servicios y actividades de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices.

c) Las personas que presten un servicio de inversión, cuando dicho servicio se preste de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, y siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluyan la prestación de dicho servicio, en los términos previstos en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016.

d) Las personas que negocien por cuenta propia con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas, derechos de emisión, o derivados de estos, y que no presten ningún otro servicio de inversión o realicen ninguna otra actividad de inversión con instrumentos financieros distintos de los derivados sobre materias primas o de derechos de emisión o derivados de estos, a no ser que tales personas:

1.º Sean creadores de mercado,

2.º Sean miembros o participantes de un mercado regulado o un SMN por una parte, o tengan un acceso electrónico directo a un centro de negociación, por otra, excepto las entidades no financieras que ejecuten en un centro de negociación operaciones que reduzcan de manera objetivamente mensurable los riesgos vinculados directamente a la actividad comercial o a la actividad de financiación de tesorería de las mencionadas entidades no financieras o sus grupos,

3.º Apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia, o

4.º Negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes.

Las personas exentas al amparo de las letras a), i) o j), no tendrán que cumplir las condiciones establecidas en esta letra d) para quedar exentas.

e) Los operadores con obligaciones con arreglo a la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero, que, cuando negocien derechos de emisión, no ejecuten órdenes de clientes y no presten servicios o actividades de inversión más que la negociación por cuenta propia, siempre y cuando no apliquen técnicas de negociación algorítmica de alta frecuencia.

f) Las personas que presten servicios y actividades de inversión consistentes exclusivamente en la gestión de sistemas de participación de los trabajadores.

g) Las personas que presten servicios y actividades de inversión que consistan únicamente en la gestión de sistemas de participación de trabajadores y en la prestación de servicios y actividades de inversión exclusivamente a sus empresas matrices, a sus filiales o a otras filiales de sus empresas matrices.

h) Los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), otros organismos nacionales con funciones similares en la Unión Europea, otros organismos públicos que se encargan de la gestión de la deuda pública o intervienen en ella en la Unión Europea así como a las instituciones financieras internacionales de las que son miembros dos o más Estados miembros que tengan la intención de movilizar fondos y prestar asistencia financiera en beneficio de aquellos de sus miembros que estén sufriendo graves problemas de financiación o que corran el riesgo de padecerlos.

i) Las instituciones de inversión colectiva, entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y los fondos de pensiones, independientemente de que estén o no coordinados en el ámbito de la Unión Europea, ni a los depositarios y sociedades gestoras de dichas instituciones.

j) Las personas que o bien negocien por cuenta propia, incluidos los creadores de mercado, con derivados sobre materias primas o con derechos de emisión o derivados de estos, excluidas las personas que negocien por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes, o bien presten servicios y actividades de inversión, por cuenta ajena, en derivados sobre materias primas o en derechos de emisión o derivados sobre tales derechos a los clientes o proveedores de su actividad principal, siempre que:

1.º Sobre una base individual y agregada, se trate de una actividad auxiliar con respecto a la principal, considerada en relación con el grupo, y dicha actividad principal no constituya prestación de servicios y actividades de inversión en el sentido de esta ley o una actividad legalmente reservada a las entidades de crédito según la Ley 10/2014, de 26 de junio, o cuando actúen como creadores de mercado en relación con derivados sobre materias primas,

2.º no apliquen una técnica de negociación algorítmica de alta frecuencia,

3.º informen anualmente a la autoridad competente correspondiente de que recurren a esta excepción y, cuando esta lo solicite, del motivo por el que consideran que su actividad es auxiliar con respecto a su principal.

La determinación de una actividad como auxiliar a los efectos de este apartado se realizará de conformidad con lo dispuesto en el Reglamento Delegado (UE) n.º 2017/592 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar a la principal.

k) Las personas que prestan asesoramiento en materia de inversión en el ejercicio de otra actividad profesional no regulada por esta ley, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada.

l) Los gestores de la red de transporte, según la definición del artículo 2, apartado 4, de la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE, o del artículo 2.4, apartado 4, de la Directiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior del gas natural y por la que se deroga la Directiva 2003/55/CE, cuando desempeñen los cometidos que les imponen dichas Directivas, el Reglamento (CE) n.º 714/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, relativo a las condiciones de acceso a la red para el comercio transfronterizo de electricidad y por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 1228/2003, o el Reglamento (CE) n.º 715/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre las condiciones de acceso a las redes de transporte de gas natural y por el que se deroga el Reglamento (CE) n.º 1775/2005, o los códigos de red o directrices adoptados con arreglo a dichos Reglamentos, a las personas que actúan en su nombre como proveedores de servicios para realizar su cometido en virtud de las directivas o reglamentos mencionados o de los códigos de red o directrices adoptados con arreglo a dichos reglamentos, y a los operadores o administradores de un mecanismo de compensación de energía, una red de distribución o un sistema destinado a mantener en equilibrio la oferta y la demanda de energía cuando lleven a cabo ese tipo de actividades.

Esta excepción solo se aplicará a personas que intervengan en las actividades mencionadas suprasí realizan actividades de inversión o prestan servicios y actividades de inversión relacionados con derivados sobre materias primas para llevar a cabo tales actividades. Esta excepción no se aplicará respecto de la gestión de un mercado secundario, incluidas las plataformas de negociación secundaria en derechos financieros de transporte.

2. Los derechos conferidos por esta ley no se harán extensivos a la prestación de servicios en calidad de contraparte en operaciones realizadas por organismos públicos que negocian deuda pública o por miembros del SEBC, dentro de las funciones que les son asignadas en virtud del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y por el Protocolo nº 4 de los Estatutos del SEBC y del Banco

Central Europeo (BCE) o en el ejercicio de funciones equivalentes con arreglo a disposiciones nacionales.

3. Lo dispuesto en los artículos 85 y 86, se aplicará asimismo a las personas que estén exentas al amparo de este artículo.»

A su vez el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre introduce un nuevo artículo 139 bis, ampliando los supuestos de exclusiones a que hace referencia el artículo anterior en los siguientes términos:

"a) Personas y entidades que no estén autorizadas a:

1.º Tener fondos o valores de clientes y que, por tal motivo, no puedan en ningún momento colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes, y

2.º Prestar servicios y actividades de inversión, a no ser la recepción y transmisión de órdenes sobre valores negociables o la prestación de asesoramiento en materia de inversión en relación con dichos instrumentos financieros.

b) Personas que presten servicios y actividades de inversión exclusivamente en materias primas, derechos de emisión o derivados sobre estos con la única finalidad de dar cobertura a los riesgos comerciales de sus clientes, siempre que estos últimos sean exclusivamente empresas eléctricas locales en la definición del artículo 2.35, de la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, o compañías de gas natural en la definición del artículo 2, apartado 1, de la Directiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, y siempre que estos clientes tengan conjuntamente el 100 por cien del capital o de los derechos de voto de estas personas, ejerzan conjuntamente el control y estén exentos en virtud del artículo 139.1.j), si prestan por sí mismos estos servicios y actividades de inversión; o

c) Personas que presten servicios y actividades de inversión exclusivamente en derechos de emisión o derivados sobre estos con la única finalidad de dar cobertura a los riesgos comerciales de sus clientes, siempre que estos últimos sean exclusivamente titulares en la definición del artículo 3. f), de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, y siempre que estos clientes tengan conjuntamente el 100 por ciento del capital o de los derechos de voto de estas personas, ejerzan conjuntamente el control y estén exentos en virtud del artículo 139.1.j), si prestan por sí mismos estos servicios y actividades de inversión.

2. Las personas previstas en la letra a) del apartado anterior podrán transmitir únicamente órdenes a las siguientes entidades autorizadas:

a) Empresas de servicios y actividades de inversión autorizadas,

b) Entidades de crédito autorizadas de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE,

c) Sucursales de empresas de servicios y actividades de inversión o de entidades de crédito que estén autorizadas en un tercer país y que estén sujetas y se ajusten a normas prudenciales que las autoridades competentes consideren al menos tan estrictas como las establecidas en esta ley, en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013 o en la Ley 10/2014, de 26 de junio,

d) instituciones de inversión colectiva autorizadas con arreglo a la legislación de un Estado miembro a vender participaciones al público o a los gestores de tales instituciones; y

e) sociedades de inversión de capital fijo, con arreglo a la definición del artículo 17.7, de la Segunda Directiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2012 tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución

Respecto a lo que se considera “servicios y actividades de inversión” viene recogido en el artículo 140 del TRLMV, según la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre. Resumidamente podemos incluir los siguientes⁹⁵:

- a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con los instrumentos financieros recogidos en el artículo 2 del TRLMV.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de sus clientes.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión de carteras de inversión.
- e) La colocación de instrumentos financieros sin base a un compromiso firme.
- f) El aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- g) El asesoramiento en materia de inversión.
- h) La gestión de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN).
- i) La gestión de Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital, cuyas obligaciones coticen o se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro.

3. Las personas previstas en el apartado 1 que reciban autorización para quedar excluidas de la aplicación de los requisitos y obligaciones establecidas en esta ley y sus disposiciones de desarrollo:

- a) Estarán sujetas a los requisitos y al régimen de supervisión que se establezca reglamentariamente, y b) no podrán prestar servicios y actividades de inversión ni servicios auxiliares, ya sea a través del establecimiento de una sucursal, ya sea mediante la libre prestación de servicios o prestación de servicios sin sucursal, en los términos establecidos en el capítulo III del título V.»

⁹⁵ El Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre introduce dos novedades respecto a la redacción anterior del artículo 140 del TRLMV:

Por una parte acota, de manera más precisa, el concepto de “asesoramiento” al señalar que no constituirá este las recomendaciones dadas a los clientes en relación a los diversos instrumentos financieros, sin que se considere como tal, las recomendaciones de carácter general y no personalizado que caigan en la esfera de comunicaciones de carácter comercial o de divulgación de cara al público.

Por otro lado, al indicar que “los actos llevados a cabo por una empresa de servicios y actividades de inversión que sean preparatorios para la prestación de un servicio de inversión deben considerarse parte integrante del servicio”.

Por otra parte, el artículo siguiente, 141 (también modificado por el Real Decreto Ley citado anteriormente), define lo que se entiende por “servicios auxiliares”, entendiendo por tales:

- a) La custodia y administración por cuenta de los clientes de los instrumentos, incluidos la custodia y servicios conexos como la gestión de tesorerías y de garantías.
- b) La concesión de préstamos o créditos a los inversores, en relación con sus operaciones sobre instrumentos financieros, previstos en el artículo 2 del TRLMV siempre que, en dicha operación intervenga la empresa que concede el préstamo o crédito.
- c) Determinados aspectos sobre la consultoría de empresas en relación a la estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento sobre fusiones y adquisiciones de empresas.
- d) Los servicios relacionados con el asesoramiento.
- e) La elaboración de análisis financieros e informes de inversión en relación a los instrumentos financieros.
- f) La actividad del cambio de divisas, cuando estén relacionados con los servicios y actividades de inversión.
- g) Determinadas actividades auxiliares relacionadas con subyacentes no financieros de los instrumentos financieros previstos en los apartados e), f), g) y j) del anexo contenido en el Real Decreto Ley⁹⁶ cuando se hayan vinculados a la prestación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares.

Todas estas operaciones, tanto en su vertiente de “servicios financieros” como de “servicios auxiliares”, se afirma, que se realizan sobre los denominados instrumentos financieros contemplados en el artículo 2 (junto con su anexo) del TRLMV⁹⁷, concepto este que, como ya sabemos, es mucho más amplio que el de valores negociables, incluyendo, por supuesto, los derivados, en sus múltiples formas y contrataciones, sobre distintos subyacentes, así como, las operaciones

⁹⁶ A nuestro juicio y desde un punto de vista de técnica legislativa, la delimitación del contenido del nuevo artículo 2 del TRLMV se efectúa de forma poco ortodoxa, al remitirse el citado artículo 2 al anexo, que bajo el título “instrumentos financieros comprendidos en el ámbito del texto refundido de la ley del Mercado de Valores”, contiene el conjunto de valores negociables e instrumentos financieros a los que se aplica el TRLMV.

⁹⁷ PAREJO GÁMIR, José Alberto, CALVO BENARDINO, Antonio, RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis, CUERVO GARCÍA, Álvaro y ALCALDE GUTIERREZ, Eduardo: Op. cit. pág. 452.

que se realicen sobre activos monetarios aunque, estos últimos, no puedan calificarse de valores mobiliarios.

Otra de las características de las ESI's es que, las cuatro categorías de las mismas, están sujetas a la *previa autorización administrativa*, condición necesaria para poder comenzar a desarrollar sus actividades⁹⁸, estableciéndose, así, en el artículo 149, nº 1 del TRLMV (después de la modificación introducida por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) que “corresponderá a la CNMV autorizar la creación de Empresas de Servicios y Actividades de Inversión. En todo caso, la tramitación del procedimiento se llevará a cabo a través de medios electrónicos”, la cual en todo caso debe ser “motivada”, entendiéndose desestimada, por silencio administrativo, si en el plazo de seis meses, a la recepción de la solicitud no hay resolución expresa (149, nº 2). La autorización, como hemos apuntado, será válida para todo el territorio de la Unión Europea y deberá concretar cuales son los servicios y actividades de inversión, así como, los servicios auxiliares a que se refiere la misma⁹⁹.

Veamos, aunque sea someramente, las particularidades de cada una de las denominadas Empresas de Servicios y Actividades de Inversión (ESI's):

A) Agencias y Sociedades de Valores:

Son la pieza angular de los intermediarios financieros establecidos por la nueva legislación de nuestro Mercado de Valores. Creadas por la antigua Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, vinieron a sustituir a los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa, en sus funciones de operadores de los distintos mercados, en especial con una larga tradición en la negociación bursátil.

⁹⁸ El nuevo nº 2, párr. 2º del citado artículo 149 establece que la autorización concedida por la CNMV será válida para toda la Unión Europea permitiéndose, en consecuencia, que las ESI's puedan realizar sus actividades para las que haya sido autorizada por la citada CNMV en todo el espacio de la Unión Europea.

En el mismo sentido el citado Real Decreto Ley prevé que el establecimiento de sucursales de empresas de servicios y actividades de inversión autorizadas conforme a legislación de los respectivos países integrantes de la Unión Europea solo requerirá comunicación previa y, en ningún caso, autorización expresa de la CNMV.

⁹⁹ Véase, en este sentido el desarrollo reglamentario del procedimiento y requisitos de la autorización administrativa requerida contenida en los artículos 12 a 22 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero en la nueva redacción dada los mismos por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

En la actualidad vienen contempladas, como ESI's, en el artículo 143, del TRLMV. La diferencia entre una y otra se da, sucintamente, en cuanto a los requisitos de constitución y a su ámbito de actuación. Respecto de las primeras, el capital mínimo, para la constitución de una Agencia de Valores son 125.000 euros, en cambio, para las Sociedades de Valores son 730.000 euros, en ambos casos, totalmente desembolsado. No obstante las agencias de valores autorizadas a prestar los servicios de gestión de un SMN o un SOC deberán tener un capital mínimo de 730.000¹⁰⁰. Deben tener, como objeto social exclusivo, las funciones restringidas (caso de las Agencias de Valores¹⁰¹) o plenas (Sociedades de Valores) de las actividades que componen los servicios de inversión. Ambas tienen que adoptar la forma de sociedad anónima. Respecto de las Agencias de Valores, tienen un ámbito de actuación limitado, solo pueden operar por cuenta ajena quedando vetada, a las mismas, tomar posiciones por cuenta propia, así como gestionar su propia cartera de negociación; en cambio, las Sociedades de Valores pueden realizar todo tipo de actividades definidas como servicios de inversión y, en particular, pueden negociar, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, toda clase de instrumentos financieros, así como participar en cualquier clase de actividad de aseguramiento, tanto de emisiones en mercado primario, como de ofertas públicas de venta. Igualmente, pueden conceder préstamos y créditos, a sus clientes, para su inversión en valores.

Las Sociedades de Valores tienen, por tanto, una capacidad plena, en cuanto a su actuación en el Mercado de Valores, a diferencia de las Agencias de Valores, cuya actividad, como se ha indicado viene, prácticamente, limitada a tramitar y ejecutar las órdenes recibidas de sus clientes junto con la prestación de algunos servicios auxiliares previstos en el TRLMV.

B) Las Sociedades Gestoras de Carteras:

¹⁰⁰ Artículo 15.1, apartado b) del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero en la nueva redacción dada los mismos por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

¹⁰¹ No obstante el artículo 52, apartados 1 y 2 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero en la nueva redacción dada a los mismos por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, establece la posibilidad de que las agencias de valores puedan realizar algunas operaciones específicas por cuenta propia. En este sentido, es especialmente importante el contenido de dicho artículo en su apartado 1 al señalar:

"Las agencias de valores, podrán negociar por cuenta propia en valores admitidos a negociación en centros de negociación con el fin exclusivo de rentabilizar sus recursos propios hasta el importe de estos, deducidos las inversiones permanentes o de baja liquidez que la Comisión Nacional del mercado de Valores determine".

Este tipo de ESI's, son entidades que, exclusivamente, pueden prestar las siguientes actividades:

- a) La gestión individualizada y discrecional de portfolios de inversión conforme a los mandatos recibidos de sus clientes.
- b) El asesoramiento en materia de inversión, dando a sus clientes recomendaciones de inversión en relación a la contratación de los distintos instrumentos financieros previstos en el artículo 2 del TRLMV.
- c) El asesoramiento a empresas sobre estructura de capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación a fusiones y adquisiciones de empresas.
- d) La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativas a las operaciones sobre instrumentos financieros.

La nueva redacción dada al número 4 del artículo 143 del TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre establece la prohibición respecto de estas empresas, de tener fondos o valores de clientes por lo que, en ningún caso, podrán colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes¹⁰².

Como se ve, por tanto, tiene un ámbito de actuación, todavía, más limitado que las Agencias y Sociedades de Inversión, teniendo que limitarse a gestionar la composición de las carteras, conforme a las instrucciones recibidas de sus clientes, junto con la actividad de asesoramiento que se les permite. Las Sociedades Gestoras de Carteras deben ser, igualmente, sociedades anónimas, con un capital mínimo de 50.000 euros, totalmente desembolsado y un seguro de responsabilidad civil profesional (sustituible por un aval u otra garantía suficiente) que permita cubrir las posibles responsabilidades en que incurran en su actividad empresarial.

C) Las Empresas de Asesoramiento Financiero:

Las Empresas de Asesoramiento Financiero, conocidas como EAIFI's, fueron creadas por la Ley 47/2007. Pueden ser, conforme a su estatuto regulatorio tanto personas físicas como jurídicas. En este último caso, pueden revestir tanto la forma de sociedad anónima como sociedad

¹⁰² En igual sentido el artículo 53 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, en la nueva redacción dada al mismo por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

limitada (único supuesto de ESI's en que se admite esta forma); en ambos casos, deben tener un capital mínimo de 50.000 euros y un seguro de responsabilidad civil con determinadas especificaciones. Pueden, igualmente, en determinados casos operar por cuenta propia¹⁰³.

De los cuatro tipos de entidades vistas son las que tienen unas competencias más reducidas. Conforme al artículo 143 del TRLMV, se deben limitar a prestar, exclusivamente, actividades de asesoramiento financiero a sus clientes sin que en ningún caso puedan hacer ningún tipo de actividad encaminada a la gestión de sus inversiones. Pueden, igualmente, prestar algún servicio auxiliar de asesoramiento empresarial en relación a la estructura de capital e industrial de sus clientes.

En caso de que la empresa de asesoramiento financiero se configure bajo la base de una persona física, esta debe reunir una serie de requisitos en orden a la honorabilidad exigida a la misma, así como tener unos conocimientos específicos en materia del Mercado de Valores. Igualmente, en todo caso, deben contar con la organización interna adecuada y dotarse de un reglamento interno de conducta¹⁰⁴.

En general, se indica¹⁰⁵, todas las ESI's tienen que tener el capital inicial compuesto, exclusivamente, por uno o más de los elementos mencionados en el artículo 26. 1. a), b), c), d) y e) del Reglamento de la Unión Europea nº 575/2013, de fecha 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las Entidades de Crédito y las Empresas de Inversión por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012. Según el mismo, el capital inicial debe componerse de instrumentos del propio capital, primas de emisión conexas con los instrumentos de capital, ganancias acumuladas, resultados integrados acumulados y reservas de cualquier clase.

En otro orden de cosas, como ya hemos apuntado las ESI's autorizadas en otro Estado, miembro de la Unión Europea, que gocen del

¹⁰³ El artículo 53 bis del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, en la nueva redacción dada al mismo por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, establece, en este sentido, que:

"las empresas de aasesoramiento financiero que sean personas jurídicas sólo podrán adquirir valores por cuenta propia en las circunstancias previstas en los apartados 1, 2, a excepción de sus párrafos a) y b), y 3 del artículo 52 del presente Real Decreto".

¹⁰⁴ A este respecto del reciente Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, mejora la redacción dada al primitivo artículo 143, párrafo segundo del número 5, del TRLMV, al señalar que "en ningún caso las actividades desarrolladas por las empresas de asesoramiento financiero estarán cubiertas por el fondo de garantía de inversiones. Estas empresas no están autorizadas a tener fondos o valores de clientes por lo que, en ningún caso, colocarse en posición deudora con respecto a sus clientes"

¹⁰⁵ TAPIA HERMIDA, Alberto J.: Op. cit. pág. 316.

denominado “pasaporte comunitario”, es decir, aquellas empresas que tiene su sede social en cualquier Estado de la Unión Europea y están autorizadas, en su país de origen, a prestar servicios de inversión, conforme establece el artículo 169 nº 1 del TRLMV (en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de diciembre), pueden prestar dichos servicios libremente en España, bien de forma directa o bien a través de sucursales, bastando de dicho artículo la autorización del país de origen para prestar dichos servicios y la comunicación previa a la CNMV¹⁰⁶.

Si, por el contrario estamos en presencia de ESI’s autorizadas en Estados no miembros de la Unión Europea será necesario, para que puedan actuar en España, conforme al artículo 173 del TRLMV, la autorización previa por parte de la CNMV (o, en su caso, del Banco de España, si se trata de entidades de crédito con sede fuera del ámbito de la Unión Europea que quieran prestar servicios o actividades de inversión), tanto pretendan prestar sus servicios, bien de forma libre y directa, bien mediante el establecimiento de una sucursal.

Por último, indicaremos que las ESI’s, una vez autorizadas a operar pueden solicitar ser miembros de los mercados secundarios oficiales (artículo 138, nº1 del TRLMV) teniendo la opción de valerse, salvo que se trate de empresas de asesoramiento financiero¹⁰⁷, tal y como prevé el artículo 146 del TRLMV, de una red de agentes para cumplir con sus fines sociales, los cuales actuarán, siempre, por cuenta y riesgo de las Empresas de Servicios Financieros para la que trabajen¹⁰⁸.

¹⁰⁶ El principio general, en la actuación transfronteriza en la Unión Europea, lo fija el nuevo artículo 164 del TRLMV, al indicar que el régimen contenido en capítulo III del título V, artículos 164 a 169 (modificado por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) será de aplicación a las empresas de servicios y actividades de inversión de cualquier país, tanto de la Unión Europea como del Espacio Económico Europeo, pudiendo actuar aquellas en cualquier país de los comprendidos en sus áreas respectivas solo con la autorización dada por el país de origen de la entidad.

A su vez, respecto de terceros países no miembros de la Unión Europea, conforme al artículo 171 nº 2, en la nueva redacción dada al precepto por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, se exige la autorización de la CNMV y el necesario establecimiento de una sucursal para el desarrollo de los servicios y actividades de inversión.

En este sentido, conforme al nuevo nº 3 del artículo 138 del TRLMV, modificado por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre “las referencias que en esta Ley se hacen a las empresas de servicios de inversión y autoridades de Estados miembros de la Unión Europea incluyen, también a las que pertenezcan a otros Estados del Espacio Económico Europeo. Asimismo, las referencias de esta Ley se hacen a los Estados miembros de la Unión Europea, incluyen también a los Estados miembros del Espacio Económico Europeo”.

¹⁰⁷ Excluidos, según la nueva redacción dada al nº 1º del artículo 146 por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹⁰⁸ La nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre al artículo 146 del TRLMV deslegaliza, remitiéndose a su posterior desarrollo reglamentario, los requisitos exigidos necesarios para poder actuar como agente de las ESI’s.

En general, podemos concluir, como se afirma¹⁰⁹, la regulación que se ha establecido para todas las categorías de entidades relacionadas con el Mercado de Valores español, salvando las diferencias con las entidades de crédito, se las dota de un estatuto especial (autorización administrativa previa, requisitos de solvencia, normas de titularidad de las acciones y régimen de estas, supervisión y control de las entidades y normas sancionadoras) que las asemeja a las citadas Entidades de Crédito, respecto a sus requisitos generales de control, para el desarrollo de la actividad que desempeñan.

IV) EL MERCADO, SUS OPERADORES (ESI's), LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA MIFID II Y EL REGLAMENTO MIFIR. CONSIDERACIÓN GLOBAL DE LOS REALES DECRETOS LEY 21/2017 DE 29 DICIEMBRE Y 14/2018 DE 28 DE SEPTIEMBRE, JUNTO CON SU DESARROLLO COMPLEMENTARIO DADO POR EL REAL DECRETO 1464/2018 DE 21 DE DICIEMBRE.

No queremos acabar este apartado sin hacer referencia a las implicaciones, que para las ESI's, supone la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico, de las normas sobre MIFID II y MIFIR.

La nueva regulación, representada por los Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre y, sobre todo por el reciente Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, nace como consecuencia de la necesidad de adaptar la antigua legislación contenida en MIFID I a los cambios habidos, en los mercados de valores, en los últimos años. En particular la nueva legislación persigue los siguientes objetivos:

- a) Limitar al máximo la contratación *Over The Counter (OTC)* intentando reconducir este tipo de operaciones a los centros de negociación autorizados y a las plataformas organizadas, por cuanto, se piensa, que con ello se podrá tener más controlados los posibles riesgos sistémicos que, la negociación en masa y fuera de los mercados organizados, puedan occasionar. Para ello se vuelven a regular los Sistemas Multilaterales de Negociación, estableciéndose tres categorías que posteriormente trataremos.

¹⁰⁹ CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis Javier: "El Mercado de Valores (I): Organización. La Inversión Colectiva" (en la obra colectiva "Lecciones de Derecho Mercantil"), volumen II, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 15^a edición, Navarra, 2017, pág. 269.

b) Introducir controles en los programas de contratación algorítmica automatizada, en particular la negociación denominada de alta frecuencia (*HFT*). La crítica, más generalizada, que se hace a estos programas es que fomentan y hacen crecer la volatilidad de los mercados¹¹⁰.

c) Conseguir más transparencia en la negociación en los mercados. Transparencia que se intenta sea tanto “*ex ante*” como “*ex post*” a la negociación, particularmente en lo referente a la información a facilitar a los clientes sobre los costes de las operaciones que pretenden realizar.

d) Reforzar la protección al inversor. En especial, se regula las clases de asesoramiento (asesoramiento independiente y asesoramiento no independiente) a prestar a los clientes, así como, la posterior comercialización y suscripción de los productos financieros. Se hace especial hincapié en la forma en que los actores del mercado pueden obtener sus incentivos, por el asesoramiento prestado a sus clientes prohibiéndose las retrocesiones de comisiones de terceros cuando el asesoramiento a los clientes, sea calificado como independiente.

e) En relación con los derivados, se regula, de forma específica, los derivados sobre materias primas.

La nueva regulación viene establecida, a nivel comunitario, por las siguientes disposiciones:

- Respecto de MIFID II, la Directiva 2014/65 de 15 de mayo, y del Consejo y del Parlamento Europeo (completada por la Directiva 2016/1034 de 23 de junio del Consejo y Parlamento Europeo), ha sido incorporada por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre. Ambos Reales Decretos Ley complementados, reglamentariamente, por el Real Decreto 1464/2918 de 21 de diciembre. Respecto del MIFIR, es de destacar el Reglamento de la Unión Europea 600/2014 de 15 de mayo.

¹¹⁰ A este respecto, el nuevo artículo 195, en la redacción dada por el Real Decreto 14/2018 de 28 de septiembre establece cuales son los controles que deben implantar las ESI's en relación a la negociación algorítmica, dejando, al futuro desarrollo reglamentario las obligaciones previstas, con carácter general, en el precepto. Por otra parte, el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre establece, igualmente, en su artículo 9 la necesidad de que los mercados regulados cuenten con los oportunos procedimientos y mecanismos para que los programas de negociación algorítmica no ocasionen distorsiones ni anomalías en la negociación realizada. En igual sentido, el artículo 10 del citado Real Decreto Ley, establece la obligatoriedad, en los mercados regulados, de advertir, por medio de los oportunos indicadores, tanto las órdenes generadas algorítmicamente como los diferentes algoritmos utilizados, así como las personas que hayan puesto en marcha dichas órdenes.

Su incorporación al derecho interno español se encuentra, en estos momentos, en la siguiente situación:

- En primer lugar, se dictó el Real Decreto-Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del Mercado de Valores, con el que se traspuso la Directiva 2014/65 en cuanto a las disposiciones, en ella previstas, sobre funcionamiento de los mercados y régimen sancionador. La urgencia en promulgar esta norma radicaba en impedir que los mercados españoles quedaran en una situación de desventaja, en relación a otros mercados europeos, que ya contaban con la normativa de la nueva Directiva, lo que podía ocasionar que la negociación de los principales títulos españoles se trasladase a otros mercados europeos que ya tuvieran incorporadas dichas normas.
- En cuanto al Reglamento MIFIR, no requiere transposición al derecho interno al tratarse de una norma de carácter reglamentaria y de aplicación directa.
- El anteproyecto de Ley de Transposición de la Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, y de la Directiva Delegada de la Comisión de 7 de abril de 2016, actualmente ha sido sustituido, por la promulgación, por razones de urgencia¹¹¹, del Real Decreto Ley 14/2018 de 8 de septiembre.
- Como desarrollo complementario, recientemente, se ha dictado el Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley de Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medida urgentes para la adaptación del derecho español, a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2018 de 15 de febrero sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores¹¹².

¹¹¹ Conforme se establece en la Exposición de Motivos del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre “la urgencia surge por cuanto el plazo de transposición de la Directiva está vencido y la Comisión Europea ha demandado al Reino de España, ante el TJUE, por falta de transposición completa de la Directiva”.

Así mismo, la creciente actividad de cambio de sede social a distintos países de la Unión Europea de las Entidades de Servicios de Inversión aconseja establecer un marco regulatorio, lo más exacto posible, con las directrices emanadas de la Unión Europea por cuanto ello facilitará la localización de las decisiones de inversión en nuestro país.

¹¹² Téngase presente las modificaciones introducidas por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado

Por lo que afecta a las modificaciones introducidas, en las ESI's, por la nueva regulación, el cambio, quizá más importante, es el que se refiere al distinto tipo de asesoramiento que, las entidades, deben hacer a sus clientes. Así se distingue entre el llamado "asesoramiento no independiente" y el "asesoramiento independiente" y que es lo que más preocupación ha causado en el sector. Así, si el asesoramiento es "independiente", las ESI's, así como, cualquier otra entidad comercializadora de productos, no podrán cobrar incentivos por la venta de fondos. Hasta ahora, las gestoras cedían, a los comercializadores, hasta el 60% de las comisiones que percibían. Era lo que se conocía, en la práctica, como "retrocesiones". MIFID II considera que se produce, con esta práctica, un conflicto de intereses con los clientes-inversores y, por ello, en estos casos, obliga a renunciar a dichas retrocesiones, proponiendo cobrar al cliente-inversor, por su asesoramiento, de forma directa. Si el asesoramiento es "no independiente" las entidades podrán seguir cobrando estas cantidades retrocedidas pero solo si demuestran que mejoran la calidad del servicio facilitado a los mismos ofreciéndolos, en la propuesta de compra de determinados productos que les hagan, alternativas similares a las que proponen. Para ello tendrán, entre otras posibilidades, que facilitar al cliente, junto con la propuesta elegida por la Entidad, un 25%, de fondos de terceras gestoras similares al elegido para que estos puedan decidir con libertad y conocimiento del mercado. Igualmente, si el asesoramiento es "independiente" las entidades deberán cobrar a sus clientes el IVA por este servicio (antes no había devengo del Impuesto por cuanto se producía a través de una retrocesión), en cambio, en el "asesoramiento no independiente" se podrá seguir cobrando, indirectamente, en las comisiones de venta y, por tanto, los clientes podrán seguir disfrutando de la ventaja fiscal consistente en el diferimiento del Impuesto¹¹³.

En este sentido¹¹⁴, desde el punto de vista del particular-inversor, la consecuencia más importante es la prohibición de recibir, por parte de las ESI's, pagos de terceros por comercializar sus productos así como la introducción de fuertes controles relacionados con la comercialización de productos financieros complejos (productos estructurados y derivados, entre otros) en relación a inversores no considerados idóneos respecto de dichos productos.

por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

¹¹³ Véase, en este sentido, lo indicado en el artículo 77 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre sobre los deberes generales de información de la ESI's.

¹¹⁴ PALÁ LAGUNA, Reyes: "Las implicaciones de MIFID II" (en la obra colectiva "La supervisión del Mercado de Valores"): Op. cit. pág. 228.

Igualmente, se exige que las personas, que las entidades dediquen a asesorar sobre servicios de inversión, cuenten, como mínimo, de seis meses de experiencia en este campo (responsabilizando a las entidades de dicha formación), tanto teórica como práctica de sus empleados en relación a las actividades desarrolladas por estos. Por otro lado, el Reglamento MIFIR refuerza la competencia y poderes de *ESMA*, junto a los supervisores nacionales, que va a permitir prohibir temporalmente la distribución y comercialización de cualquier producto financiero.

En relación a los mercados, el objetivo de MIFID II¹¹⁵ es crear estructuras de los mismos más sólidas y acabar con los denominados *dark pools* (plataformas de negociación oscuras) en los cuales los volúmenes de contratación y la liquidez no son públicos. Para ello, se vuelve a regular la contratación, pudiendo, esta, adoptar alguna de las tres siguientes modalidades¹¹⁶:

1º.- Mercados Regulados (RM): Son los operados por un organismo Rector, que reúne los intereses de compra y venta de productos financieros según reglas no discrecionales y conforme a normas específicas, establecidas por la autoridad que regule el Mercado.

2º.- Sistemas Multilaterales de Negociación, *Multilateral Negotiation Systems* (SMN o, por sus siglas en inglés, *MNS*): Son los operados por una empresa de inversión o un organismo rector, que reúne, igualmente, interés de compra y venta según reglas no discrecionales.

3º.- Sistemas Organizados de Contratación, *Organised Trading Facility* (SOCo, por sus siglas en inglés, *OTF*): Son creados por MIFID II. Están operados por una ESI o un organismo rector, los cuales tienen por misión reunir los intereses de compra y venta según reglas discretionales y donde se negocian instrumentos *non-equity* (renta fija, derivados y derechos de emisión). En caso de que exista “multilateralidad” en la contratación de un determinado producto (entendiéndose por tal, la confluencia de compradores y vendedores que pueden contratar entre ellos) las operaciones no pueden realizarse, como *Over The Counter (OTC)*. Tienen, necesariamente, que contratarse a través, como mínimo, de un *OTF*¹¹⁷.

¹¹⁵ PALÁ LAGUNA, Reyes: Óp. cit. pág. 229.

¹¹⁶ El Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre (primer Real Decreto Ley promulgado para la introducción de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014 y del Reglamento (UE) 600/2014 de 15 de mayo, sobre la incorporación a nuestro derecho de la legislación MIFID II) contiene, en sus artículos 2 a 50, una serie de normas sobre el funcionamiento de los Mercados Regulados (MR), los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y los Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

¹¹⁷ El régimen jurídico tanto de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) como de los Sistemas Organizados de Contratación (SOC) se encuentra en el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre. Ambos se regulan en los artículos 26 a 49 de dicha norma. Según su Exposición de

V) LOS INVERSORES Y SUS NORMAS DE PROTECCIÓN.

Entre las principales preocupaciones de las autoridades de la Unión Europea y una de las razones que promulgaron la legislación contenida en MIFID I, MIFID II y MIFIR es la protección del inversor-consumidor contra los posibles abusos que pudieran cometer los agentes del mercado, como consecuencia de su impericia o falta de conocimiento. En este sentido, la protección de la que goza el inversor no profesional puede configurarse desde una doble perspectiva: pública y privada¹¹⁸. Pública, por cuanto las normas de supervisión y control de las entidades que operan en el Mercado español, Empresas de Servicios y Actividades de Inversión, se encuadran dentro del ámbito del Derecho público en tanto son órganos administrativos los encargados de hacerlas cumplir. Otro tanto, se puede decir de las potestades sancionadoras que se les atribuyen a dichos órganos y que comenzaron a establecerse en la primitiva Ley del Mercado de Valores. Como consecuencia de ello, los actos que dicten, en el ejercicio de sus funciones, tienen el carácter de actos administrativos y como tal, susceptibles de fiscalización en vía contencioso administrativa. Pero ello no supone, como acertadamente se indica¹¹⁹, que las sanciones impuestas, por los órganos administrativos, a las Entidades que tienen relación con el Mercado español, supongan la nulidad o anulabilidad de los contratos celebrados por ellas con los particulares, salvo que haya una previsión legal al respecto. En consecuencia, la protección del inversor debe contar, también, con una vertiente de carácter privado, regida con los instrumentos que esta esfera del derecho otorga y establece. Actualmente, nuestra legislación, establece una serie de obligaciones de obligado cumplimiento (deber de información veraz, evaluación de idoneidad, clasificación de los inversores, obligaciones de transparencia en su actuación, evaluación de conveniencia, registro de clientes, etc.) que han dotado al inversor de un importante marco legal de protección, adecuadamente interpretado y aplicado por nuestra jurisprudencia.

Fue nuestra Constitución Española la que, por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico, estableció, en su artículo 51, la necesidad de dotar a los consumidores y usuarios de un cierto estatus jurídico de

motivos, los Sistemas Organizados de Contratación “suponen un complemento indisoluble de los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación a los efectos de establecer las principales modalidades de contratación que están disponibles en la Unión Europea desde 3 de enero de 2018 para la deuda pública y los productos derivados”

¹¹⁸ VERCHER MOLL, Javier: “La perspectiva del inversor-consumidor del Mercado de Valores, en particular, el servicio de reclamaciones y el defensor del cliente” (en la obra colectiva “La supervisión del Mercado de Valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017, pág.76.

¹¹⁹ VERCHER MOLL, Javier: Óp. cit. pág. 77.

protección¹²⁰. La primera norma general de desarrollo de la protección al consumidor, en nuestro Mercado de Valores, vino establecido en la antigua Ley del Mercado de Valores, en la que se concretaron las primeras normas encaminadas a dotar de cierta protección al inversor¹²¹. La Ley 44/2002 de 22 de noviembre supuso un primer paso, en este sentido, al establecer la obligación, por parte de las Entidades de Crédito, las Entidades de Seguros y las Empresas de Servicios de Inversión, de crear la figura del “Defensor del cliente”, o, en su defecto establecer un “servicio específico de reclamaciones”. La Ley 44/2002 fue desarrollada, en cuanto a estas cuestiones, por las Órdenes del Ministerio de Economía 733/2004 de 11 de marzo y 734/2004 de 11 de marzo, donde se regulaba la figura del Defensor del cliente y los Servicios de atención al cliente de las entidades financieras. En ellas se establecía, y esto era sustancialmente importante, que la decisión del mismo, en las reclamaciones o quejas que los particulares planteasen, obligaba a la entidad, sin perjuicio de poder acudir, posteriormente a la vía judicial para sustanciar la reclamación.

Por otra parte, la legislación comunitaria europea evolucionó en idéntico sentido y como consecuencia de ello se dictó la Directiva, conocida como MIFID I, 2014/39 de 21 de abril, del Parlamento Europeo y del Consejo, en que se estableció de forma clara y contundente que debía haber dos regímenes jurídicos de actuación diferentes, en función de que los clientes se clasificasen en minoristas o profesionales. En este sentido, por primera vez, tratándose de clientes calificados de minoristas, se establecía, en la Directiva, un marco legal de protección en relación a los mismos y respecto a las actuaciones que pudieran desarrollar las Entidades señalándose la necesidad de, por parte de estas, actuar con total transparencia, tanto en la fase previa a la firma de las operaciones, como en el momento de perfección del contrato. De este modo, como consecuencia de la incorporación a nuestro derecho interno de las normas de la Directiva comentada, estas pasaron a ser reglamentación contractual en los contratos

¹²⁰ El artículo 51 de la Constitución Española establece textualmente:

1º.-“Los poderes públicos garantizarán la defensa de los consumidores y usuarios, protegiendo, mediante procedimientos eficaces, la seguridad, la salud y los legítimos intereses económicos de los mismos”.

2º.-“Los poderes públicos promoverán la información y la educación de los consumidores y usuarios, fomentarán sus organizaciones y oirán a éstas en las cuestiones que puedan afectar a aquellos en los términos que la ley establezca”.

3º.-“En el marco de lo dispuesto por los apartados anteriores, la Ley regulará el comercio interior y el régimen de autorización de productos comerciales”.

¹²¹ La Exposición de motivos de la antigua Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio, en su apartado 14, ya establecía que la “Ley contiene la importante novedad de recoger unas normas mínimas de conducta de cuantos operan con los Mercados de Valores, inspiradas en las recomendaciones y propuestas de las Directivas de la Comunidad Económica Europea y encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades del Mercado y velar por la transparencia del mismo. Se sale al paso de la utilización de informaciones privilegiadas, y se establece la obligatoriedad de hacer público, en forma inmediata, todo hecho o decisión que pueda influir sobre la cotización de los valores de un emisor”.

suscritos por las entidades, con lo cual su incumplimiento podría motivar la nulidad o anulabilidad de los contratos celebrados por las Empresas de Servicios Financieros o las Entidades de Crédito¹²².

Como hemos apuntado, y siguiendo con la evolución legislativa de la antigua Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988, ya se dejó indicado que la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendría, entre sus funciones, la de velar por la protección de los inversores, atribuyéndola potestades administrativas en orden a la supervisión e inspección de los Mercados de Valores. Para lograr el cumplimiento de esta finalidad, se promulgó la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, la cual atribuyó, en exclusiva y en relación al Mercado de Valores, a la CNMV la resolución de las consultas, reclamaciones y quejas que puedan formular los usuarios de los servicios financieros.

En el desarrollo de esta última Ley, se dictó la Orden Ministerial ECC/2502/2012 de 16 de noviembre, en la que se regula el procedimiento que deben seguir las reclamaciones que afecten al Banco de España, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y CNMV, en el ámbito de las respectivas competencias de cada una de las mencionadas entidades. Como consecuencia de ello, respecto de la CNMV, se aprobó, por parte de esta, la Circular 7/2013 de 25 de septiembre por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra Empresas de Servicios y Actividades de Inversión y atención de consultas en el ámbito del Mercado de Valores. Tomando como base esta última disposición, se crea y desarrolla el Servicio de Reclamaciones de la CNMV, que debe funcionar bajo los principios de independencia, transparencia, contradicción, eficacia, legalidad, libertad y representación¹²³. Se establece, igualmente, que para poder presentar reclamaciones o quejas las personas jurídicas deben reunir las siguientes características:

- a) Tratarse de personas de usuarios de servicios financieros que tengan la condición de clientes minoristas conforme a la vigente LMV¹²⁴.
- b) En caso de personas o entidades que, en su condición de usuario de servicios financieros, actúen en defensa de intereses particulares de sus clientes, estos deberán tener la condición de cliente minorista.

El procedimiento es sumamente sencillo y se desarrolla bajo el principio de contradicción. Una cuestión importante es que para que pueda

¹²² VERCHER MOLL, Javier: Óp. cit. pág. 65 y 66.

¹²³ Norma segunda de la citada Circular 7/2013 de 25 de septiembre.

¹²⁴ Véase, a este respecto los artículos 203, 204, 205, 206 y 207, después de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre del vigente TRLMV de fecha 23 de octubre de 2015, donde se clasifican a los clientes en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles.

admitirse la queja o reclamación, por parte del Servicio de Reclamaciones de la CNMV, es preceptivo, previamente, plantear la reclamación o queja ante el Departamento servicio de atención al cliente o, en su caso, al Defensor del Cliente o Partícipe¹²⁵. Presentada la reclamación, se dará vista de ella a la entidad para que alegue lo que crea conveniente en su defensa. Con posterioridad, se dará traslado, de las alegaciones de la reclamada, a la

persona reclamante para que alegue lo conveniente a su derecho. El expediente terminará con un “informe emitido” que se notificará a las partes en el término fijado por la normativa¹²⁶.

Igualmente, el expediente podrá terminar por desistimiento del reclamante en cualquier momento de la tramitación, así como por allanamiento de la parte reclamada a la pretensión del reclamante. Solo en aquellos casos en que el Servicio de Reclamaciones estimase que existe un interés general en la cuestión sustanciada, dicho Servicio podrá continuar con la tramitación de oficio en atención a la protección del interés general apreciado, pudiendo formular el Servicio a las Entidades las indicaciones que estime pertinentes (norma decimoquinta de la Circular).

La cuestión, a nuestro juicio, más importante que plantean los expedientes de resolución de quejas y reclamaciones es los efectos que produce la resolución dictada, que en estos casos, según la legislación vigente, tiene que adoptar la forma de “informe”. Este denominado “informe” no tiene carácter de acto administrativo y, en consecuencia, no será impugnable en la vía contenciosa administrativa. Además, según se dispone expresamente, carece, también, de carácter vinculante para las partes comparecidas en el procedimiento. A nuestro juicio, y de la mayor parte de la doctrina¹²⁷, esta solución merece un juicio muy desfavorable por cuanto los efectos que produce el final del expediente son limitadísimos. Después de obligar al particular a acudir, ante el Defensor del Cliente o Servicio de atención al mismo, de la entidad correspondiente y de hacerle seguir un procedimiento ante la CNMV, se resuelve la cuestión con una mera “recomendación”, cuyos efectos jurídicos son limitadísimos. No alcanzamos a comprender porque estos “informes”, que resuelven

¹²⁵ Según establece el artículo 7º nº1 de la Orden ECC/2502/2012 de 16 de noviembre “para la admisión y tramitación de reclamaciones o quejas ante el servicio de reclamaciones correspondiente será imprescindible acreditar haberlas formulado previamente al Departamento o Servicio de atención al cliente o, en su caso, al Defensor del cliente o partícipe de la entidad contra la que se reclame”.

¹²⁶ En este sentido, acertadamente en nuestra opinión, CASAR FURIÓ, María Emilia, define la reclamación ante el Defensor del Cliente como el requisito previo a la reclamación administrativa: “El Servicio de Reclamaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores” (en la obra colectiva “La supervisión del Mercado de Valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, 2017, pág. 112.

¹²⁷ Véase, a este respecto, CASAR FURIÓ, María Emilia: Op.cit.pág.132 y ss.

cuestiones de la total competencia de la CNMV¹²⁸, no producen los efectos del acto administrativo y, como tal, susceptibles de ser recurridos, mereciendo, por tanto, esta falta de efectos jurídicos y legales de estas resoluciones un juicio negativo por cuanto no viene a resolver ninguna cuestión con la suficiente eficacia. En este sentido, al no ser vinculantes, en relación a futuros casos, los informes del propio Servicio de Reclamaciones, dan lugar a una cierta inseguridad jurídica en relación a los particulares que acuden a él¹²⁹.

Como decíamos al principio, la protección al inversor tiene una vertiente, junto a la pública que ya hemos visto, una perspectiva privada en donde, en una serie de normas se prevén las obligaciones a cumplir por las entidades relacionadas con el Mercado español con el objeto de conseguir dicha finalidad. Así, en primer lugar tenemos que contemplar el vigente TRLMV el cual, recoge, en sus artículos 208 a 233¹³⁰, una serie de normas encaminadas a la consecución de dicha protección. Ya el propio artículo 208¹³¹ impone a las entidades que presten servicios de inversión una obligación primordial que supone la necesidad de que todas sus actuaciones tengan que producirse con “honestidad, imparcialidad y profesionalidad ha matizado la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo¹³² (que más adelante analizaremos) supone la necesidad, por parte de las entidades financieras, de cumplir con un deber de diligencia informativa clara, completa y veraz ya que, en caso contrario, se declararía la nulidad del

¹²⁸ La CNMV, por expresa disposición del artículo 16 del TRLMV tiene el carácter de entidad de Derecho Público y su actuación está sometida, entre otras, a las Leyes 39/2015 de 1 de octubre de Régimen Jurídico del Sector Público y 40/2015 de 1 de octubre, de Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

¹²⁹ Artículo 12 nº 6 de la Orden ECC/2502/2012 de 16 de noviembre y norma decimocuarta, nº 2º, de la Circular 7/2013 de 28 de septiembre de la CNMV.

¹³⁰ En su práctica totalidad modificados por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³¹ Principios establecidos por la nueva redacción dada al precepto por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³² Véase, a este respecto la reciente STS de fecha 4 de diciembre de 2017 (en donde se reitera lo establecido, como doctrina jurisprudencial, en STS 769/2014 de 12 de enero de 2015 y 676/2015, de 30 de noviembre) indicándose, en la misma, que no basta con la lectura del documento para que se entienda cumplida la obligación de facilitar una información fidedigna y veraz, sobre todo en aquellos productos calificados de complejos. La reciente STS de 30 de marzo de 2017, aún a pesar de referirse a hechos acaecidos antes de la entrada de la legislación MIFID I, y, por tanto, basar su fallo en la aplicación del Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, incide, nuevamente, en la necesidad de que las empresas actúen bajo los criterios de “imparcialidad y buena fe” y, en este sentido, declara que la empresa de servicios de inversión es la que tiene la obligación de facilitar la información al cliente y por tanto, no son estos quienes tienen que averiguar las cuestiones relevantes a la inversión, en particular las referidas a los costes en que incurrirá el cliente en caso de cancelación anticipada del producto financiero (*swap*) y las liquidaciones periódicas negativas que se producirán, como consecuencia de un cambio brusco en la evolución de los tipos de interés o del cambio de las predicciones de inflación según la previsión que se tuviera en el momento de la contratación del *swap*. Todo ello, hace que lo que vicia el consentimiento, y por tanto supone la nulidad del contrato por error en el mismo, es la falta de conocimiento del producto y de sus riesgos asociados pero no, por si solo el incumplimiento de deber de información.

contrato por error en el consentimiento al amparo de los preceptos del C.C., relativos a los vicios del consentimiento, y de manera muy especial, cuando estemos en presencia de contratos calificados de complejos (derivados, productos estructurados, *Swaps, Forwards, etc.*)¹³³. Así mismo, como deber general de actuación, el nuevo artículo 208 bis¹³⁴ impone la obligación a las ESI's de evitar los conflictos de interés entre los clientes y la propia empresa, dejando a su desarrollo reglamentario la concreción de a quien puede afectar y en qué medida dichos conflictos de interés. Preceptos estos que quedan completados con lo indicado en el nuevo artículo 208 ter¹³⁵ en que se establece la obligación por parte de las ESI's de que los productos que diseñen y se distribuyan vengan definidos, con carácter previo, por su destino a un determinado tipo de clientes. Continúa el citado precepto, señalando que las Entidades de Servicios y Actividades de Inversión deben cuidar y tener la correspondiente precaución, al recomendar un determinado producto financiero, la clase de cliente final para la que se ha creado y que dicho producto, en caso de ser adquirido por dicho cliente va a redundar en su beneficio.

El nuevo artículo 209¹³⁶ exige que la entidad mantenga, en todo momento, informados a sus clientes. Obligación que, a nuestro juicio afecta tanto a las condiciones en que se encuentra la propia entidad, como a los servicios que esta presta, así como, de los instrumentos financieros y estrategias de inversión, de los centros de ejecución de órdenes y los gastos y costes asociados que supone la ejecución de las mismas. Además, exige el citado precepto en su número 2º, que la información a facilitar a los clientes, debe ser “imparcial, clara y no engañosa” de tal forma que permita a los clientes comprender el nivel de riesgo en que pueden incurrir por la suscripción o compra del producto o instrumento financiero en cuestión, de tal forma que las decisiones de inversión se puedan tomar con absoluto conocimiento de causa. Igualmente, se señala que las comunicaciones publicitarias deben poder identificarse como tales. A los clientes, incluidos los potenciales, se les debe proporcionar con la suficiente antelación la información sobre los productos financieros, estrategias de inversión propuestas, centros de ejecución de órdenes y el coste estimado que la operación lleve aparejada.

¹³³ Actualmente, es abundantísima la doctrina jurisprudencial en esta materia. En particular los años 2015 y 2016 fueron extraordinariamente prolíficos, por parte de nuestro Tribunal Supremo en concretar los requisitos y condiciones en que se entendía producido el error como vicio del consentimiento en los contratos que contenían productos complejos. Véase entre otras, las STS de 20 de enero de 2014, 15 de septiembre de 2014, 28 de febrero de 2015, 15 de octubre de 2015, 20 de octubre de 2015, 27 de octubre de 2015, 30 de octubre de 2015, 10 de noviembre de 2015, 24 de noviembre de 2015, 25 de noviembre de 2015, 26 de noviembre de 2015, 30 de noviembre de 2015, 10 de diciembre de 2015, 29 de diciembre de 2015, 4 de febrero de 2016, 12 de febrero de 2016, 29 de marzo de 2016, 8 de abril de 2016, 11 de mayo de 2016 y 20 de julio de 2016.

¹³⁴ Nuevo artículo introducido por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³⁵ Nuevo artículo introducido por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³⁶ Modificado conforme a lo dispuesto en el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

Por otra parte, el TRLMV¹³⁷ dispone la necesidad de que las Entidades tengan un adecuado conocimiento de sus clientes creándose, a tal efecto un Registro de Contratos en la que se harán constar los acuerdos establecidos en orden a la prestación de servicios al cliente por parte de la ESI¹³⁸. La nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre (artículos 212 a 217) sigue manteniendo los dos tipos de evaluaciones, aunque con algunas nuevas matizaciones: evaluación de idoneidad (artículo 213) y evaluación de conveniencia (artículo 214)¹³⁹.

Cuando la entidad preste servicios de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de cartera, exigirán la denominada “evaluación de idoneidad”, según la cual deberá reflejar los conocimientos y experiencia del cliente en cuestión respecto del servicio o producto de que se trate, su situación financiera y sus objetivos de inversión. Igualmente cuando la entidad ofrezca o recomiende un paquete global de servicios, esta tendrá que velar porqué dicho paquete global sea considerado idóneo para el cliente. Si la entidad está tratando con clientes que tengan la consideración, según la Ley, de profesionales no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia de ellos en relación con los productos, servicios y actividades para los que se le considere cliente profesional. Si la entidad, en los casos que proceda, no puede obtener la información necesaria para poder evaluar al cliente no podrá recomendarle los servicios o productos respectivos. Al mismo tiempo y con carácter previo a la adquisición del producto, la entidad deberá proporcionar al cliente una denominada “declaración de idoneidad”, en la que se haga constar que tipo de asesoramiento se ha proporcionado y por qué se cree que el producto en cuestión se estima idóneo para ese cliente.

Finalmente, la denominada “evaluación de la conveniencia”, se tiene que dar siempre que se presten servicios distintos al asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras. Consiste en un test a realizar por la entidad sobre los conocimientos y experiencia en el ámbito de la inversión del cliente en cuestión, respecto del tipo de producto o instrumento financiero que pretenda adquirir, de tal forma, que permita determinar a dicha Entidad, si el producto es adecuado para el cliente en función del perfil del mismo. La entidad deberá entregar al cliente una copia del documento

¹³⁷ Artículo 212, en su nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³⁸ Artículo 218, en su nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹³⁹ Respecto a los requisitos de evaluación de la idoneidad y de la conveniencia, recogidos en el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero téngase presente la nueva redacción dada a los artículos 80 y 81 por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

que recoja la evaluación realizada al mismo. En este sentido, si advierte que el producto o servicio de inversión no es adecuado para dicho cliente, se lo tendrá que indicar. Igual que en el caso anterior, cuando el cliente no preste su colaboración para obtener la información solicitada de tal forma que no se le pueda evaluar, la entidad le tendrá que advertir de que por su actuación, no puede determinar si el servicio de inversión o producto es adecuado para él. En particular, este tipo de “test” se utilizará por las entidades que presten servicios de venta de productos financieros, así como, en la ejecución de órdenes por cuenta de sus clientes.

Una regla particular se contiene respecto a los denominados “instrumentos financieros complejos”¹⁴⁰ al señalarse que en estos supuestos

¹⁴⁰ El nuevo artículo 217, en la redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre define como “instrumentos financieros no complejos” los siguientes:

- a) Las acciones
- b) Los instrumentos del mercado monetario.
- c) Las obligaciones u otras formas de deuda titulizada admitidas a negociación.
- d) Las participaciones y acciones en OICVM.
- e) Los depósitos estructurados salvo aquellos de comprensión difícil, por el cliente de los riesgos que comporta.

Por el contrario, no se consideran instrumentos financieros no complejos los siguientes:

1º Los valores que den derecho a adquirir o vender otros valores o que den lugar a su liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

2º Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*), acuerdos de tipos de interés a plazo y todo tipo de contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse mediante entrega física o en efectivo.

3º Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*), contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato.

4º Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física, siempre que se negocien en un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de contratación (SOC), excepto por lo que respecta a los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) nº 1227/2011, que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física.

5º Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*) acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados.

6º Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.

7º Contratos financieros por diferencias.

8º Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*), acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que

se exigirá que en el documento contractual se incluya, junto a la firma del cliente una expresión de este manuscrita en la que el inversor declare, de su puño y letra, que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarlo en los términos indicados en el Real Decreto Ley 14/2018 de 18 de septiembre¹⁴¹.

Como vemos, por tanto los test de idoneidad, y de conveniencia se configuran, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, de una forma más rigurosa y efectiva a como venían realizándose hasta la actualidad, buscando, en todo caso, que el cliente sepa siempre las consecuencias y los riesgos del producto o instrumento financiero que está adquiriendo.

Por otro lado, también, la reciente Circular 1/2018 de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros, viene a recalcar la necesidad, por parte de las Entidades de Servicios y Actividades de Inversión, de que ofrezcan la suficiente transparencia informativa y las adecuadas normas de conducta en relación a la prestación de los correspondientes servicios de inversión ofertados por las mismas. En este sentido, se definen como estructuras complejas de los productos cuando “el subyacente no se negocie diariamente en un mercado en el que se difunda un precio diario obtenido a partir de operaciones de compraventa cruzadas entre partes independientes o, tratándose de subyacentes que sean instituciones de inversión colectiva, cuando no se publique diariamente su valor liquidativo”. Igualmente, tendrán que efectuar las Entidades de Servicios y Actividades de Inversión, a los clientes minoristas determinadas “advertencias”, con el texto que se prevé en la citada Circular, en base a las diferentes características del instrumento financiero a adquirir como son, entre otras, su dificultad de entender, su complejidad, su apalancamiento, su posible conversión en acciones, o la posibilidad de verse reducido su capital. Sus tenedores, en consecuencia, tendrán que soportar las posibles pérdidas ocasionadas. Por otra parte, en determinados casos se impone la obligación (al igual que, recientemente, ha establecido el Real Decreto Ley 14/2018), a las Entidades de Servicios y Actividades de Inversión, de recabar la firma del cliente minorista en la que previamente, este, escriba, de su puño y letra, que ha

Ilege a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN.

9º Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003 por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

10º.- Los instrumentos financieros de deuda que a su vez sean pasivos admisibles para la recapitalización interna.

¹⁴¹ Artículo 214, nº 6, *in fine*, según la nueva regulación dada al precepto por Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

sido advertido que ese instrumento financiero, no resulta conveniente para el cliente en particular o que no ha sido posible evaluarle en los términos previstos en la actual legislación vigente del mercado de valores.

Como conclusión al estudio del conjunto de normas que establece el TRLMV, respecto de la cuestión comentada, podemos señalar que el TRLMV configura la protección del inversor en un triple plano¹⁴²:

- a) Obligaciones, por parte de las ESI's, de transparencia y diligencia en sus actuaciones junto con el deber de comportarse con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, teniendo que adoptar las medidas necesarias para evitar los conflictos de interés.
- b) Obligación, por parte de las ESI's de facilitar, siempre, información veraz y asesoramiento adecuado en cuanto a la venta de sus productos teniendo la obligación de asegurarse que los clientes, tanto potenciales como reales, son conscientes de los riesgos en que pueden incurrir.
- c) Obligación de conocimiento de la clientela, por parte de las ESI's, a través de dos instrumentos que el nuevo Real Decreto 14/2018 de 28 de septiembre potencia respecto a la situación en que se encontraban actualmente, y que son: el test de idoneidad y el test de conveniencia.

En desarrollo y complemento del TRLMV se dictó, por el Ministerio de Economía y Competitividad, la OM ECC/2316/2015 de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de los productos financieros. La finalidad de esta norma es garantizar la protección al cliente de dichos productos mediante el establecimiento de un sistema normalizado de información y clasificación que les advierta sobre su nivel de riesgo y, en consecuencia, puedan elegir mejor los productos a adquirir en función de sus necesidades. Para ello, se crea el denominado “indicador de riesgo”,¹⁴³, la llamada “alerta por liquidez”¹⁴⁴ y la definida como “alerta de complejidad”¹⁴⁵. Entre otros supuestos, las normas de la OM se aplican a todos los instrumentos financieros recogidos en el artículo 2 del TRLMV.

¹⁴² SERRA RODRIGUEZ, Adela: Op. cit. págs. 161 y ss.

¹⁴³ El denominado “indicador de riesgo” supone clasificar todos los productos de menor riesgo, que vendrá representado por el número “1” a mayor riesgo, representado por el numero “6” y, en consecuencia, cada producto tendrá que tener un numero, asignado por la entidad, en orden al riesgo que se estime que comporte, en relación al riesgo máximo que será “6”.

¹⁴⁴ La llamada “alerta sobre la liquidez” viene a determinar las posibles limitaciones, en orden a los riesgos del producto, en caso de venta anticipada del mismo, o, en su caso, cancelación anticipada de la operación en donde se tiene que advertir de las posibles comisiones y gastos en que se incurriría por la cancelación total o parcial de la operación, o la venta del instrumento financiero, así como, los plazos de preaviso existentes.

¹⁴⁵ La denominada “alerta de complejidad” es un indicador que tiene por objeto poner de manifiesto el grado de dificultad de entendimiento o de complejidad de un determinado instrumento financiero teniendo en cuenta las circunstancias personales del cliente al que va

Todos los indicadores (riesgo y alertas de liquidez y complejidad) tienen que estar incluidas, tanto en las comunicaciones publicitarias sobre los productos financieros que incluyan información concreta sobre sus características y riesgos, así como, en las descripciones generales de la naturaleza y los riesgos del producto financiero que deba facilitarse a los clientes con carácter previo a la adquisición de dicho producto.

Igualmente, como hemos comentado, estas nuevas disposiciones, por la que se transpone la legislación sobre MIFID II, hacen hincapié en que el asesoramiento facilitado a los clientes pueda ser objeto de pago por parte de los mismos (asesoramiento independiente) pero de una manera mucho más libre y desvinculando las percepciones de la entidad que lo presta respecto a la adquisición o no del producto a través de una empresa concreta, con lo cual se pretende que la compra de los productos, por los clientes, pueda ser decidida por estos, con un alto grado de objetividad y libertad. Objetividad y libertad, de la cual, hoy en día, no se dispone en un importante número de decisiones de inversión que, habitualmente, se toman. También, se pretende reforzar, como hemos indicado, la transparencia facilitada por las entidades, tanto con carácter “ex ante” como “ex post”, a la contratación del producto y en este sentido, las Entidades tendrán que informar a sus clientes de los gastos que supone su contratación de una manera más exhaustiva a como se realizaba hasta ahora.

VI) LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA ADMINISTRACIÓN ESPAÑOLA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL.

El Mercado Oficial Secundario de Futuros y Opciones Español no goza de una configuración propia e independiente respecto a la arquitectura legislativa con la que se configuran los Mercados de Valores en España. Es, sencillamente, una parte o actividad más de la organización administrativa en la que se desenvuelven los mismos. De ahí que, no haya, respecto a la actividad sancionadora de la administración, un desarrollo normativo propio. La misma, se encuadra dentro de los parámetros generales contemplados en nuestro TRLMV y legislación complementaria. Por ello, todo lo referido a continuación, respecto de la capacidad sancionadora de la CNMV y su forma de actuación, es completamente aplicable, en su totalidad al Mercado secundario oficial de Futuros y Opciones español.

Dentro de las potestades que el ordenamiento jurídico atribuye a las administraciones públicas (en cualquiera de sus formas: Estado, Comunidades Autónomas y Administración Local), una de las más

destinado. El texto de la alerta que tendrá que constar en el producto financiero tiene que tener la siguiente indicación: “producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender”.

importantes es la capacidad que tiene para constreñir a los administrados al cumplimiento de sus disposiciones mediante los procedimientos coercitivos y sancionadores necesarios para lograr esta finalidad.

En el mercado de valores español esa potestad sancionadora, la tiene atribuida, prácticamente, en exclusiva la CNMV. En este sentido ya el artículo 1º del TRLMV señala que el objetivo de la norma es la prestación de los servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción¹⁴⁶, añadiendo, por otro lado, el artículo 271, en su apartado 4º, que se “consideran normas de ordenación y disciplina del Mercado de Valores todas las relativas a las actividades del mercado y a las entidades contempladas en el artículo 233”¹⁴⁷. Completa el círculo de

¹⁴⁶ Según establece el artículo 1º del TRLMV, después de la redacción introducida por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, “la presente Ley tiene por objeto la regulación del mercado de valores y los servicios y actividades de inversión en España y se refiere, entre otras materias, a la emisión y oferta de instrumentos financieros, a los centros de negociación y sistemas de compensación, liquidación y registro de instrumentos financieros, al régimen de autorización y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios y actividades de inversión, a la prestación de servicios y actividades de inversión en España por parte de empresas de terceros países, a la autorización y funcionamiento de los proveedores de servicios de suministro de datos y al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)”.

En el mismo sentido el artículo 234, número 1º del TRLMV (en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) establece:

“1. La CNMV dispondrá de todas las facultades de supervisión e inspección necesarias para el ejercicio de sus funciones. Estas facultades las podrá ejercer:

- a) Directamente, sin perjuicio de recabar la colaboración de terceros en los términos establecidos en el artículo 235.
- b) En colaboración con otras autoridades, nacionales o extranjeras, en los términos previstos en esta Ley y sus normas de desarrollo.”

¹⁴⁷ El artículo 233 del TRLMV, señala textualmente:

“1. Quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en esta ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

a) Las siguientes personas y entidades, en lo que se refiere al cumplimiento de esta ley y su normativa de desarrollo, así como de las normas de Derecho de la Unión Europea que contengan preceptos específicamente referidos a las mismas:

1º Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación y de los sistemas organizados de contratación, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores. Queda excluido el Banco de España.

2º La Sociedad de Bolsas y las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades previstas en el número anterior.

3º Las empresas de servicios de inversión españolas, extendiéndose esta competencia a cualquier oficina o centro dentro o fuera del territorio nacional.

4º Las empresas de servicios de inversión autorizadas en Estados no miembros de la Unión Europea que operen en España.

5º Los agentes de las entidades que presten servicios de inversión.

6º La sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones.

7º Quienes, no estando incluidos en las letras precedentes, ostenten la condición de miembro de algún mercado secundario oficial o de los sistemas de compensación y liquidación de sus operaciones.

b) Las agencias de calificación crediticia establecidas en España y registradas en virtud del título III, capítulo I del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia, las personas que participan en las actividades de calificación, las entidades calificadas o terceros vinculados, los terceros a los que las agencias de calificación crediticia hayan subcontratado algunas de sus funciones o actividades, y las personas relacionadas o conectadas de cualquier otra forma con las agencias o con las actividades de calificación crediticia.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es la autoridad competente en España, a efectos de lo previsto en el Reglamento (CE) 1060/2009 de 16 de septiembre de 2009 y ejercerá sus competencias de conformidad con lo que se establezca en la normativa de la Unión Europea sobre agencias de calificación crediticia.

c) Las siguientes personas y entidades, en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el Mercado de Valores:

1º Los emisores de valores.

2º Las entidades de crédito y sus agentes, extendiéndose esa competencia a cualquier sucursal abierta fuera del territorio nacional, así como las entidades de crédito autorizadas en Estados no miembros de la Unión Europea que operen en España.

3º Las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea que operen en España, en los términos establecidos en esta ley y en sus disposiciones de desarrollo incluyendo sus agentes vinculados y sucursales en territorio nacional, así como, en los mismos términos, las sucursales en España de entidades de crédito autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.

4º Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva en cuanto presten servicios de inversión.

5º Las restantes personas físicas o jurídicas, en cuanto puedan verse afectadas por las normas de esta ley y sus disposiciones de desarrollo.

6º Las agencias de calificación crediticia registradas por otra autoridad competente de la Unión Europea en virtud del título III, capítulo I del Reglamento (CE) n.º 1060/2009 de 16 de septiembre de 2009, y las agencias de calificación que hayan recibido la certificación por equivalencia en virtud del artículo 5 del citado reglamento. La Comisión Nacional del Mercado de Valores ejercerá sus competencias de conformidad con lo que se establezca en la normativa de la Unión Europea sobre agencias de calificación crediticia.

d) Las personas residentes o domiciliadas en España que controlen, directa o indirectamente, empresas de servicios de inversión en otros Estados miembros de la Unión Europea, dentro del marco de la colaboración con las autoridades responsables de la supervisión de dichas empresas, así como los titulares de participaciones significativas a los efectos del cumplimiento de lo previsto en el capítulo IV del título V.

e) Las entidades que formen parte de los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión contempladas en el artículo 258, a los solos efectos del cumplimiento a nivel consolidado de los requerimientos de recursos propios y de las limitaciones que se puedan establecer sobre las inversiones, operaciones o posiciones que impliquen riesgos elevados.

f) Las entidades que forman parte de los grupos consolidables de los que sean dominantes las entidades a que se refiere la letra a) 1º y 2º, a los solos efectos del cumplimiento de la obligación de consolidar sus cuentas anuales y de las limitaciones que se puedan establecer en relación con su actividad y equilibrio patrimonial.

g) Las sociedades financieras de cartera, las sociedades financieras mixtas de carteras y las sociedades mixtas de cartera, de acuerdo con el artículo 4.1º, 20º y 21º, respectivamente, del

Reglamento (UE) n.º 575/2013 de 26 de junio de 2013, entre cuyas filiales se encuentren empresas de servicios de inversión.

h) Las personas físicas y entidades no financieras mencionadas en el artículo 258º.3, a los solos efectos previstos en ese apartado.

i) Cualquier persona o entidad, a los efectos de comprobar si infringe las reservas de denominación y actividad previstas en los artículos 143 a 147. En el caso de personas jurídicas, las competencias que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores según los apartados anteriores podrán ejercerse sobre quienes ocupen cargos de administración, dirección o asimilados en las mismas.

j) Las personas físicas y jurídicas que realicen operaciones sometidas al Reglamento (UE) n.º 236/2012 de 14 de marzo de 2012.

k) Las personas físicas y jurídicas que realicen operaciones sometidas al Reglamento (UE) n.º 648/2012 de 4 de julio de 2012.

2. Correspondrá a la administración concursal de una entidad emisora de valores o de una entidad registrada sujeta a procedimiento concursal el cumplimiento de las obligaciones de remisión de información frente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores previstas en esta ley para sus administradores y directivos, cuando éstos hayan sido sustituidos por aquella.

3. Lo dispuesto en este artículo se entenderá sin perjuicio de las competencias de supervisión, inspección y sanción que correspondan a las Comunidades Autónomas que las tengan atribuidas sobre los organismos rectores de mercados secundarios de ámbito autonómico y, en relación con las operaciones sobre valores admitidos a negociación únicamente en los mismos, sobre las demás personas o entidades relacionadas en los dos primeros apartados anteriores. A los efectos del ejercicio de dichas competencias, tendrán carácter básico los correspondientes preceptos de este título, salvo las referencias contenidas en ellos a órganos o entidades estatales. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá celebrar convenios con Comunidades Autónomas con competencias en materia de Mercados de Valores al objeto de coordinar sus respectivas actuaciones.

4. Respecto a lo establecido en los artículos 226, 227, 228 y 231, y sin perjuicio de las competencias de las Comunidades Autónomas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores será competente no sólo de los actos llevados a cabo en territorio español o fuera de él que se refieran a valores negociables y demás instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en uno de dichos mercados, sino también respecto de los actos llevados a cabo en territorio español en relación con valores negociables y demás instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado regulado de otro Estado miembro de la Unión Europea o para los que se haya cursado una solicitud de admisión a negociación en uno de tales mercados.

5. Sin perjuicio de lo dispuesto en esta ley, el Banco de España ejercerá facultades de supervisión e inspección sobre los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, los titulares de cuenta a nombre propio y sobre las entidades gestoras, así como sobre las actividades relacionadas con el Mercado de Valores realizadas por entidades inscritas en los registros a su cargo a que se refiere el artículo 145.

En todos los casos de confluencia de competencias de supervisión e inspección entre la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, ambas instituciones coordinarán sus actuaciones bajo el principio de que la tutela del funcionamiento de los mercados de valores, incluyendo las cuestiones de organización interna señaladas en el artículo 193.2, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y la tutela de la solvencia así como las restantes cuestiones de organización interna recaen sobre la institución que mantenga el correspondiente registro.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España deberán suscribir convenios al objeto de coordinar las respectivas competencias de supervisión e inspección”.

atribución de potestad sancionadora, a la CNMV, lo indicado en artículo 273 del TRLMV¹⁴⁸ que, entre otras cosas, establece que la competencia para la incoación, instrucción y sanción de los procedimientos que se sigan como consecuencia de la comisión de las infracciones previstas en el texto legal corresponde, en exclusiva, a la CNMV¹⁴⁹. Por otra parte el nuevo artículo 275 del TRLMV¹⁵⁰ las resoluciones dictadas por la CNMV serán ejecutivas cuando, estas, pongan fin a la vía administrativa, pudiendo adoptar, la citada CNMV, todas aquellas medidas cautelares necesarias en el tiempo, hasta que sean ejecutivas, que garanticen el cumplimiento de las mismas.

A este respecto, es necesario poner de manifiesto que el Real Decreto 14/2018 de 28 de septiembre potencia, de forma sustancial las facultades de supervisión e inspección de la CNMV, otorgándola los más amplios poderes con objeto de supervisar, investigar instruir y sancionar las actuaciones de las personas relacionadas con el mercado. En este sentido, se permite que la CNMV, entre otras medidas, pueda exigir el embargo de bienes o la congelación de activos, prohibir temporalmente ejercer una actividad profesional, acordar la suspensión o exclusión de negociación de un determinado instrumento financiero, suspender la comercialización o venta de un determinado instrumento financiero o de un producto estructurado, exigir que se aparte a una persona física del órgano de administración de una ESI o del órgano rector del mercado, suspender cautelarmente los derechos de voto asociados a las acciones adquiridas, etc¹⁵¹. De forma especial, se indica que “los hechos constatados en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección por el personal autorizado de la CNMV, tendrán valor probatorio sin perjuicio de las pruebas, que en defensa de sus respectivos derechos o intereses, se puedan señalar o aportar por las personas o entidades interesadas”¹⁵². Igualmente, se hace especial hincapié en facilitar que toda persona pueda comunicar las presuntas infracciones de que sea conocedora a la CNMV, garantizando la confidencialidad respecto de la información recibida, aunque estas comunicaciones carecerán de valor probatorio sin poder ser, por si mismas incorporadas a las diligencias judiciales o administrativas. De forma

¹⁴⁸ Véase, a este respecto, el artículo 273 TRLMV.

¹⁴⁹ Según se dispone en el citado artículo 273, en su número 1º, la competencia es, en exclusiva, de la CNMV, para la incoación, instrucción y sanción de los correspondientes procedimientos, cuando se trate de una ESI. Cuando estemos en presencia de una Entidad de crédito española o de una sucursal de una Entidad de crédito de un Estado que no sea miembro de Unión Europea será, igualmente, competente, en exclusiva la CNMV, pero será necesario el informe “preceptivo” (*no establece el precepto que tenga que ser vinculante*) del Banco de España.

¹⁵⁰ Modificada su redacción, en parte, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹⁵¹ Véase a este respecto la nueva redacción dada al artículo 234 por el Real Decreto 14/2018 de 28 de septiembre. En igual sentido, se pone especial énfasis en materia de infracciones y sanciones a imponer por la CNMV como se desprende del nuevo y prolífico contenido del artículo 278. En particular, el apartado 2º de dicho artículo donde se señalan las potestades que puede ejercer la CNMV en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección.

¹⁵² Artículo 238 nº 9, en la redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

específica se indica que la comunicación de infracciones no generará ningún derecho de compensación económica a favor del tercero¹⁵³.

Una primera cuestión interesante, que presenta el estudio de esta materia, es determinar la necesaria coordinación de la capacidad sancionadora de la CNMV con el resto del ordenamiento jurídico y para ello la primera delimitación que debemos hacer es indicar que el ejercicio de la potestad sancionadora de la CNMV es, como se afirma¹⁵⁴, totalmente independiente de la posibilidad de que se cometan otro tipo de infracciones. Aunque, como acertadamente se indica a nuestro juicio, en esta materia, despliega toda su eficacia el principio jurídico *non bis in idem*¹⁵⁵, según el cual, no podrá sancionarse, por los mismos hechos y conductas, dos veces (sanción penal y sanción administrativa) la actuación realizada por el mismo sujeto o entidad y el bien jurídico protegido, por ambas normas, sea el mismo¹⁵⁶. El TRLMV, es absolutamente respetuoso con este criterio y, así, indica en su artículo 272.1, que “el ejercicio de la potestad sancionadora a que se refiere esta Ley será independiente de la eventual concurrencia de delitos o faltas de naturaleza penal”. Añadiendo, a continuación el número 2 del precepto, que “no obstante lo anterior cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta Ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respectar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento”.

Una segunda cuestión importante, en relación al tema que estamos tratando, es la relativa a la necesidad de “reserva de Ley” para la tipificación de las infracciones y sanciones. Por una parte, el artículo 25 de la Constitución Española establece el principio de “reserva de ley”, para el establecimiento de infracciones punibles y de sus correspondientes

¹⁵³ El Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre introduce un nuevo capítulo IV bis en el título X del TRLMV, denominado “Comunicación de infracciones” compuesto por los artículos 276 bis a 276 sexies.

¹⁵⁴ DÍEZ DE LOS RIOS FLORES, Miguel: “La supervisión, inspección y sanción de los intervenientes en el Mercado de Valores” (en la obra colectiva “los Mercados Financieros”, bajo la dirección de Ana BELÉN CAMPUZANO, Fernando CONLLEDÓ LANTERO y Ricardo J. PALOMO ZURDO), Editorial Tirant LoBlanc, 2ª Edición, Valencia 2017, pág. 476.

¹⁵⁵ Véase, en este sentido, la Sentencia del Tribunal Constitucional 2/1981 de 30 de enero.

¹⁵⁶ El principio *“non bis in idem”* supone que unos mismos hechos no pueden ser juzgados y sentenciados más de una vez, siempre que haya identidad de sujeto, hechos y condiciones en que se han producido. Aunque nuestra Constitución no lo recoge expresamente, hay coincidencia en la doctrina administrativa y constitucionalista en que puede entenderse contemplado en los artículos 9º.3 (principio de exigencia, responsabilidad y de interdicción de la arbitrariedad) y 25º (principio de legalidad) de nuestro texto constitucional.

sanciones. Ello lleva aparejado, como se ha apuntado¹⁵⁷, la existencia de una doble garantía para los administrados:

- a) Que tanto la infracción como la sanción deben venir determinadas en una que así lo establezca.
- b) Que la potestad de la Administración para imponer sanciones debe contemplase en una Ley formal.

En este sentido, se afirma, el artículo 27. nº 3 de la Ley 40/2015 de 1 de octubre, sobre Régimen Jurídico del Sector Público, viene a indicar que, sin perjuicio de la necesidad de la tipificación legal de las conductas punibles, por vía reglamentaria, se pueden introducir circunstancias, especificaciones o graduaciones que completen los tipos establecidos legalmente sin que por ello se vea violado el principio de "reserva de ley" establecido constitucionalmente.

Por último, otro tema relevante es el relativo a si la potestad sancionadora de la CNMV le viene atribuida por la Ley, en exclusiva o, por el contrario, puede ser compartida. Bien es cierto que el Estado tiene competencia exclusiva, según el artículo 149. I.11 de la Constitución Española, en las materias de crédito, banca y seguros. Sin embargo, la actividad relacionada con el mercado de valores no puede entenderse encuadrada en ninguna de estas tres materias comentadas. Es más, el TRLMV contempla la posibilidad de que las Comunidades Autónomas puedan compartir las potestades sancionadoras de la Administración Pública Central, es decir la CNMV, tal y como se deduce de su artículo 233. nº 3¹⁵⁸. En consecuencia, hay que concluir que, en caso de mercados oficiales secundarios de ámbito no estatal, autorizados al amparo de lo dispuesto en los correspondientes Estatutos de Autonomía, las competencias de supervisión, inspección y sanción corresponderán a los órganos designados por dichas Comunidades Autónomas, para regir estos mercados, en el bien entendido que únicamente podrán ejercerlas solo en relación a los valores admitidos a negociación en los mismos¹⁵⁹.

Igualmente, al Banco de España, el TRLMV (artículo 233. 5, párrafo 1º) le atribuye las competencias en materia de supervisión e inspección (*no sancionadoras*) sobre los miembros del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta, los titulares de cuenta a nombre propio

¹⁵⁷ DÍEZ DE LOS RIOS FLORES, Miguel: Op. cit. pág. 478

¹⁵⁸ Véase, en este sentido, los artículos 51, 233.3 y 271.3 del TRLMV.

¹⁵⁹ No obstante lo indicado, el propio precepto señala, textualmente, que "a los efectos del ejercicio de dichas competencias (se refiere a las realizadas por las Comunidades Autónomas) tendrán carácter básico los correspondientes preceptos de este Título (Título VIII. Régimen de supervisión, inspección y sanción).

y sobre las entidades gestoras, así como sobre las actividades relacionadas con el Mercado de Valores realizadas por las entidades inscritas en los registros a su cargo (en particular, Entidades de crédito). En consecuencia, de la dicción literal del precepto se desprende que las potestades sancionadoras, incluso en este caso específico, las mantiene la CNMV siempre que se trate de infracciones relacionadas y tipificadas por el TRLMV.

A) Sujetos infractores.

El TRLMV establece, en su artículo 274, que, en materia del procedimiento sancionador, será de aplicación la Ley 39/2015 de 1 de octubre de Procedimiento Administrativo Común de la Administración Pública, así como la Ley 40/2015 de 1 de octubre sobre Régimen Jurídico del Sector Público. Igualmente, declara aplicable, el desarrollo reglamentario que tengan dichas normas, como, también, los artículos 106, 108, 110 y 112 de la Ley 10/2014 de 26 de junio.

Según el artículo 28 de la Ley 40/2015 de 1 de octubre, sobre Régimen Jurídico del Sector Público “sólo podrán ser sancionadas por hechos constitutivos de infracción administrativa las personas físicas y jurídicas, así como, cuando una Ley les reconozca capacidad de obrar, los grupos de afectados, las uniones y entidades sin personalidad jurídica y los patrimonios independientes o autónomos, que resulten responsables de los mismos a título de dolo o culpa”.

Continúa indicando el precepto, que “cuando el cumplimiento de una obligación establecida por una norma con rango de Ley corresponda a varias personas conjuntamente, responderán de forma solidaria de las infracciones que, en su caso, se cometan y de las sanciones que se impongan. No obstante, cuando la sanción sea pecuniaria y sea posible, se individualizará en la resolución en función del grado de participación de cada responsable”¹⁶⁰.

Por todo ello, la determinación de responsabilidad, de los intervenientes en el Mercado, viene delimitada en un doble sentido. Por un lado, se establece que la responsabilidad la pueden cometer tanto las personas físicas como jurídicas. Por otra parte, la Ley señala la necesidad de que, para que pueda exigirse responsabilidad como consecuencia de una

¹⁶⁰ En este sentido, como acertadamente, a nuestro juicio, señala DÍEZ DE LOS RIOS FLORES, Miguel (op. cit. págs. 479 y 480) la Ley (siendo así interpretada por la jurisprudencia constitucional) proscribe la responsabilidad objetiva, es decir, sin culpa, en el ámbito del Derecho administrativo sancionador, así como las presunciones de culpabilidad, exigiéndose la culpa del infractor y, por tanto, el elemento subjetivo de la culpabilidad.

infracción administrativa, es necesario que haya mediado dolo, o, como mínimo culpa, por parte del presunto infractor. En caso de que no hubiera existido, este último requisito, la conducta del sujeto, desde el punto de vista administrativo, no sería sancionable. El problema, sin embargo, es determinar la responsabilidad, por la infracción de las normas, en el caso de las personas jurídicas en el que, necesariamente también, tiene que darse el requisito de la existencia del dolo o la culpa. Este, deberá configurarse de forma distinta a las personas físicas, debiéndose derivar dicha responsabilidad, siempre, a sus órganos de decisión, tanto personales como colegiados¹⁶¹. En este sentido, el TRLMV peca, a nuestro juicio, de poca precisión al referirse, tratando de determinar los órganos responsables, a *otros asimilados* a aquellos citados (administradores o directores generales). En nuestra opinión, lo que se debe entender por los citados *asimilados a los órganos o directores generales* debe encuadrarse dentro del Derecho administrativo como “un concepto jurídico indeterminado” que, como tal, tendrá que ser precisado, caso por caso, por nuestra jurisprudencia, con las dificultades que esta falta de concreción puede llevar a cabo en materia administrativa sancionadora. En consecuencia, y volviendo a nuestro TRLMV, los artículos 277, 290 y 300, numero 1º, declara sujetos responsables, tanto a las personas físicas como jurídicas, cuando comentan las infracciones muy graves, graves y leves previstas y tipificadas en la Ley.

Una regla especial, a este respecto, se contiene en el artículo 276 del TRLMV. El legislador está previendo que la aplicación de la sanción, tratándose de personas jurídicas, produzca consecuencias muy severas en relación a la continuidad del funcionamiento de la entidad en cuestión. Por ello, se establece que el Ministerio de Economía y Competitividad, previo informe de la CNMV, pueda condonar, total o parcialmente, o, en su caso, aplazar las sanciones impuestas, en los siguientes casos concretos:

¹⁶¹ La Sentencia del Tribunal Constitucional 246/1991 de 19 de diciembre, tiene declarado a este respecto “que debemos recordar ahora que si bien es cierto que este Tribunal Constitucional ha declarado reiteradamente que los principios inspiradores del orden penal son de aplicación, con ciertos matices, al Derecho administrativo sancionador (.....) este Tribunal ha declarado que, en efecto, la Constitución Española consagra sin duda el principio de culpabilidad como principio estructural básico del Derecho Penal y ha añadido que, sin embargo, la consagración constitucional de este principio no implica de modo alguno que la Constitución haya convertido en norma un determinado modo de entenderlo (STC 150/1991). Este principio de culpabilidad rige también en materia de infracciones administrativas, pues en la medida en que la sanción de dicha infracción es una de las manifestaciones del *ius puniendo* del Estado resulta inadmisible en nuestro ordenamiento jurídico un régimen de responsabilidad objetiva o sin culpa (STC 76/1990)....Todo ello, sin embargo no impide que nuestro Derecho Administrativo admita la responsabilidad directa de las personas jurídicas, reconociéndoles, pues, capacidad infractora: Ello no significa, en absoluto, que para el caso de personas jurídicas se haya suprimido el elemento subjetivo de la culpa, sino, simplemente, que este principio se ha de aplicar, necesariamente, de forma distinta a como se hace con las personas físicas”.

- a) Cuando la entidad pase a estar controlada por personas, distintas después de cometerse la infracción, a no ser que en la adquisición de las acciones de la sociedad sancionada hubiera mediado precio.
- b) Cuando la entidad se encuentre incursa en un procedimiento concursal, salvo que, superada esta situación, pudiera afrontarse la sanción.
- c) Cuando se den circunstancias excepcionales que la aplicación, sin más, de la sanción lleve aparejado que la situación atente a la equidad o a los intereses generales.

En todo caso, esta norma excepcional de condonación o aplazamiento de la sanción, nunca alcanzará a quienes ocupaban los cargos de administración o dirección, en dichas personas jurídicas, cuando se cometió la infracción.

Por último, en cuanto al alcance de la responsabilidad, establece, el citado artículo 271, que tratándose de personas jurídicas, serán responsables los administradores, (en caso de órganos de administración colegiados, los miembros de estos), los directores generales y *asimilados*, entendiéndose por tales aquellas personas que, de hecho o de derecho, desarrollen en la entidad, funciones de alta dirección y cuya actuación en las funciones encomendadas en la entidad haya sido dolosa o culposa (ya hemos comentado, anteriormente, que la redacción del precepto, es a nuestro juicio poco afortunada). Si se trata de órganos colegiados, la responsabilidad por las infracciones que se hayan cometido no alcanzará a aquellas personas que hubieren votado en contra o salvado su voto en relación a los acuerdos que hayan dado lugar a las infracciones¹⁶².

B) Infracciones y sanciones.

Por lo que respecta a las infracciones, como hemos, indicado el TRLMV¹⁶³ clasifica las infracciones en tres categorías: muy graves, graves

¹⁶² Entendemos que, aunque la Ley no lo diga expresamente, tampoco participarán de la responsabilidad de las decisiones del órgano colegiado, en la que se cometieron las presuntas infracciones, aquellas personas que se encontraron “ausentes” de la reunión en que dicho órgano tomó la decisión.

¹⁶³ El Real Decreto 21/2017 de 29 de diciembre de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la realizados en relación con el mercado, agrupando a su vez las infracciones en muy graves y graves. Unión Europea en materia de mercado de valores, con la finalidad de dar efectividad a la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, introduce, además, un régimen de infracciones y correspondientes sanciones por comportamientos. Respecto de las primeras, muy graves, se agrupan en las siguientes categorías:

- a) Infracciones por incumplimiento de la reserva de actividad y la obligación de obtener las autorizaciones exigidas (artículo 51).

y leves. La Ley, a este respecto, en el Capítulo V del Título VIII (artículos 277 a 289)¹⁶⁴, tipifica lo que se entiende por infracciones muy graves. De igual manera, en el siguiente Capítulo, VI (artículos 290 a 300)¹⁶⁵, determina cuando una infracción se considera grave o leve¹⁶⁶. Solamente añadiremos, que las infracciones muy graves y graves prescribirán a los cinco años, en tanto que las leves el plazo se reduce a dos años. El plazo de prescripción, en todos los casos, empezará a contarse desde el día en que se cometió la infracción, salvo que la misma tuviera el carácter de “continuada”, en cuyo caso la fecha inicial del cómputo será la de la finalización de la actividad que dio lugar a la infracción. La interrupción de la prescripción se producirá por la iniciación, con conocimiento del interesado, del procedimiento sancionador, reanudándose el plazo de prescripción si el expediente

-
- b) Infracciones por incumplimiento de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los centros de negociación (artículo 52).
 - c) Infracciones relativas a los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores (artículo 53).
 - d) Infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado (artículo 54).
 - e) Infracciones por incumplimiento de medidas de organización interna y de las exigencias prudenciales debidas (artículo 55).
 - f) Infracciones por incumplimiento de la obligación de información, protección al inversor y preservación de la integridad del mercado (artículo 56).
 - g) Infracciones por incumplimiento de las medidas adoptadas por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, inspectora y del control y por reiteración de infracciones graves (artículo 57).
 - h) Infracciones por incumplimiento de las obligaciones exigidas para el correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los centros de negociación (artículo 58).

Respecto a las infracciones calificadas de graves en las dos categorías siguientes:

- a) Infracciones relativas a los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores (artículo 59), que agrupa conductas cuya gravedad entiende el legislador que es inferior a las recogidas en el artículo 53 (artículo 59).
- b) Infracciones por incumplimiento de las obligaciones de transparencia e integridad del mercado (artículo 60).
- c) Infracciones por incumplimiento de las medidas adoptadas por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, inspectora y de control y por reiteración de infracciones graves (artículo 61).

En cuanto a las sanciones a imponer por las infracciones muy graves y graves los artículos 62 y 63 imponen multas pecunarias, sin perjuicio de aplicación para su imposición de las normas contenidas en el artículo 303 del TRLMV).

¹⁶⁴ Preceptos ampliamente modificados por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹⁶⁵ Disposiciones, también, profundamente modificadas por el citado Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

¹⁶⁶ No es objeto de este estudio el analizar, en todos sus pormenores, los distintos supuestos de infracciones que contiene el TRLMV en una descripción, a nuestro juicio, excesivamente prolífica y sin demasiada sistemática. Por ello nos remitimos a los artículos de la Ley en que ellas se contienen.

sancionador queda paralizado por más de tres meses por causa no imputable a los presuntos infractores.

En relación a las sanciones, su régimen se contempla también en el Título VIII del TRLMV (Régimen de supervisión, inspección y sanción), capítulo VIII, artículos 302 a 313. La estructura, en la Ley, de dicho régimen gira en torno a una serie de principios inspiradores, entre los que podemos señalar los siguientes:

a) *Principio de continuidad de la entidad*: La Ley intenta, por todos los medios, que, tratándose de personas jurídicas, las posibles consecuencias por la imposición de sanciones en relación a la comisión de infracciones muy graves y graves a los administradores y directores generales, no pongan en riesgo la continuidad en el funcionamiento de la Entidad, para lo cual, dispone en el artículo 274.2¹⁶⁷, que la CNMV podrá proceder a la intervención de la misma y al nombramiento de administradores provisionales, tanto individuales como de miembros del órgano colegiado de administración, con cuya medida se permita a la sociedad seguir funcionando de forma ordinaria, en sus actividades.

b) *Principio de motivación*: Todas las resoluciones que se dicten en los procedimientos sancionadores, por las infracciones cometidas, deben ser, necesariamente, motivadas. Así lo dispone el artículo 90 de la Ley 39/ 2015 de octubre, sobre Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, con el alcance que, en dicho precepto, se contiene¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Según dispone el artículo 106 de la Ley 10/2014, de ordenación, supervisión y solvencia de las Entidades de crédito:

"En el caso de que, por el número y cargo de las personas afectadas por las sanciones de suspensión o separación, resulte estrechamente necesario para asegurar la continuidad en la administración y dirección de la entidad de crédito, el Banco de España podrá disponer el nombramiento, con carácter provisional, de los miembros que se precisen para que el órgano de administración pueda adoptar acuerdos o de uno o más administradores, especificando sus funciones. Dichas personas ejercerán sus cargos hasta que, por el órgano competente de la entidad de crédito, que deberá convocar de modo inmediato, se provean los correspondientes nombramientos y tomen posesión los designados, en su caso, hasta que transcurra el plazo de suspensión".

¹⁶⁸ En este sentido, el artículo 90 de la Ley 39/2015 de 1 de octubre, sobre Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas señala:

1. "En el caso de procedimientos de carácter sancionador, además del contenido previsto en los dos artículos anteriores, la resolución incluirá la valoración de las pruebas practicadas, en especial aquellas que constituyan los fundamentos básicos de la decisión, fijarán los hechos y, en su caso, la persona o personas responsables, la infracción o infracciones cometidas y la sanción o sanciones que se imponen, o bien la declaración de no existencia de infracción o responsabilidad.

2. En la resolución no se podrán aceptar hechos distintos de los determinados en el curso del procedimiento, con independencia de su diferente valoración jurídica. No obstante, cuando el

Este precepto es aplicable, en toda su extensión, por la remisión que, a dicha Ley, realiza el artículo 274, número 1º del TRLMV¹⁶⁹.

c) *Principio de prejudicialidad penal:* Conforme establece el artículo 272 del TRLMV, el ejercicio de la potestad sancionadora de la CNMV será independiente de la posible concurrencia de delitos y faltas de naturaleza penal. No obstante, cuando concurra, simultáneamente, el procedimiento administrativo con un proceso penal, por los mismos hechos o por otros distintos cuya separación no sea posible, el procedimiento administrativo será suspendido hasta que haya sentencia, o resolución judicial firme que ponga fin al proceso penal. En todo caso si se continuase, con posterioridad el procedimiento administrativo, este, deberá respetar la valoración de los hechos que se haya realizado en la jurisdicción penal.

d) *Principio de proporcionalidad:* Nuestro Tribunal Constitucional tiene establecido¹⁷⁰ que la actuación de la Administración

órgano competente para resolver considere que la infracción o la sanción revisten mayor gravedad que la determinada en la propuesta de resolución, se notificará al culpado para que aporte cuantas alegaciones estime convenientes en el plazo de quince días.

3. La resolución que ponga fin al procedimiento será ejecutiva cuando no quepa contra ella ningún recurso ordinario en vía administrativa, pudiendo adoptarse en la misma las disposiciones cautelares precisas para garantizar su eficacia en tanto no sea ejecutiva y que podrán consistir en el mantenimiento de las medidas provisionales que en su caso se hubieran adoptado.

Cuando la resolución sea ejecutiva, se podrá suspender cautelarmente, si el interesado manifiesta a la Administración su intención de interponer recurso contencioso-administrativo contra la resolución firme en vía administrativa. Dicha suspensión cautelar finalizará cuando:

a) Haya transcurrido el plazo legalmente previsto sin que el interesado haya interpuesto recurso contencioso-administrativo.

b) Habiendo el interesado interpuesto recurso contencioso-administrativo:

a') No se haya solicitado en el mismo trámite la suspensión cautelar de la resolución impugnada.

b') El órgano judicial se pronuncie sobre la suspensión cautelar solicitada, en los términos previstos en ella.

4º Cuando las conductas sancionadas hubieran causado daños o perjuicios a las Administraciones y la cuantía destinada a indemnizar estos daños no hubiera quedado determinada en el expediente, se fijará mediante un procedimiento complementario, cuya resolución será inmediatamente ejecutiva. Este procedimiento será susceptible de terminación convencional, pero ni ésta ni la aceptación por el infractor de la resolución que pudiera recaer implicarán el reconocimiento voluntario de su responsabilidad. La resolución del procedimiento pondrá fin a la vía administrativa”.

¹⁶⁹ A este respecto el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre ha añadido, en el número 4º al citado precepto, también, como normas de ordenación y disciplina del mercado de valores, además de las citadas anteriormente las siguientes:

“d) El Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014.

e) Los Reglamentos delegados o de ejecución que adopte la Comisión Europea en el desarrollo o ejecución de las normas europeas de ordenación y disciplina del mercado de valores”.

en todas sus clases y grados, respecto de la materia sancionadora, no es una actividad discrecional, sino que, más bien por el contrario, es completamente reglada, en la que solo se admite la necesaria ponderación de las circunstancias aplicables en cada caso concreto que permitan una graduación adecuada de las sanciones a imponer.

e) *Principio de la graduación de la sanción*: Viene recogido en el artículo 310 del TRLMV, según el cual para la imposición de la sanción se tendrán en cuenta determinados criterios como los siguientes:

1º.- La naturaleza y la entidad de la infracción.

2º.- El grado de responsabilidad de los autores de la infracción.

3º.- La solidez financiera de la persona física o jurídica responsable de la infracción reflejada, entre otros elementos objetivables en el volumen de negocios total de la persona jurídica responsable o en los ingresos anuales ya activos netos de la persona física¹⁷¹.

4º.- La gravedad y persistencia temporal del peligro ocasionado o del perjuicio causado.

5º.- Las pérdidas ocasionadas a terceros, así como, las ganancias, obtenidas, de forma ilícita, ocasionadas por la infracción.

6º.- Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.

7º.- La subsanación de la infracción y la reparación de los daños o perjuicios causados por el presunto infractor.

¹⁷⁰ Véase, entre otras, las Sentencias del Tribunal Constitucional de fecha 24 de noviembre de 1987 y de 8 de mayo de 1995. Particularmente, esta última plantea un caso muy curioso en la aplicación de este principio. Se trataba de la impugnación de una Resolución por la que la Delegación del Gobierno de Madrid, al amparo del artículo 10 de la Ley Orgánica 9/1983, prohibió la celebración, por un sindicato, de una concentración en Madrid, basándose en que se iba a perturbar seriamente el tráfico y el orden público ciudadano. El demandante presentó recurso contencioso administrativo ante el Tribunal Superior de Justicia de Madrid, invocando la lesión del derecho de reunión proclamado en el artículo 21 de la Constitución Española, el cual fue desestimado por dicho Tribunal. Contra esta última sentencia el sindicato afectado interpuso recurso de amparo ante el Tribunal Constitucional. Este Tribunal acuerda desestimar el recurso y, entre otros argumentos señala que la adopción de una medida tan drástica como prohibir celebrar una concentración *debe ser sometida a un juicio de proporcionalidad*. Dicho *juicio de proporcionalidad* exigible debe, en todo caso, cumplir con tres requisitos: Primero, si con tal medida (prohibición de concentración) se conseguía el objetivo propuesto (mantener y garantizar el orden público). Segundo, si no existía una medida más moderada para conseguir dicha finalidad con similar eficacia. Tercero, si la medida era *proporcionada* por derivarse de ella más beneficios para el interés general que perjuicios sobre otros bienes o valores en conflicto.

¹⁷¹ Precepto redactado conforme al artículo 87 del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

8º.- La reparación de los daños causados.

9º.- La colaboración con la CNMV aportando datos relevantes para el esclarecimiento de los hechos investigados.

10º.- En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que hayan impedido alcanzar el nivel legal exigido.

11º.- La conducta precedente de la entidad en relación a la observación de las normas de ordenación y disciplina en los cinco años anteriores.

La graduación de la sanción lleva aparejado lo que la doctrina denomina “dosimetría punitiva”, es decir, la necesidad de examinar, en su conjunto, todas las circunstancias que concurren en el caso contemplado que permitan atenuar o agravar la sanción a imponer¹⁷².

Por lo que respecta al tipo de sanciones, para las infracciones muy graves y graves, contempladas en el TRLMV, podemos clasificarlas en dos clases distintas:

a) Pecuniarias: El artículo 310 del TRLMV impone la obligación, consistente en el pago de una cantidad determinada de dinero, en función de una serie de indicadores previstos en el propio TRLMV (artículo 302¹⁷³), como son, entre otros: la cifra de negocios del presunto infractor, los recursos del mismo, el beneficio bruto obtenido, etc.

b) No pecuniarias: Son, quizás, a nuestro juicio, las más importantes y severas, potenciándose, así, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, la potestad sancionadora de la CNMV. Según se dispone en el mismo artículo, se concretan en la adopción, en función de la infracción cometida, de una serie de medidas establecidas, como son: la suspensión de la entidad como miembro de un mercado en concreto, o, del Sistema Multilateral de Negociación en que operase, por un plazo no superior a cinco años. Igualmente, se prevé la suspensión en el cargo de administrador de la sociedad por un plazo, también, no superior a diez años, revocación de la autorización para operar cuando se trate de ESI's, etc¹⁷⁴.

¹⁷² DÍEZ DE LOS RIOS FLORES, Miguel: Op. cit. pág. 486.

¹⁷³ Reformado, en gran medida, por el Real Decreto Ley 14/2018/ de 28 de septiembre. En concreto se han reformado los antiguos apartados 1 y 8 (aumentando la cuantía de las multas y separación del cargo de administrador del infractor en cualquier entidad financiera hasta un máximo de diez años) y, al mismo tiempo, se añaden 7 nuevos apartados al artículo (9 a16) estableciéndose nuevas sanciones de carácter tanto pecunarias como no pecunarias.

¹⁷⁴ Particular importancia tiene la posibilidad de que se restituya el beneficio obtenido, la prohibición de negociar por cuenta propia por un plazo no superior a 10 años, la suspensión de los

Por último, en relación con las infracciones leves, el artículo 305 del TRLMV prevé imponer, al presunto infractor, una sanción pecuniaria hasta un montante máximo de 30.000 euros.

C) Normas de procedimiento, resoluciones de la CNMV y recursos a las mismas.

Como no podía ser de otra manera, al tratarse la CNMV de un órgano estrictamente administrativo, el TRLMV no establece un procedimiento sancionador distinto al contemplado, con carácter general, para las Administraciones Públicas en nuestro ordenamiento jurídico. Se limita a remitirse, en cuanto a la forma de celebrar el procedimiento y cuestiones anexas al mismo, a las normas establecidas en la Ley 39/2015 de 1 de octubre sobre Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, junto con los artículos 106, 108, 110 y 112 de la Ley 10/2014 de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las Entidades de crédito y sus correspondientes desarrollos reglamentarios, apuntando, eso sí, algunas especiales, propias de la materia que estamos tratando (artículo 275¹⁷⁵). Además, también, serán de aplicación las disposiciones contenidas en el Real Decreto 2119/1993 de 3 de diciembre, sobre procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúen en los mercados financieros, en tanto sus disposiciones no estén en contradicción con lo establecido en las normas anteriores.

Por tanto, el procedimiento sancionador se compondrá, a grandes rasgos, de las siguientes fases: Apertura o incoación del expediente; instrucción del mismo y práctica de las correspondientes pruebas; pliego de cargos, contestación al mismo y trámite de alegaciones; propuesta de resolución; resolución y recursos contra esta última.

Establece el artículo 273, que la competencia para la incoación, instrucción y sanción de los procedimientos sancionadores corresponde, en todo caso, a la CNMV. La incoación, propiamente dicha, requerirá un acuerdo motivado, del Consejo de la CNMV, el cual tendrá que notificarse a las personas físicas o jurídicas presuntamente infractoras. La

derechos de voto cuando una ESI adquiera una participación en otra sociedad contra la oposición de la CNMV y si los votos ya hubieran sido emitidos, la nulidad de los mismos.

¹⁷⁵ Precepto que, como hemos indicado anteriormente, dota de fuerza ejecutiva las resoluciones de la CNMV, así como, la posibilidad de que dicho órgano administrativo pueda adoptar todas las medidas cautelares que estime pertinente para la efectiva ejecución de sus resoluciones una vez que, estas, sean firmes.

resolución del mismo se adoptará, también, por acuerdo motivado del Consejo de la CNMV, con dos matizaciones:

- a) Cuando se trate de la imposición de infracciones muy graves, la CNMV tendrá que “dar cuenta razonada” de la resolución adoptada al Ministerio de Economía y Competitividad.
- b) Cuando la Entidad infractora sea una entidad de crédito será “preceptivo” (*aunque no vinculante*), como requisito previo a la imposición de la sanción, el informe del Banco de España.

El plazo para resolver el expediente, en términos generales, será de un año, desde que se adoptó el acuerdo de su incoación, con la posibilidad de ser ampliado, cuando la dificultad de las cuestiones planteadas o la necesidad de practicar determinadas pruebas así lo aconsejen. El pliego de cargos contendrá la calificación de los hechos y la propuesta de las correspondientes sanciones que se estime sean aplicables. En base a lo dispuesto en el artículo 112 de la Ley 10/2014 de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito, cabe la posibilidad de que los administradores o directores de la entidad, a la que se ha incoado el expediente, puedan ser, por la CNMV, suspendidos en el ejercicio de sus funciones, y, en consecuencia, la CNMV, como hemos visto anteriormente, tomará aquéllas medidas que estime necesarias para que la entidad pueda seguir desarrollando su actividad con normalidad. La suspensión, en sus funciones, de las personas que integran los órganos de la entidad, deberá ser inscrita en la hoja registral abierta a la Entidad en el correspondiente Registro Mercantil y demás registros que procedan.

La resolución, adoptada por el Consejo de la CNMV, pondrá fin al expediente. En este sentido, el artículo 275.1 del TRLMV, como hemos apuntado, establece que “las resoluciones que impongan sanciones serán ejecutivas cuando pongan fin a la vía administrativa” (en igual sentido, el artículo 38.1 de la Ley 39/2015 de 1 de octubre señala que “los actos de las Administraciones Pùblicas, sujetos al Derecho Administrativo, son ejecutivos con arreglo a lo dispuesto en esta Ley”), pudiéndose adoptar aquellas medidas cautelares que la CNMV estime pertinentes para el correcto cumplimiento de las mismas. Igualmente, cuando sean firmes, se harán constar en el Registro Mercantil, Registros de la CNMV y demás registros que procedan.

No obstante lo anterior, las resoluciones de la CNMV, en principio, no ponen fin a la vía administrativa. Las mismas, pueden ser objeto de recurso de alzada ante el Ministro de Economía y Competitividad y el acto administrativo, que resuelva dicho recurso, puede ser, a su vez, potestativamente, objeto de recurso de reposición ante el propio Ministro.

En todo caso, y como es normal y habitual con todos los actos administrativos que agotan vía administrativa, las resoluciones adoptadas, pueden ser objeto de fiscalización en la correspondiente jurisdicción contencioso-administrativa, siendo competente, para enjuiciar los posibles recursos, la Sala de lo Contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional.

**CAPÍTULO TERCERO. - CONCEPTO Y CARACTERES DEL
CONTRATO DE DERIVADOS FINANCIEROS. LOS DERIVADOS
FINANCIEROS *OVER THE COUNTER* (*OTC*).**

Los derivados financieros se han definido “como aquellos productos o instrumentos financieros cuya principal cualidad es que “su valor de cotización o precio depende o deriva, de ahí su denominación, de la evolución del precio de otro activo, denominado subyacente, al que se encuentra ligado y que previamente está determinado”¹⁷⁶.

Como hemos señalado anteriormente, e indica la doctrina¹⁷⁷, los contratos, en los que se pacta la entrega futura de productos, se conoce desde tiempo inmemorial como contratación a plazo¹⁷⁸. Esta forma moderna de negociación puede situarse, en Estados Unidos, como mercado organizado de futuros, en el año 1.848 con la creación del *Chicago Board of Trade (CBOT)*. Desde mediados de los años 50 del siglo pasado y en lo que va del actual, los contratos de derivados financieros se han desarrollado de una manera global y exponencial produciéndose una contratación simultánea y reiterada a través de todo el mundo desarrollado. Según los datos del *Banco Internacional de Pagos de Basilea (BIS)*, en el año 2001, el saldo vivo del conocido como Bono Nocial de Deuda Pública¹⁷⁹, en futuros, superaba los nueve billones de dólares.

Dejando aparte el estudio de los contratos de futuros estandarizados y contratados en mercados organizados, que veremos más adelante, vamos a analizar, a continuación, los contratos de derivados perfeccionados en mercados no organizados. Estos contratos se han desarrollado a una velocidad inusitada a partir de la segunda mitad del siglo pasado. Las razones por las que ha ocurrido son variadas.

En primer lugar, las entidades de crédito y las instituciones habilitadas para realizar estas operaciones han demostrado una capacidad ilimitada para diseñar y crear nuevos productos, sin duda, favorecidas por un movimiento de “desregulación legal” y la existencia de menos restricciones a la hora de operar con estos productos. Ello ha permitido un avanzado grado de sofisticación en los mismos.

¹⁷⁶ VALERO FERNÁNDEZ-REYES, Ángel: “Los derivados financieros y el derecho real de hipoteca” (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 538.

¹⁷⁷ PEDROSA, Mónica: Óp. cit. pág. 210

¹⁷⁸ Ya hemos indicado, en páginas anteriores, que la contratación a plazo se conocía en el siglo XVII, en Japón, en relación a las cosechas de arroz. En Holanda, durante los siglos XVII y XVIII, en la fijación a futuro del precio de arenques que se pescasen en el mar, y en Inglaterra, en los siglos XVIII y XIX, en relación a las cosechas de trigo y el algodón.

¹⁷⁹ Se entiende por “Bono Nocial de Deuda Pública”, tal y como lo define el art.2 de las Condiciones Generales del Contrato sobre Bono Nocial de Deuda Pública establecidas por MEEF, Renta Fija, como “el bono teóricamente emitido a la par en el día del vencimiento del contrato de futuros con un vencimiento de diez años (puede ser a otros plazos), con un cupón anual del 4% (puede emitirse, igualmente, a otros tipos de interés) y un valor nominal de 100.000 euros”.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta la internacionalización de los mercados financieros. Hoy en día existe un mercado financiero global que abarca todas las naciones desarrolladas en donde, el intercambio de información, es tan rápido que hace que tan pronto como se ha creado una idea o un producto en un determinado país, este se pueda contratar en el extremo opuesto del planeta.

En tercer lugar, ha contribuido, también, a su desarrollo los “déficits crónicos” existentes en muchas economías desarrolladas, o en vías de desarrollo, lo cual ha llevado aparejado a una equiparación simultánea entre los tipos de interés de los diversos países debido a la necesidad de canalizar los flujos de dinero necesarios para financiar dichos déficits, lo que a la larga supone tener que diseñar nuevos instrumentos, cada vez más especializados y sofisticados que permiten reducir el riesgo en las operaciones¹⁸⁰.

Por último, en cuarto lugar y para poner de manifiesto la importancia adquirida por estos productos en la actualidad, indicaremos que, según el BIS, en el período 1990-2001 el crecimiento en la contratación en productos derivados aumento un 3.120% frente a un aumento de, solo, un 97,2% de incremento en la negociación de las acciones en las Bolsas de todo el mundo. Igualmente, el volumen negociado de estos contratos, en 2001, fue de 111 billones de dólares frente a los 23,9 (excluida la contratación del Nasdaq) billones de dólares del mercado mundial de acciones y los 13,9 billones contratados mundialmente en bonos¹⁸¹.

I) CONCEPTO.

El conocido como derivado financiero es, simplemente, un contrato, que puede ser típico (si se produce en mercados organizados, Sistemas Multilaterales de Negociación o Sistemas Organizados de Contratación) o atípico (al carecer de regulación legal específica, respecto de los negociados en el mercado *Over The Counter*), mercantil (ya que se dá, habitualmente, en el marco de las empresas de inversión o de crédito), oneroso (por cuanto, siempre hay un interés patrimonial por las partes contratantes), a término (ya que, igualmente, siempre hay un diferimiento en la ejecución del contrato) y aleatorio en la medida que existe una incertidumbre o *aleas* sobre quien deberá pagar la prestación y en qué cuantía¹⁸².

¹⁸⁰ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: “El contrato de Futuros Financieros”, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 42 y ss.

¹⁸¹ PEDROSA, Mónica, Óp. cit. pág. 198.

¹⁸² VALERO FERNÁNDEZ-REYES, Ángel: Óp. cit. págs. 541 y 542.

Como base del acuerdo se toma el contrato de compraventa o, más modernamente, el contrato a plazo o el denominado “contrato por diferencias” y como subyacente el bien o activo que pretendemos negociar¹⁸³. Todo lo que es susceptible de ser contratado o, mejor dicho, comprado o vendido, puede integrar o servir de base para un contrato de futuros. En este sentido, como hemos apuntado, los contratos de derivados pueden ser de dos clases¹⁸⁴.

Por una parte, los negociados en un mercado oficial, los cuales son productos estandarizados que se someten a unas reglas previamente establecidas, que lo determinan como se tiene que ejecutar el contrato y en qué condiciones (entrega física del subyacente o pago por diferencias, ejecución al final del tiempo que se estableció, o, en cualquier momento de la vida del contrato, importe de las garantías a depositar, etc.). Se caracterizan por ser contratos de adhesión (las cláusulas, en todo el contenido del contrato, vienen dadas por el órgano regulador de cada mercado y el contratante se limita a adherirse a ellas, no permitiéndose ninguna modificación de las mismas). Esta contratación se caracteriza por la existencia, siempre de un órgano interpuesto, denominado Cámara de contrapartida, de tal suerte que el comprador, o el vendedor, no contratan ni conocen a la otra parte. Contratan con el órgano interpuesto, la Cámara de compensación, que, además, garantiza la ejecución y cumplimiento del contrato (no puede producirse el incumplimiento).

Por otra, los contratos negociados sin la intervención de un mercado oficial son los denominados *Over The Counter* (por sus siglas en inglés *OTC*). Dichos contratos, denominados *forwards*, son definidos¹⁸⁵ como “aquellos contratos mediante los cuales dos partes se comprometen a comprar o vender un activo determinado en una fecha futura, a un precio prefijado en el momento de la contratación”. Son instrumentos financieros derivados creados, en base al principio de la autonomía de la voluntad, por las compañías al margen de cualquier mercado oficial y referido a cualquier activo subyacente¹⁸⁶. Los más conocidos son los *forwards* sobre tipos de

¹⁸³ A nuestro juicio, la mejor definición de activo subyacente la ha dado CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso (Óp. cit. pág. 317), al entender por tal “la referencia teórica externa al contrato cuya evolución aritmética determina el alcance e importe de la prestación y se calcula por la comparación con la evolución de los precios (o las diferencias de precios) de ciertos Mercados Financieros (mercados de divisas, de tipos de interés, bursátiles, etc.)”.

¹⁸⁴ Al estudiar el objeto del contrato, hablaremos acerca de las diferencias existentes entre “activo subyacente” y “objeto del contrato” propiamente dicho, ya que, a pesar de que algunos autores los identifican, según la más moderna doctrina no pueden equipararse ni tienen por qué coincidir.

¹⁸⁵ KNOP, Roberto: “Manual de instrumentos derivados (Cuatro décadas de Black-Shole)”. Editorial Empresa Global, 2^a Edición. Madrid, 2013, pág. 28.

¹⁸⁶ El más habitual, últimamente, es el contratado entre un particular (persona física o jurídica) y una entidad de crédito con objeto de mitigar las oscilaciones de los tipos de interés. También son muy corrientes, en la práctica empresarial, para evitar las oscilaciones de los cambios de divisas.

interés y, también, como una variante de los anteriores, los *swaps* o “permutas financieras sobre tipos de interés”, según los cuales las partes pactan el tipo de interés a pagar, a un plazo fijado, sobre una determinada obligación a cumplir en el futuro.

Los contratos *forwards*, combinados con los *swaps*, dan lugar a los denominados *Forwads o Swaps CDS*. Los *Credit Default Swaps*, también conocidos en la práctica por sus siglas en inglés *CDS*¹⁸⁷, no son más que seguros de impago. Mediante ellos, el comprador de la “protección por impago” paga una prima fija y periódica al vendedor de la protección por impago, con objeto de cubrir el posible quebranto o impago (*default*) de la deuda de la entidad a que haga referencia el *CDS*¹⁸⁸. Son, como estudiaremos más adelante, una clase más de derivados financieros y una modalidad del contrato *swap*. A pesar de que recientemente se intenta que los *swaps* funcionen como productos estandarizados, lo cierto es que, hoy en día, siguen creándose, en su mayor parte, a la medida por, sobre todo, las entidades de crédito y los clientes institucionales, de acuerdo con las reglas específicas por ellos creadas¹⁸⁹. Los *CDS* se han querido asimilar, en cuanto a su naturaleza jurídica, al contrato de seguro. No obstante, en nuestra opinión son dos figuras distintas. En primer lugar, las entidades que contratan las denominadas pólizas de seguros tienen un estatus determinado, rigiéndose por una legislación específica que supone cumplir con diferentes requisitos establecidos al efecto, como son la necesidad de dotar unas reservas concretas que se les imponen (por ejemplo reservas por siniestralidad) cosa que no se produce en las entidades que ofrecen los *CDS*s. En segundo lugar, los contratos de seguros son contratos típicos cuyas pólizas, respecto a su contenido, tienen que ser aprobadas, previamente, por la Administración, en tanto que los *CDS*s son contratos atípicos hechos, en la mayor parte de los casos a medida de la necesidad económica específica¹⁹⁰. En tercer lugar, mientras en los contratos de seguro la concreción del bien asegurado y sus circunstancias físicas son determinantes para fijar las características del riesgo asegurado, en los

¹⁸⁷ HULL, John C.: “Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones”, Editorial Pearson, 8^a Edición, Educación México S.A. de C.V., Mexico, 2014, pág. 188.

¹⁸⁸ GALÁN LÓPEZ, Carmen: “Los credit default swaps (CDS)”, (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 476.

¹⁸⁹ A este respecto, con objeto de homogeneizar y homologar las reglas de creación y aplicación de estos instrumentos se constituyó la denominada *International Swaps and Derivatives Association* (por sus siglas en inglés, *ISDA*) a la que nos referiremos, ampliamente, más adelante.

¹⁹⁰ Como señala GALÁN LÓPEZ, Carmen (Óp. cit. pág 473), para intentar acotar y controlar la contratación de estos derivados surgió La *International Swaps and Derivatives Association* (*ISDA*), la cual fue creada en el año 1985 como Asociación Internacional de Intercambio entre Comerciantes, modificándose, posteriormente, su denominación por la actual. Su finalidad principal es hacer más segura la contratación *Over The Counter*. Para ello intenta, por un lado, limitar el riesgo de la contraparte y, por otra parte, dar más transparencia y mejorar la contratación de las operaciones *OTC*. Actualmente, tiene más de 800 miembros, siendo en su inmensa mayoría empresas e instituciones que contratan este tipo de productos (compañías de seguros, entidades de crédito, *hedge fund*, gestoras de patrimonios, etc).

CDS’s, en la mayor parte de los casos, no existe nada ni física ni tangible. Suelen ser derechos de cobro de una deuda concreta lo que el comprador quiere garantizarse con los mismos¹⁹¹.

Los denominados *Forwards CDS*, establecen la posibilidad de comprar o vender un denominado “*Swaps* de incumplimiento” sobre un activo determinado a un plazo concreto. Con estos contratos las compañías (fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) cubren sus riesgos de impago sobre los activos que adquieren para sus carteras de valores (bonos, carteras de créditos, hipotecas titulizadas, etc.). Funcionan, pues, a semejanza de las pólizas de seguros con objeto de cubrir los posibles perjuicios o deterioros que se produzcan en los activos subyacentes sobre los que recaen¹⁹².

En conclusión, tanto los contratos de futuros estandarizados como los contratados fuera de mercados organizados son contratos nacidos en base al principio de la autonomía de la voluntad debiendo diferenciar su naturaleza jurídica, como mas adelante veremos, de las compraventas a plazo.

II) CARACTERES.

Los contratos de derivados financieros *OTC* (fundamentalmente, *forwards* y *swaps*) tienen el inconveniente de que carecen de la liquidez que da poder contratarse en un mercado organizado. Por ello una de las partes no puede cerrar su posición, antes del vencimiento, sin el concurso y el acuerdo de la otra parte (lo que suele dar lugar a fuertes penalizaciones).

Frente a esto, los contratos celebrados en un mercado oficial, al estar estandarizados es decir, ser contratos de adhesión, tienen unas reglas de actuación concretas y pueden cancelarse en cualquier momento a la libre iniciativa de la parte que contrató. Para que se pueda producir esta situación se crean, en estos mercados, las denominadas Cámaras de contrapartida¹⁹³ (*Clearing house*, en su terminología anglosajona). En base a ello cada parte contrata contra la Cámara, sin necesidad de que las dos partes se conozcan ni crucen sus posiciones entre sí, ni se tengan que vincular directamente. La

¹⁹¹ Véase, en este sentido, GALÁN LÓPEZ, Carmen (Óp. cit. pág 476 y 477).

¹⁹² Un documentadísimo estudio sobre la forma de financiar los *CDS* en HULL, John C: Óp.cit, pág. 504 y ss.

¹⁹³ Nos remitimos a lo dicho, anteriormente, sobre los caracteres y funcionamiento de las *clearing house*.

Cámara da la contrapartida¹⁹⁴, proporciona la liquidez necesaria para que pueda perfeccionarse el contrato en cada momento y, al mismo tiempo, se encarga del seguimiento diario del contrato a efectos de la liquidación de las garantías que procedan, liquidando el contrato a su vencimiento.

La existencia de la Cámara, como hemos advertido, tiene una característica fundamental: no existe el incumplimiento. El contrato se ejecuta (bien a su vencimiento o con anterioridad al mismo) siempre. Este es objetivo principal de la existencia de la Cámara: “eliminar el riesgo derivado del posible incumplimiento de lo pactado por alguna de las partes contratantes”¹⁹⁵.

De esta forma las consecuencias del posible incumplimiento, por la otra parte, es responsabilidad de la Cámara asumiendo ella, las consecuencias que pudieran derivarse del mismo, teniendo dos instrumentos para poder cubrirse de dicho incumplimiento: la liquidación y ajuste diario de las posiciones de los que contratan con ella y la actualización diaria de las garantías que tienen que prestar los que contratan en estos mercados mediante los oportunos abonos y cargos.

A) Función que desempeña en la economía.

Llegados a este punto podemos preguntarnos cuál es la utilidad que presentan los contratos de futuros. Estos contratos sirven a una triple finalidad:

- son instrumentos de cobertura.
- son instrumentos de especulación.
- son instrumentos de arbitraje.

Como instrumentos de cobertura tienen por objeto minimizar el riesgo que genera una posición de compraventa en un activo subyacente concreto (divisas, acciones, tipos de interés, etc.). Por ello, habitualmente, el contrato de futuros cumple esta finalidad adoptando una postura de signo

¹⁹⁴ Técnicamente, se define como “contrapartida” la oferta que se hace para poder “casar la operación”. En la contratación bursátil ordinaria, la contestación a la oferta, la realiza la otra parte contratante con lo cual se permite “casar” la operación. En los Mercados de Derivados la contestación a la oferta planteada por el particular contratante, con la que se puede perfeccionar el contrato, la realiza la Cámara de contrapartida o *Clearing house*, de tal forma que, en estos contratos, siempre hay dos partes: el particular y la Cámara de contrapartida.

¹⁹⁵ AVILÉS GARCIA, Fernando y otros autores: “Futuros y Opciones. Activos Financieros mantenidos para negociar”. Ediciones CEF, Madrid, 2008, pág. 5.

contraria a la que se tiene en el activo subyacente¹⁹⁶. Una gran cantidad de las personas que intervienen en los mercados de futuros son los que se denominan “administradores de riesgos”, es decir, aquellas personas cuya misión principal es proporcionar unas coberturas que reduzcan, al máximo, el riesgo de una determinada posición. El riesgo cero prácticamente, no existe¹⁹⁷. Supondría haber realizado una “cobertura perfecta”. Se trata, por tanto, como hemos indicado, de minimizar ese riesgo mediante la utilización de, entre otros instrumentos, los contratos de futuros.

Como instrumentos de especulación suponen la posibilidad de conseguir fuertes ganancias si se acierta con la tendencia o sentido en el que va el mercado. Esta finalidad no suele darse en los contratos *forwards* ya que al no tener liquidez y no formar parte de un mercado organizado no disfrutan de las ventajas de los mercados de futuros organizados. Son por tanto, en estos últimos, en donde esta característica se da con toda su fuerza. En los mercados regulados, el especulador es un elemento, imprescindible del mercado organizado, que tiene como misión optimizar y maximizar el beneficio. A través de los contratos de futuros se puede mantener una posición, en relación al mercado subyacente, importante con unos recursos financieros limitados al no tener, cuando se contrata, que hacer efectiva la totalidad de la posición: basta con depositar unas garantías (porcentaje de la posición) que, diariamente, la Cámara de contrapartida va actualizando en base a la subida o bajada del precio que tenga el activo subyacente. Esto se conoce como efecto “apalancamiento”. Ello supone que la rentabilidad de la inversión puede multiplicarse y las plusvalías obtenidas pueden ser extraordinarias frente a la inversión practicada, pero, al mismo tiempo, si no se acierta con la tendencia del mercado, las pérdidas pueden llegar a ser muy cuantiosas. Por todo ello, si estos contratos se utilizan solo con la finalidad de especular se debe ser extraordinariamente prudente por cuanto son instrumentos muy peligrosos, como consecuencia de la situación de “apalancamiento” que, habitualmente, suele producirse en las distintas posiciones adoptadas.

Como instrumentos de arbitraje¹⁹⁸ suponen aprovecharse de las inefficiencias de los mercados. A veces se producen distorsiones entre las cotizaciones de los contratos de futuros y las cotizaciones en los precios de los activos subyacentes. El arbitrajista actúa para que los precios, en ambos mercados, vuelvan a ser eficientes. Siempre, supone efectuar una “operación

¹⁹⁶ Así la pérdida en el mercado de subyacentes (por ejemplo, una bajada de las acciones de la cartera física de valores) se verá compensada, automáticamente, con una revalorización en los derivados financieros negociados.

¹⁹⁷ HULL, John C: Op. cit. pág. 49.

¹⁹⁸ El “arbitraje” es un término bursátil que busca, en beneficio e interés de una persona llamada “arbitrajista”, aprovechar las diferencias de precios, entre distintos mercados, de un mismo activo en un mismo momento temporal (arbitraje propiamente dicho) o la diferencia de precios de un mismo activo en dos momentos temporales diferentes (arbitraje impropio o de tendencia).

cruzada” de contado-futuro y suele darse con inusitada rapidez ya que la distorsión en los precios tiende a corregirse. Su objetivo es obtener un beneficio aprovechando las diferencias de precios existentes entre el mercado a contado y los que se dan en las operaciones a plazo.

B) Clases de contratos de derivados.

Los contratos de Derivados tienden a clasificarse en atención al activo subyacente. Así puede hablarse de:

- a) Derivados sobre activos reales: Fundamentalmente son contratos de futuros sobre materias primas (metales preciosos, cereales, cobre, etc), fundamentalmente *commodities*¹⁹⁹.
- b) Derivados sobre activos financieros: en concreto los hay de cinco tipos: tipos de interés, divisas, sobre índices bursátiles, acciones y bonos.

A todos ellos nos referiremos en los capítulos siguientes.

III) LOS DERIVADOS FINANCIEROS *OVER THE COUNTER* (OTC). CONCEPTO.

El contrato de derivados, como ya hemos apuntado, no supone más que una compraventa de un activo (llamado activo subyacente, que puede ser físico o financiero) a un determinado precio y a una fecha posterior determinada y previamente acordada entre las partes. Los contratos de derivados siempre miran hacia el futuro. Nunca funcionan en relación al pasado, sea cual sea la forma en que los configuremos.

Los contratos de derivados, como, acertadamente, dice la doctrina, vienen a ser “un juego de suma cero”²⁰⁰. Lo que pierde uno lo gana otro”. La ganancia o pérdida viene determinada por las diferencias existentes entre el precio al que se contrató el derivado y el de contado (precio al que se encuentra el subyacente en cada momento durante la vida del contrato). Esto que es fácil de entender cuando el subyacente tiene una existencia física

¹⁹⁹ Por *commodities* se entiende los productos físicos y materias primas. Los más importantes, sobre los que se contrata, son los productos agrícolas, como el trigo, el maíz, el oro, la plata, el platino, el cobre, etc.

²⁰⁰ PÉREZ FERNÁNDEZ-TENLLADO, Ruperto: “Teoría y práctica de la Bolsa”. Ediciones Díaz-Santos, Madrid, 2010, págs. 39 y ss.

commodities, oro y metales preciosos en el que una persona tiende a predecir cuál será, al alza o a la baja, el precio de un determinado bien a un plazo determinado, es más complicado de comprender cuando lo que se vende o compra no existe físicamente. En este sentido, podemos preguntarnos²⁰¹ ¿qué es un índice bursátil?. Es simplemente el producto de una composición aritmética en la que se incluyen los precios de unos valores en una adecuada ponderación. Es algo no físico. ¿Podríamos vivir sin índices bursátiles? Probablemente sí. ¿Podríamos vivir sin cereales? Seguro que no. De aquí la importancia en la sofisticación de los contratos de futuros. Han pasado de ser instrumentos necesarios sobre bienes existentes y perecederos a ser instrumentos financieros configurados sobre meras fórmulas matemáticas.

Los primeros en surgir fueron los contratos a plazo o también denominados *forwards*. Los futuros no fueron más que una evolución de los primeros producida como consecuencia del desarrollo del sistema financiero. La diferencia principal entre un *forward* y un contrato de futuros reside en la estandarización de los términos del contrato que hace posible que el contrato a plazo pueda negociarse, no exclusivamente, entre las partes, sino dentro de un mercado organizado. Por ello, se dice que, por una parte, los contratos *forwards* tienen una flexibilidad (al poder negociar las partes todas las cláusulas) que no tienen los futuros (al ser, estos últimos, contratos estándar) los cuales pueden no ajustarse, exactamente, a las necesidades de las partes. Otra diferencia importante de la que gozan los contratos a plazo o *forwards*, frente a los contratos de futuros, consiste en que, en los primeros, los contratantes se relacionan directamente (como mucho puede intervenir un *bróker* en calidad de intermediario) y acuerdan ellos mismos los términos del contrato. Por el contrario, en los contratos de futuros las partes contratantes se desconocen completamente al ser necesario la intervención interpuesta de una entidad denominada Camara de contrapartida, la cual es vital para garantizar, siempre y en todo caso, la ejecución y liquidación del contrato celebrado. La especial consideración de esta entidad intermediaria se pone de manifiesto, igualmente, en la citada liquidación del contrato. Así en los contratos de futuros lo normal es liquidarse el contrato “por diferencias”, pudiendo cancelarse, anticipadamente antes de su vencimiento, la posición mediante la venta o la compra, respectivamente, del contrato, en tanto que, en los *forwards*, lo habitual es el cumplimiento mediante la entrega física del activo subyacente a su vencimiento.

IV) LOS DERIVADOS FINANCIEROS *OVER THE COUNTER* (OTC). SU NATURALEZA JURÍDICA.

²⁰¹ Incluyendo, en dicho concepto, los productos derivados de la energía, como la electricidad.

Parte de la doctrina y de la jurisprudencia han configurado los *forwards* como compraventas a plazo²⁰². Sin embargo, hoy en día, se define esta figura contractual con entidad propia, apartada y separada de la citada compraventa a plazo²⁰³. Por ello, coincidimos, plenamente, con la tesis mantenida, por diferentes autores²⁰⁴, cuando afirman que, en estos contratos “no hay un mero aplazamiento en el pago del precio”²⁰⁵. La fijación del término en los contratos *OTC* es un elemento esencial del contrato, no meramente accidental por cuanto el objeto del contrato va a ser el valor del subyacente a determinada fecha”²⁰⁶.

²⁰² PÉREZ FERNÁNDEZ TENLLADO, Ruperto, Op. cit. pág. 39.

²⁰³ LÓPEZ RODRÍGUEZ, Francisco: “Curso práctico de opciones y futuros”. Editorial Inversor Ediciones SL, 2ª Edición, Madrid, 2002, págs. 15 y ss. En igual sentido la STS de 26 de noviembre de 1957.

²⁰⁴ GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: “Los contratos a plazo en los mercados *OTC*: Su naturaleza y régimen jurídico” (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 381.

²⁰⁵ A este respecto el autor citado en la nota anterior recoge, textualmente, las siguientes afirmaciones del Profesor Olivenza Ruiz (Op. cit. nota 18, página 382) que señala “el propósito de especulación que anima el negocio a plazo no es, pues, de por sí ilícito. Pero lo que sí parece cierto es que aleja la operación bursátil que estudiamos del esquema típico de la compraventa. Ésta constituye el prototipo de contrato bilateral, oneroso, comutativo, con prestaciones recíprocas. En la operación a plazo, sin embargo, el factor tiempo incide decisivamente en la configuración de la causa y la diferencia de aquel esquema. El plazo, como elemento accidental del contrato de compraventa no altera de por sí la causa lícita (...). Más, en nuestro caso, la finalidad típica perseguida es precisamente la de romper con la introducción del elemento tiempo, el equilibrio de las prestaciones, de tal manera que, al no ser equivalentes en el momento de la ejecución, se obtenga una ganancia por la parte favorecida a expensas de la perjudicada”.

²⁰⁶ Por el contrario, la tesis mantenida por la Sentencia del Tribunal Supremo 7544/1987 de 26 de noviembre (Roj 7544/1987, Cendoj 28079110011987100584) centra su argumentación en distinguir entre las denominadas antiguamente, operaciones bursátiles a plazo (operaciones prohibidas, en ese momento, por el artículo 2 de la Ley de 23 de febrero de 1940 y por el artículo 23, apartado 4º del Real Decreto-Ley 7/1964 de 30 de abril, así como, por los artículos 79 y 80 del antiguo Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967, legislación, toda esta, actualmente derogada) que consistían en comprar un activo, al precio existente en ese momento, con la obligación, por parte del vendedor, de recomprar dicho activo a una fecha determinada y a un precio previamente establecido por las partes (aunque hay que indicar que en la fecha en que se producen los hechos ya estaba vigente la Orden Ministerial de 10 de abril de 1981, también derogada en la actualidad, que estableció, con una finalidad similar, las denominadas “operaciones a crédito”) de las operaciones extrabursátiles de compraventa, las cuales, según se dice en la Sentencia comentada, no estaban prohibidas y en las que se podía acordar que en el propio contrato de compraventa se pactase un precio de recompra de los activos transcurrido un cierto tiempo. La Sentencia 7544/1987 resuelve un contrato, con dichas cláusulas, por el que una entidad financiera se comprometía, transcurrido un cierto tiempo, a adquirir dichas acciones a un precio y con unas condiciones determinadas. En este sentido la citada Sentencia indica que no es de aplicación la legislación bursátil, anteriormente indicada, por no tratarse de una operación realizada dentro del mercado oficial, pero, no obstante, como compraventa a plazo, era perfectamente válida y lícita en la legislación mercantil extrabursátil, ya que “este tipo de contrato no es sino una modalidad de compraventa mercantil que aún estando por su objeto – títulos valores - sujeto a determinadas formalidades coincidentes con las operaciones bursátiles, no están sin embargo sometidas al especialísimo régimen regulador de las llamadas propiamente operaciones de bolsa” y por tanto no podemos hablar de operaciones a plazo sino con precio aplazado. En nuestra opinión, esta tesis que, en su momento, podía tener una cierta lógica siendo su argumentación perfectamente defendible, hoy en día, después de haber transcurrido más de 30 años de haberse dictado la citada Sentencia y del desarrollo que se ha operado, en ese período de tiempo, en nuestro Derecho mercantil y bursátil, hace que la postura mantenida en la misma, actualmente, sea inasumible. Por ello, concluimos que las operaciones a plazo o *forwards* representan contratos autónomos, aunque

A este respecto, se dice²⁰⁷, que en los *forwards* lo que está sometido a plazo es la ejecución de todo el contrato. A mayor abundamiento, en estos contratos lo que se somete al plazo es la totalidad de las prestaciones del contrato, así como su cuantificación. No hay, por tanto, un mero diferimiento, en el tiempo, de las futuras prestaciones, sino que las mismas están sin cuantificar y determinar, realizándose esta determinación y cuantificación en el momento en que se cumple el plazo. Incluso en el supuesto de que se pactara la entrega del subyacente, tampoco estaríamos en presencia de una compraventa con precio determinable, al amparo de los artículos 1448 y 1450 del CC ya que la causa del contrato, en estos casos, es puramente aleatoria no dándose el presupuesto de la conmutatividad y de equivalencia de las prestaciones necesaria en toda compraventa aunque el pago del precio sea aplazado. En el caso que estudiamos siempre se produce una ganancia en una parte y una pérdida en la otra. Como decíamos al principio del epígrafe, son “un juego de suma cero”²⁰⁸ y es esta circunstancia, la presencia de los *aleas* en este tipo de operaciones, es lo que, a nuestro juicio, hace tomar distancia la contratación de derivados de los parámetros y normas en que se desarrolla la figura de la compraventa a plazo.

En consecuencia, debemos concluir que estamos en presencia de contratos bilaterales o multilaterales, siempre onerosos y atípicos en que debe darse necesariamente un componente aleatorio por lo que, en ningún caso, este tipo de contratos, pueden configurarse como conmutativos.

V) DERIVADOS FINANCIEROS *OVER THE COUNTER* (OTC). ELEMENTOS DEL CONTRATO.

A) Elementos personales y capacidad de las partes en los contratos OTC.

Como hemos indicado, anteriormente, los contratos *OTC* son los que se celebran en mercados no organizados y son contratados directamente por las partes. Los más conocidos son los denominados con la terminología inglesa *forwards* y *swaps*, también llamados, estos últimos, “permutas financieras de tipos de interés”²⁰⁹ que no son más que una variante de

atípicos, cuya naturaleza jurídica es independiente y completamente distinta de los contratos en los que, simplemente, se pacta el aplazamiento en el pago.

²⁰⁷ SANZ CABALLERO, JL: “Derivados Financieros”. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2000, pág 351.

²⁰⁸ GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: Óp. cit. pág. 383.

²⁰⁹ Con relación a esta figura las STS 595/2015 de 30 de octubre y 137/2018 de 24 de enero, tienen declarado que en estos productos, actualmente de fuerte litigiosidad, se ha desnaturalizado su

aquellos. Estos contratos consisten en liquidar, en una o varias veces, la diferencia entre los tipos de interés pactados y los que se mantengan en el activo subyacente tomado, como referencia, a una o varias fechas determinadas.

Los elementos personales que se dan en estos contratos son, por un lado, una entidad financiera (aunque no necesariamente) y, por otro, un particular (persona física o jurídica) por el otro. Se trata, de contratos atípicos, bilaterales, aleatorios, onerosos, pero no sinalagmáticos y, generalmente, mercantiles, por cuanto se suelen dar dentro de la actividad económica y financiera de los contratantes²¹⁰.

En cuanto a los elementos personales, conviene distinguir, en primer lugar, a las partes que intervienen en el contrato. Como hemos indicado, por una parte, habitualmente, intervendrá una entidad financiera y por otro, un particular, persona física o jurídica. Se ha planteado la posibilidad de que actuen, como contratantes, dos personas, físicas o jurídicas, que no pertenezcan, ninguna de ellas, al sector financiero. A este respecto, el Tribunal Supremo ha venido declarando válido el contrato al amparo del principio de autonomía de la voluntad, consagrado en el art. 1255 del C.C²¹¹.

En cualquier caso, lo que no ofrece duda es que las personas que intervengan en el contrato tendrán que tener plena capacidad jurídica y de obrar ya que al suponer la ejecución del contrato puede suponer una posible disposición patrimonial que excede, con mucho, los actos de mera administración. Por ello coincidimos con la doctrina²¹² que, en caso de menores o incapacitados, será necesaria la intervención de sus representantes legales con la preceptiva autorización judicial, con audiencia del ministerio fiscal, en aplicación de los arts. 166 y 271 nº2 del C.C.

Respecto del menor emancipado, el art. 323 del C.C. “habilita al emancipado para regir su persona y bienes como si fuera mayor” pero somete alguno de sus actos a “la obtención de la autorización de sus

primitiva concepción. Los swaps estaban concebidos como instrumentos de restructuración financiera para grandes empresas o como cobertura de relaciones económicas entre estas y organismos internacionales y, sin embargo, en la actualidad, se utilizan masivamente por las entidades financieras en sus relaciones con las pequeñas y medianas empresas, cuando no, con personas físicas particulares

²¹⁰ GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: Óp. cit. págs.367 y ss.

²¹¹ La STS 10485/1990 de 19 de noviembre declara, con ocasión de un contrato en que las partes (ninguna de las dos pertenecientes al sector financiero) habían pactado repartirse las oscilaciones que experimentase el dólar en relación a su cambio con la peseta, que en este caso, " la causa del contrato es válida y lícita", siendo para cada parte contratante la prestación del 50% de la eventual plusvalía-minusvalía que se produzca. En este sentido, el pacto produce eficacia jurídica entre las partes al amparo de lo dispuesto en los arts. 1257 y 1274 del CC.

²¹² GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: Óp. cit. pág. 373

padres y, a falta de ambos a su curador”, concretamente los que se refieren a la enajenación y gravamen de inmuebles, establecimientos mercantiles, industriales u objetos de extraordinario valor, así como, a la toma de dinero a préstamo. Evidentemente, cuando se redactó el C.C. no existía una práctica mercantil basada en los contratos de derivados, pero no parece difícil entender, analógicamente, que cuando el C.C. se refiere a “tomar dinero a préstamo” está haciendo alusión a lo que, hoy en día, se entiende como conjunto de “operaciones financieras” que puedan suponer un gravamen o carga financiera y patrimonial importante. De ahí que sea lógico concluir que, en cuanto al menor emancipado, se necesite, igualmente, el consentimiento o autorización de las personas a que se refiere el art. 323 del C.C.

Cuando hablamos de las partes, en estos contratos *OTC* debemos señalar que si una de ellas es una institución financiera, la otra suele ser un particular²¹³. Ello nos lleva a clasificar, actualmente, después de la última reforma del TRLMV, a estos últimos en tres apartados, según sean minoristas, profesionales o contrapartes elegibles (conforme al art. 203 del vigente TRLMV, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre y reformado, recientemente, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre²¹⁴).

En otro orden de cosas, el Real Decreto legislativo 1/2007 (modificado por la Ley 3/2014 de 27 de marzo²¹⁵) establece, en su artículo 3, que las disposiciones de la Ley del Consumo solo se aplicarán a aquellos contratos entre el empresario y profesional que preste servicios de inversión y un consumidor, entendiendo por tal, la persona física que actúa con un propósito “ajeno” a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión

²¹³ Puede darse y de hecho, en la práctica, se da con mucha frecuencia los *swaps* o permutas financieras sobre tipos de interés entre dos entidades financieras. Actualmente, con unos tipos tan bajos como los existentes, al día de hoy, las entidades financieras cuando realizan una operación con un particular a tipo fijo a 20 o 30 años suelen cubrir su riesgo de tipo de interés mediante el correspondiente *swaps*. Es lo que, en la práctica, se conoce como “swapear” la operación.

²¹⁴ El reciente Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre añade, frente a la redacción anterior, una tercera categoría de clientes al introducir el concepto de “contraparte elegible”. Así, textualmente, señala el precepto:

“A los efectos de lo dispuesto en este título, las empresas de servicios y actividades de inversión clasificarán a sus clientes en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles. Igual obligación será aplicable a las demás empresas que presten servicios y actividades de inversión respecto de los clientes a los que presten u ofrezcan dichos servicios.

La categoría de contraparte elegible solo resulta aplicable en relación con el servicio de recepción y transmisión de órdenes, ejecución de órdenes por cuenta de terceros o negociación por cuenta propia y los servicios auxiliares directamente relacionados con éstos. Esta categorización no es posible cuando presten servicios distintos de los anteriores como en el caso de gestión de carteras y asesoramiento”

²¹⁵ Mediante la Ley 3/2014 de 27 de marzo, se incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2011/83 de 25 de octubre del Parlamento Europeo y del Consejo.

o a la persona jurídica o entidad sin personalidad jurídica que sin ánimo de lucro actúa en el ámbito “ajeno” a una actividad comercial o profesional.

B) La relación entre los conceptos de “consumidor” y “cliente minorista”.

¿Son equiparables ambos conceptos?. Tal y como se acaba de decir, la legislación contenida en TRLGDCU tiene el carácter de generalista. Es decir, se aplica a todos los “consumidores” definiéndose como tales, tratándose de personas físicas, todos aquellos que realizan una actividad comercial o profesional y si se trata de personas jurídicas a aquellas que actúan en un ámbito distinto a su actividad comercial o profesional (artículo 3º del TRLGDCU). Por tanto, para ser clasificados, estos últimos, como consumidores tienen que estar realizando una actividad, comercial o profesional distinta a la que dichas personas realicen con carácter habitual.

Por el contrario, cuando el art. 204 del TRLMV define a los clientes “minoristas”, indica que se consideraran como tales, todos aquellos que la ley no configura como ”profesionales” siendo el art. 205 el que por exclusión nos va a determinar que personas o entidades tienen el carácter de clientes minoristas²¹⁶. A su vez la nueva redacción dada al artículo 206

²¹⁶ El nuevo artículo 205 del TRLMV, después de la reforma operada en el mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, indica:

- “1. Tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presuma la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos.
- 2. Reglamentariamente se podrán determinar los tipos de clientes que tendrán en todo caso la consideración de cliente profesional”.

En este sentido los artículos 58 y 59 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre desarrolla reglamentariamente el precepto anterior, señalando:

“En virtud de lo dispuesto en el artículo 205.2 del texto refundido de la Ley de Mercado de Valores, tendrán en todo caso la consideración de cliente profesional, en la medida en que no sea una contraparte elegible, los siguientes tipos de clientes:

- a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea.

Se incluirán entre ellas:

- 1º las entidades de crédito.
- 2º las empresas de servicios de inversión
- 3º las entidades aseguradoras o reaseguradoras
- 4º las instituciones de inversión colectiva y las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.
- 5º las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las Sociedades Gestoras de Entidades de Inversión Colectiva.

señala que tendrán, igualmente, la consideración de clientes profesionales los organismos del sector público, las Entidades Locales y el resto de

6º los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras.

7º los fondos de titulización y sus sociedades gestoras; y

8º los operadores que contraten habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

b) Los Estados y Administraciones regionales, incluidos los organismos públicos que gestionen la deuda pública a escala nacional y regional, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1º Que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros.

2º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros.

3º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

d) Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.

Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección superior. La empresa de servicios de inversión debe también informar al cliente de que puede pedir una modificación de las condiciones del acuerdo para obtener un mayor grado de protección.

La persona titular del Ministerio de Economía y Empresa o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas en este artículo y en el artículo siguiente y fijar requisitos para los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar a los clientes".

"Según lo previsto en el artículo 206.1 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, los clientes minoristas puedan solicitar ser tratados como clientes profesionales, renunciando de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas. La admisión de la solicitud y dicha renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos:

a) Que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado relevante del instrumento financiero en cuestión o de instrumentos financieros similares, con una frecuencia media de 10 por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores.

b) Que el tamaño de la cartera de instrumentos financieros del cliente, formada por depósitos de efectivo e instrumentos financieros, sea superior a 500.000 euros.

c) Que el cliente ocupe o haya ocupado durante, al menos, un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.

No podrá presumirse que los clientes profesionales a los que refiere este artículo poseen conocimientos de mercado y experiencia comparables con los de los clientes profesionales a los que se refiere el artículo 58.

La evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente, en el caso de las pequeñas entidades, -se efectuará sobre la persona autorizada a realizar operaciones en nombre de estas y en el resto se efectuará a directivos y gestores".

inversores minoristas que soliciten con carácter previo y renuncien de forma expresa su tratamiento como clientes minoristas²¹⁷.

A este respecto, la nueva redacción dada al artículo 207 define quien puede tener la condición de contrapartes elegibles, siendo las más importantes las siguientes entidades²¹⁸:

- a) Las ESI's.
- b) Las entidades de crédito.
- c) Las entidades aseguradoras y reaseguradoras.
- d) Las instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.
- e) Las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.
- f) Los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras.
- g) Otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación europea o por el Derecho nacional de un Estado miembro.
- h) Los gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda pública a escala nacional, Bancos Centrales, organismos supranacionales, entidades de terceros países equivalentes y las Comunidades Autónomas.

Todo ello, sin perjuicio de que las contrapartes elegibles puedan, a su vez, actuar como clientes en las operaciones en que intervengan con tal carácter. Las ESI's, en su relación con las contrapartes elegibles deberán actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad debiendo comunicar de forma clara y no engañosa teniendo en cuenta la naturaleza de la contraparte elegible y su respectiva actividad²¹⁹.

²¹⁷ Según la nueva redacción dada al precepto por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, estas entidades a las que se refiere el número 1 del artículo 206 viene a constituir, aunque el texto legal no lo diga expresamente una cuarta categoría de clientes distinta de los tres anunciados, previa solicitud de los mismos, y que llevará aparejado una trato de clientes profesionales aunque, como indica el propio texto legal "en ningún caso se considerará que los clientes que soliciten ser tratados como profesionales poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a las categorías de clientes profesionales establecidas reglamentariamente en virtud del artículo 205".

²¹⁸ Nueva redacción dada al precepto conforme al Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

²¹⁹ Números 4º y 5º del artículo 207 en la nueva redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

En consecuencia, el TRLMV no toma en consideración el objeto social, en caso de personas jurídicas, ni la actividad empresarial o profesional a la que se dedique el sujeto de que se trate, en caso de personas físicas como hace el TRLGDCU, sino a la “experiencia, conocimientos y cualificación del sujeto afectado”. Siendo, por tanto, responsabilidad de la entidad financiera o bancaria demostrar que se dan los requisitos, recogidos en el texto legal, respecto de un determinado cliente, para su clasificación en una categoría u otra.

En nuestra opinión el TRLGDCU y el TRLMV actúan en distintos planos. La primera es una norma generalista, la cual abarca a todos aquellos que, de una u otra forma, estén relacionados con el consumo. La segunda, es una norma específica y sectorial. Presumiblemente todo cliente minorista es consumidor aunque, no todo consumidor tiene porque ser cliente minorista.

C) El consentimiento prestado.

El consentimiento de las partes, que se expresa a través de las declaraciones de voluntad, es un elemento esencial para la existencia de cualquier contrato. El consentimiento es el primero de los requisitos que menciona el art. 1261 del C.C para la existencia del negocio jurídico. Es, a decir de la doctrina clásica²²⁰, “el elemento sustancial que constituye el alma del contrato”. De “*sentire cum*”, sentir juntos, significa el acuerdo de voluntades, no viciado, premisa necesaria para la existencia del contrato. Su falta o su vicio suponen la nulidad del contrato según el art. 1265 del C.C. Pues bien, de los cuatro vicios que pueden afectar a la formación de la

²²⁰ CASTÁN TOBEÑAS, José: “Derecho Civil, Común y Foral”. Tomo III, Editorial Reus SA, 10^a Edición, Madrid, 1970, págs. 404 y ss.

En el mismo sentido, DÍEZ PICAZO, Luis Y GULLÓN, Antonio (Sistema de Derecho Civil, Volumen I, Editorial Tecnos, 10^a Edición, Madrid 2001, pág 466, indican “la esencia de todo negocio jurídico es la voluntad. Pero no una voluntad encerrada en el interior del sujeto, sino una voluntad que se manifiesta o actúa. En otras palabras, el núcleo central del negocio jurídico está constituido por una declaración de voluntad o por un comportamiento que es valorado como tal (.....). La declaración de voluntad o comportamiento negocial es el vehículo imprescindible para dar a conocer lo querido y debe tener la importancia jurídica que deriva del hecho de que mediante él conocemos el propósito de las partes de alcanzar una finalidad práctica que el Derecho tutela, estableciendo su eficacia jurídica conforme sea el mismo”.

DE CASTRO Y BRAVO, Federico, en relación con este tema, señala: “se entiende por declaración negocial el signo o signos que se puedan considerar expresivos de una voluntad, dirigida a conseguir un resultado social que el Derecho estime digno de amparo como relación negocial. La declaración supone expresión, manifestación y comunicación. Para tenerla por tal, se requiere que sea emitida y dirigida a comunicar y publicar la voluntad o propósito negocial ya sea entre las partes o a quien pueda interesar, de modo que lo expresado sea percibido o perceptible por quien corresponda”. Tratado práctico y crítico de Derecho Civil: El Negocio Jurídico”, Tomo X Instituto Nacional de Estudios Jurídicos, Madrid, 1971, pág 65.

voluntad, que se recogen en el citado artículo, como determinantes de la posible nulidad del contrato: error, violencia, intimidación o dolo, merece que dediquemos una especial atención al supuesto del error en la formación de la voluntad ya que ha sido precisamente en este vicio en el que la jurisprudencia se ha basado para declarar, en numerosas ocasiones, la nulidad de los contratos *forwards o swaps* sobre tipos de interés.

Los contratantes, dejando a parte a las contrapartes elegibles, no entidades financieras, se clasifican, según el TRLMV, en minoristas y profesionales. Esta distinción, la cual fue introducida como consecuencia de la incorporación a nuestro Derecho de la legislación denominada MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) en su versión I ha sido completada y ampliada como consecuencia de la transposición de la legislación MIFID II, realizada hasta la fecha por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, desarrollados reglamentariamente por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

A este respecto, el art. 209 del TRLMV²²¹, establece un deber general de información a favor de los clientes por las correspondientes entidades financieras de acuerdo con las normas contenidas en Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril del 2016. En particular, se establece la obligación por parte de estas de que se proporcione a los clientes una información imparcial, clara y no engañoso sobre los instrumentos financieros que se contraten y las estrategias de inversión que se propongan, de tal forma que estos conozcan y comprendan los riesgos que el producto pueda acarrear debiendo, los clientes contar, con la debida antelación a la contratación, información suficiente tanto respecto a las ESI's con la que pretendan contratar, como con relación a las estrategias de inversión propuestas y los instrumentos financieros que sean objeto de negociación, así como, los centros de ejecución de órdenes y los gastos que lleve, dicha contratación, aparejados. Igualmente, se indica, la necesidad que la publicidad que se haga de los distintos productos financieros sea lo más clara posible.

En el sentido apuntado, el art. 213 establece²²² la obligación por parte de las entidades financieras de saber y contar con la suficiente información, respecto de sus clientes²²³, en relación al grado de conocimiento de los productos financieros que se les recomiendan, así como, de los servicios de inversión y actividades que se les propongan. Exceptuándose de obtener información, en los términos apuntados, cuando se trate de clientes

²²¹ Artículo nuevamente redactado por el citado Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

²²² Artículo, igualmente, modificado por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

²²³ Incluidos los denominados "clientes potenciales", que no sean clientes "de facto" en ese momento.

profesionales. Este conocimiento, que debe procurarse la ESI's, previo a la contratación, supone que en caso de que no pueda conseguirlo le impide recomendar los servicios y actividades de inversión que hubiera previsto. De forma específica, el art. 210 del citado texto legal impone a las entidades financieras la obligación de que la información facilitada incluya “las orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos y estrategias” y en el caso de que lo que se vaya a adquirir sean productos (que no sean acciones cotizadas) deben facilitar información sobre las diferencias de esos productos con los depósitos bancarios en relación a su rentabilidad, riesgo y liquidez que dispongan.

En este sentido, la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo del Parlamento Europeo y del Consejo regulatoria de MIFID II (Directiva que modifica, a su vez, las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE) y transpuesta, a nuestro derecho, por el Reales Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre y, sobre todo en esta materia, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre²²⁴, sigue insistiendo en los deberes, por parte de las entidades financieras, de protección y transparencia del inversor, tanto *ex-ante*, como, *ex-post*, a la contratación de los distintos instrumentos financieros, debiendo hacer, dichas entidades, especial hincapié, como hemos apuntado, en facilitar una información adecuada a los riesgos, costes y gastos asociados a cada producto. Para ello se potencia, la necesidad de formación de los empleados encargados de la comercialización de los diversos productos financieros que ofrezcan, debiendo contar, con la preparación y especialización adecuada para dicho fin.

Por otra parte, el TRLMV, en la nueva redacción dada al artículo 213 por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre²²⁵ refuerza determinados aspectos del denominado *test de idoneidad*, que viene a ser una evaluación a realizar por la entidad de servicios y actividades financieras, en todos los casos de asesoramiento en materia de inversiones como de gestión de carteras, en que la ESI determina el grado de conocimiento financiero de que dispone el cliente y si los productos que va a adquirir son adecuados e idóneos para él. En especial, se tendrá que obtener la adecuada información sobre la capacidad de los mismos para soportar pérdidas y la correspondiente tolerancia al riesgo de cada uno en particular, con el objetivo de poder ajustar, adecuadamente, las recomendaciones que les hagan los respectivos asesores de la entidad financiera. Se señala, igualmente, la obligación, por parte de dichas entidades, de establecer los correspondientes protocolos de actuación, en relación a determinar a qué tipo de clientes van destinados cada producto financiero. Cuando la entidad no obtenga la información prevista anteriormente no le recomendará servicios y actividades de inversión o

²²⁴ Junto con el desarrollo reglamentario previsto en el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

²²⁵ Modificado por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

instrumentos financieros al cliente o cliente potencial. Si se trata de adquirir un paquete de productos o servicios combinados, dicho conjunto o paquete de servicios o productos deberán ser idóneos para el cliente, siendo la ESI responsable de que así sea.

Igualmente, en los denominados “instrumentos complejos”²²⁶ se establece la necesidad de exigir que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita en la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarlo en los términos previstos en la Ley. Por último, además de establecerse una nueva política en relación al cobro de incentivos, por parte de las entidades (la cual veremos en su momento), se refuerzan las normas de prevención de conflictos de interés.

De todo lo anterior se deduce que las entidades financieras tienen que prestar una especial diligencia en cuanto a los productos financieros que ofrezcan a sus clientes no profesionales. De cómo se preste, y con qué diligencia ese deber de información se dé, dependerá de que el contrato se encuentre viciado por error y en consecuencia nulo o, por el contrario, sea válido.

La jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo se ha encargado a través de numerosas sentencias, a partir del año 2015²²⁷, de ir delimitando

²²⁶ Véase el artículo 217 en relación con el artículo 214 apartado 6º, en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

²²⁷ A este respecto, la jurisprudencia del Tribunal Supremo, sobre el error invalidante del consentimiento en los contratos *forwards* o *swaps* ha sido reiterada en cuanto a fijar los requisitos necesarios para poder apreciar la existencia de dicho error-vicio. Véase, en este sentido, la STS 840/2013 de 20 de enero de 2014, la STS 384/2014 de 7 de julio, la STS 110/2015 de 26 de febrero, la STS 547/2015 de 20 de octubre, la STS 559/2015 de 27 de octubre, la STS 560/2015 de 28 de octubre, la STS 562/2015 de 27 de octubre, la STS 562/2015 de 27 de octubre, la STS 25/2016 de 4 de febrero, la STS 358/2016 de 1 junio, la STS 491/2016 de 14 de julio, la STS 509/2016 y la STS 509/2026 de 2 de julio. En este sentido, ya, la STS de 10 de septiembre del 2014 (rec.nº 2162/2011) señaló textualmente que “el incumplimiento por la empresa de inversión del deber de información al cliente no profesional, si bien no impide que en algún caso conozca la naturaleza y el riesgo del producto, y por tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso la ausencia de la información adecuada no determina por si la existencia del error vicio, *pero si permite presumirlo*”. A mayor abundamiento, la omisión del “test de evaluación”, por parte de la entidad financiera, tal y como tiene declarado las STS 384/2014 de 7 de julio y 110/2015 de 26 de febrero, permite *presumir* la existencia del error vicio, por cuanto dicho “test” es el que va a permitir determinar sobre la idoneidad del producto ofrecido o por ofertar al cliente no profesional.

Particularmente interesantes son las Sentencias del Tribunal Supremo 667/2016 de 14 de noviembre, 689/2016 de 23 de noviembre, 690/2016 de 23 de noviembre, 90/2016 de 23 de noviembre, 727/2016 de 19 de diciembre, 2/2017 de 10 de enero, 10/2017 de 13 de enero, dictadas después de la entrada en vigor, en nuestro ordenamiento jurídico, de la primera legislación MIFID y, entendemos, que son especialmente importantes las recientes Sentencias del Tribunal Supremo 222/2018 de 17 de Abril y 241/2018 del 24 de Abril, en donde de manera precisa y concreta fijan de forma inequívoca cual debe ser la actitud de las entidades financieras respecto de las obligaciones

el contenido de la información a facilitar para que los contratos *forwards* o *swaps* sobre tipos de interés no adolezcan del vicio de error por parte de los contratantes no profesionales y, en consecuencia, no puedan declararse nulos. En este sentido, las diversas sentencias de nuestro Tribunal Supremo han ido moldeando los casos en que se debe entender que el error invalida el consentimiento prestado en los contratos de *forwards* y *swaps* por falta de información prestada por la entidad financiera al cliente.

En particular ese deber de información de los riesgos cuya falta puede inducir a error se debe analizar, específicamente, en relación a dos supuestos:

- Deber de información sobre las liquidaciones periódicas que el contrato lleva aparejadas.
- Deber de información en relación a los costes de cancelación.

En base a todo ello, enumeraremos los requisitos que la jurisprudencia toma en cuenta en relación a ese deber de información:

a) Información activa.- El error para poder invalidar el contrato tiene que recaer como hemos apuntado, sobre los riesgos económicos que lleve aparejadas las liquidaciones periódicas y los costes de cancelación del mismo. En este sentido, para que exista el error tiene que haber un “déficit informativo”. La obligación de informar debe ser activa sin que pueda excusarla la presencia, en la firma del contrato, de un asesoramiento específico por un tercero afín al particular que contrata recayendo esta obligación, en todo caso, sobre la empresa de inversión la cual ha de explicar

de información a los clientes de los distintos productos financieros y de los riesgos que llevan aparejado los mismos.

La, también, reciente STS 137/2018 de 24 de enero, viene a recoger, con una exposición doctrinal y jurisprudencial impecable, todas las características y circunstancias que la jurisprudencia de estos años ha ido decantando para poder apreciar el error vicio en este tipo de contratos o para que, en su caso, se entienda que la entidad financiera ha cumplido con todos los requisitos necesarios para que no sea posible imputarle el haber inducido a que se dé el error en la prestación del consentimiento en el contrato. En las páginas siguientes, al ir analizando los distintos requisitos que debe tener la declaración de voluntad prestada, iremos viendo como se ha ido estableciendo una doctrina jurisprudencial de forma sistemática e inequívoca en esta materia.

No obstante, a pesar de que toda la corriente jurisprudencial, en este tema, es anterior a la transposición a nuestro ordenamiento jurídico, de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo así, como la Directiva Delegada 2017/593/UE de la Comisión de 7 de abril del 2016, complementaria de la citada Directiva 2014/65/UE, realizadas, hasta este momento, por el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre y, en especial en esta materia, el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, es presumible que las próximas Sentencias de nuestro Tribunal Supremo continúen por la senda ya apuntada, sino establecen, en el futuro, una mayor exigencia de actuación e implicación, por parte de las entidades de crédito en relación con los clientes minoristas.

de forma clara y precisa los términos de la operación y en particular y especialmente las cuestiones relativas a las liquidaciones periódicas y los costes de cancelación. Se parte de la base de que el cliente no tiene los conocimientos adecuados, al no ser expertos, para saber qué información debe requerir a la empresa financiera. De ahí que esta última sea la que tiene la obligación de explicar, de forma convincente, cuales son los pormenores importantes de la operación que se está firmando sin omitir ningún aspecto que pueda ser relevante. En consecuencia, la jurisprudencia configura este requisito como una auténtica obligación de la entidad financiera excluyendo la posibilidad de que se pueda alegar, por esta última, la falta de diligencia por parte del cliente particular²²⁸.

b) Actuación diligente.- La jurisprudencia hace recaer sobre la entidad financiera *un deber de diligencia especial* por el cual no basta que dicha entidad entregue al particular los documentos objeto de firma ni que proceda a la mera lectura en presencia de la otra parte ni, siquiera, un “aviso genérico sobre los riesgos”. Es necesario, con anterioridad a la firma del contrato, que se explique la naturaleza del contrato, sus riesgos (en particular los referido a una fuerte bajada de los tipos de interés) y el modo en que tiene que hacerse las liquidaciones y la cancelación del contrato²²⁹. A este respecto, es determinantela jurisprudencia que tiene declarado “la entidad financiera debe asegurarse de que el cliente ha comprendido la naturaleza y los riesgos del producto”²³⁰. En consecuencia, en nuestra opinión, tal y como, actualmente, se configura en nuestros textos legales ese deber de información y como ha sido interpretada por nuestro Tribunal Supremo implica que la carga de la prueba recaiga sobre la entidad de crédito por cuanto existe una presunción “*iuris tantum*” que permite presumir la existencia del error vicio en este tipo de contratos, salvo que el banco demuestre lo contrario²³¹.

²²⁸ En especial, la STS 110/2015 de 26 de febrero, apoyándose en la Sentencia del TJUE (Sala Cuarta) de 30 de mayo de 2013 (caso GENIL 48 S.L., que, a su vez, interpreta la Directiva 2004/39/CE) estableció que el cliente debe ser informado, previamente a la firma del contrato, de los riesgos, tanto directos como asociados, que engendra la operación que se va a perfeccionar, de su carácter especulativo. Información, ésta, que debe proporcionarse de forma lo mas clara y veraz posible, debiendo determinarse a través de los “test de idoneidad” y “test de conveniencia” que los productos ofertados son perfectamente entendidos por los correspondientes clientes, sin que la alegación de que el propio contrato contiene suficiente información haga excluir la presunción, por parte de la entidad bancaria del deber de información que se establece en las disposiciones legales.

²²⁹ La citada STS 110/2015 de 26 de febrero señala de forma, absolutamente determinante e inequívoca, en que consiste ese deber de información al indicar que “la obligación de información que establece la normativa legal es una *obligación activa* que obliga al banco, no de mera disponibilidad”.

²³⁰ Véase, entre otras, la STS 2/2017 de 10 de enero.

²³¹ Es interesante resaltar, aplicable a la contratación bancaria, las afirmaciones recogidas en la completísima Sentencia 1916/2013 de 9 de mayo en la que se señala:

“a) La prestación del consentimiento a una cláusula predispuesta debe calificarse como impuesta por el empresario cuando el consumidor no puede influir en su supresión o en su contenido, de tal forma que se adhiere y consiente contratar con dicha cláusula o debe renunciar a contratar.

Este nivel de información exigido, tampoco se entiende cumplido por las meras manifestaciones por escrito en las que el adherente declara haber sido informado adecuadamente del contenido del contrato y de que ha entendido las consecuencias negativas que puede acarrear la operación, eximiendo a la empresa financiera de cualquier tipo de responsabilidad. La información de la empresa financiera, según reiteradísima jurisprudencia, debe ser “proactiva” por parte de la misma al tratarse de productos financieros complejos y en todo caso, debe ser: imparcial, clara, no engañosa y facilitada, como hemos dicho, con antelación a la firma del contrato²³².

c) *Capacitación del titular.*- La jurisprudencia tiene declarado que es necesario que el cliente cuente con conocimientos específicos y concretos sobre la materia para que se pueda excusar el error. Así, con inusitado rigor, exige un conocimiento profundo de la contratación de este tipo de documentos, no bastando conocimientos financieros generales sino que se exige que el cliente conozca cómo funcionan estos productos complejos y los riesgos y consecuencias que pueden acarrear.

Aunque hemos indicado, anteriormente, las líneas generales de la nueva regulación, conviene, en este momento, profundizar con más detalle en la misma. En este sentido, señalaremos, que la nueva redacción dada al artículo 213 del TRLMV²³³, regula la llamada evaluación de idoneidad, e incide, respecto de este requisito, con mayor rigor, si cabe, en relación a la redacción anterior. La regla general se contiene en el apartado 1º de dicho

b) No puede equipararse la negociación con la posibilidad real de escoger entre pluralidad de ofertas de contrato sometidas todas ellas a condiciones generales de contratación aunque varias de ellas procedan del mismo empresario.

c) Tampoco equivale a negociación individual, susceptible de eliminar la condición de cláusula no negociada individualmente, la posibilidad, cuando menos teórica, de escoger entre diferentes ofertas de distintos empresarios.

d) La carga de la prueba de que una cláusula prerrredactada no está destinada a ser incluida en pluralidad de ofertas de contrato dirigidos por un empresario o profesional a los consumidores, recae sobre el empresario”.

²³² En este sentido las STS 24/2017, de 18 de enero y 137/2018 de 24 de enero, precisan que: “en la comercialización de productos complejos por parte de las entidades prestadoras de servicios financieros a inversores no profesionales existe *una asimetría informativa*, que impone a dichas entidades financieras el deber de suministrar al cliente una información comprensible y adecuada de las características del producto y los concretos riesgos que les puede comportar su contratación. Aunque por sí mismo el incumplimiento de los reseñados deberes de información no conlleva necesariamente la apreciación de error vicio en la contratación del producto financiero, la previsión legal de estos deberes, que se apoya en *la asimetría informativa* que suele darse en la contratación de estos productos financieros con clientes minoristas, incide en la apreciación del error”.

²³³ Artículo del TRLMV, nuevamente redactado conforme al Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

artículo en el que se indica que “cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, las empresas de servicios y actividades de inversión obtendrá la información necesaria sobre sus clientes y, en su caso, los clientes potenciales, con la finalidad de poder recomendarles los servicios y actividades de inversión e instrumentos financieros que sean idóneos para ellos y que mejor se ajusten a su nivel de tolerancia al riesgo y capacidad para soportar pérdidas”. En este sentido, se añade con relación a las exigencias anteriores establecidas en el artículo, que cuando una ESI ofrezca productos o servicios globales o combinados será responsable de que, el paquete en su conjunto o global, sea considerado idóneo para el cliente en concreto. Por último, antes de que se formalice la operación, la entidad deberá proporcionar al cliente una denominada declaración de idoneidad en soporte duradero y en el que se indique el asesoramiento proporcionado y que este se estima adecuado a las características del mismo.

El artículo 214 del TRLMV²³⁴ es el que recoge la denominada evaluación de la conveniencia que procederá en aquellos casos distintos de los servicios de asesoramientos en materia de inversiones o de gestión de carteras. En estos supuestos, la ESI solicitará al cliente información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de la inversión en relación con el producto o servicio solicitado. A partir de que se reciba la información requerida, la entidad determinará si el servicio o el producto son adecuados para el cliente, procediendo ésta a entregarle una copia del documento que recoja la evaluación realizada y si, por el contrario, piensa que el producto o servicio no son adecuados, en base a la información que posea, se lo advertirá. Si el cliente no proporciona la información requerida, la entidad le informará de que como consecuencia de no aportar información requerida no puede determinar si el producto o servicio es adecuado para él. Por último, se indica que cuando se trate de contratar los denominados productos o instrumentos complejos (definidos en el artículo 217) por parte del cliente minorista será necesario que el mismo suscriba y firme de su puño y letra una declaración de que ha sido advertido que dicho producto no le resulta conveniente o que no ha sido posible evaluarlo en los términos previstos en la ley.

Los citados artículos eximen a las ESI's de estas obligaciones cuando estemos en presencia de clientes clasificados como profesionales.

La jurisprudencia, a este respecto, ha interpretado las antiguas obligaciones impuestas por los artículos 213 y 214 de forma clara uniforme a favor de la protección del cliente minorista por entender, siempre, que es

²³⁴ Igualmente, reformado por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

la parte contratante más débil en este tipo de relaciones contractuales²³⁵. En el sentido, son particularmente importantes las afirmaciones en las que se establece, por una parte, que mientras no se acredite que el inversor tiene la condición de profesional, ha de considerarse en todo caso, como minorista²³⁶. Por otro lado, exige a las entidades financieras que, con la debida antelación, hagan un estudio previo de las condiciones económicas y empresariales de cada cliente con objeto de adecuar los productos ofrecidos a su situación económica y a su perfil de inversor, respecto de las características del producto y del riesgo que lleva aparejado, no bastando con “una mera ilustración de lo obvio”, teniendo que extenderse esa información contractual al posible coste de cancelación anticipada. En consecuencia, afirma la jurisprudencia que la obligación de la entidad bancaria debe ser activa y no de mera disponibilidad, no limitándose, solamente, a la lectura del contrato ni, como se ha dicho, a la mera ilustración de lo obvio, debiendo ofrecerse una información lo más concreta posible de los riesgos asociados al producto, en cuestión, así como al coste de la posible cancelación anticipada.

²³⁵ A este respecto las diferentes STS, durante estos últimos años, han ido conformando una rigurosa doctrina jurisprudencial en la que se ha ido perfilando la actuación de las ESI's en esta materia. Así, la STS 692/2015 de 10 de diciembre, señala, que el banco no cumple con sus obligaciones con una simple advertencia, en su clausulado general del contrato correspondiente, y que “el banco debe informar al cliente, de forma clara y sin trivializar, que su riesgo no es teórico, sino que dependiendo del desarrollo de los índices de referencia utilizados, puede ser real y, en su caso ruinoso, a la vista del importe del bono nocional”.

La STS 195/2016 de 29 de marzo, sigue incidiendo en el sentido de que “no cabe entender suprido el deber de información por el contenido del propio contrato de swap, la mera lectura de las estipulaciones contractuales no es suficiente y se requiere de una actividad suplementaria del banco, realizada con antelación suficiente a la firma del contrato, tendente a la explicación de la naturaleza del contrato, el modo en que se realizan las liquidaciones, los riesgos concretos que asume el cliente, como son los que se concretaron posteriormente en las elevadas liquidaciones negativas practicadas y la posibilidad de un alto coste de cancelación anticipada”. La misma sentencia indica que “no basta una mera ilustración de lo obvio.... sino que la información tiene que ser más concreta y, en particular, advertir debidamente al cliente sobre los riesgos asociados a una bajada prolongada y abrupta de los tipos de interés”.

La STS 11/2017 de 13 de enero, señala que al tratarse los contratos swaps de contratos aleatorios debe informarse de forma clara y terminante, de los desequilibrios que pueden producirse en las cargas que para el cliente minorista supone que el tipo de interés de referencia baje y para el banco que el tipo de interés suba, para que el cliente pueda comprender los riesgos que la operación lleva consigo. Las STS 496/2016 de 15 de julio, 579/2016, 11/2017 de 13 de enero y 137/2018 de 24 de enero, entre otras, establecen que el mero asesoramiento realizado, al cliente minorista, por un asesor fiscal, no hace excluir el error vicio en el contrato, si la ESI no ha cumplido con su obligación estricta de información.

La citada STS 137/2018 de 24 de enero, además de confirmar todos los anteriores criterios apuntados, establece y ratifica la amplísima doctrina jurisprudencial, reiterada y constante, que considera que un incumplimiento de la normativa vigente sobre el deber de información, respecto de estos contratos, en particular en relación a las liquidaciones periódicas negativas y los costes de cancelación anticipada, puede “hacer presumir el error en quien contrató con dicho déficit normativo. Por tanto, ese déficit de información, en estrecha relación con la calificación de minorista de la actora, puede hacer presumir el error en quien contrató (STS de pleno 840/2013 de 20 de enero del 2014)”.

²³⁶ STS 641/2017 de 24 de noviembre y STS 222/2018 de 17 de abril.

Otra acotación importante, efectuada también por el Tribunal Supremo, es la que afecta al carácter del sujeto, persona jurídica, cliente minorista que presuntamente sufre el error. A este respecto, tiene declarado que “el hecho de que el cliente sea una sociedad mercantil y que el administrador tenga cargos en otras sociedades, no supone necesariamente el carácter experto del cliente, puesto que la formación necesaria para conocer la naturaleza, características y riesgos de un producto complejo y de riesgo, como es el *swaps*, no es la de un simple empresario, sino la del profesional del mercado de valores o, al menos, la de un cliente experimentado en este tipo de productos”²³⁷.

En conclusión, para evitar que el error vicie el consentimiento se exige por la jurisprudencia que el cliente tenga un conocimiento cabal y profundo de cómo funcionan estos productos y de las consecuencias económicas que, los mismos, pueden tener para su patrimonio, advirtiendo la entidad financiera, en todo caso, al cliente que el riesgo en que está incurriendo no es un riesgo teórico sino que este puede tener graves consecuencias económicas para él.

Por otra parte, hemos de referirnos, a cual es el *dies a quo* para el cómputo del plazo en el ejercicio de la acción de anulabilidad en los casos de existencia del error-vicio como consecuencia de la falta de información. El problema consiste en determinar cuando empieza a contar, en los contratos *forwards* y *swaps*, el plazo de prescripción de cuatro años que se señala en el art. 1301 del CC. Según el citado artículo, el plazo empezará a correr, en los casos de error “desde la consumación del contrato”. A este respecto, la jurisprudencia tenía declarado que en los contratos de trato sucesivo el plazo empezaría a contar desde que el contrato estuviera totalmente ejecutado²³⁸. El Tribunal Supremo, más recientemente en relación a este tipo de contratos, ha venido a precisar, de forma reiterada y constante, que la acción no nace desde la perfección del contrato sino a partir del momento de la consumación total del mismo y que dicha acción podrá ejercitarse durante el plazo de los cuatro años siguientes a dicha total

²³⁷ Véase, a este respecto, la STS 579/2016 de 30 de septiembre. En el mismo sentido, confirma esta doctrina jurisprudencial la STS 137/2018 de 24 de enero. Esta última contempla el supuesto de que la contratante del *swap* es una empresa dedicada a la promoción inmobiliaria y que, en consecuencia, debía comprender la posibilidad de que los tipos de interés fueran altamente volátiles y, por tanto, prever la posibilidad de que pudieran oscilar de forma importante. La citada sentencia, viene a confirmar la línea apuntada por la STS 579/2016 (que, además, recoge similares criterios, ya establecidos, por las STS 549/2015 de 22 de octubre, 633/2015 de 19 de noviembre y 651/2015 de 20 de noviembre) y declara, rotundamente, que “no basta con los conocimientos usuales del mundo de la empresa, pues son necesarios conocimientos especializados en este tipo de productos financieros para que pueda excluirse la existencia de error o considerar que el mismo fue inexcusable”.

²³⁸ Así la STS de 24 de junio de 1989 tiene declarado que “el término para impugnar el consentimiento prestado por error en las liquidaciones parciales, de un préstamo, no empieza a contar hasta que aquel ha sido satisfecho por completo”. Igualmente, las STS de 24 de junio de 1983 y 27 de marzo de 1989.

consumación o extinción definitiva de la relación jurídica²³⁹, lo cual tiene una gran importancia en los denominados contratos marco de operaciones financieras (*CMOF*), por cuanto que, hasta que no se cierre definitivamente el contrato o acuerdo marco, no empezará a correr el plazo de prescripción aunque haya habido liquidaciones parciales de dicha relación contractual.

Otra cuestión relevante, es la relativa a cómo funciona el error en relación a la teoría de los “actos propios”. Según el art. 1311 del CC, la confirmación tácita tiene lugar cuando, “con conocimiento de la causa de nulidad y habiendo esta cesado el que tuviera derecho a invocarla ejecutase un acto que implique, necesariamente la voluntad de renunciarlo”. La doctrina de los actos propios por la que se decreta la inadmisibilidad de *venire contra factum propium* supone, como indica la jurisprudencia, que la persona afectada queda vinculada, por una declaración de voluntad, la cual se entiende tácita como consecuencia de una serie de actos del mismo, que hacen presumir que acepta plenamente la relación contractual inicialmente viciada en el consentimiento prestado, en base al principio de la buena fe que debe presidir toda la contratación mercantil. A este respecto, se ha indicado²⁴⁰, así como una amplia doctrina jurisprudencial²⁴¹, que el mero

²³⁹ En este sentido, la STS de 11 de junio del 2003. La STS de pleno 769/2014 de 12 de enero de 2015 ya había indicado que “en las relaciones contractuales complejas como son, con frecuencia, las derivadas de contratos bancarios, financieros o de inversión, la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo”. Más recientemente la STS de pleno 89/2018 de 19 de febrero, vuelve a indicar que el plazo de ejercicio de la acción comienza desde la consumación total del contrato, al indicar que en este tipo de contratos (*swaps*) la consumación debe entenderse producida en el momento del agotamiento o extinción del contrato. A su vez, la reciente STS 3676/2018 de 31 de octubre incide nuevamente en que “a efectos del ejercicio de la acción de nulidad por error la consumación de los contratos *swaps* debe entenderse producida en el momento del agotamiento o extinción del contrato (.....) y que no hay consumación del contrato hasta que no se produce el agotamiento o extinción de la relación contractual, por ser entonces cuando tiene lugar el cumplimiento de las prestaciones por ambas partes y la efectiva producción de las consecuencias económicas del contrato. Ello en atención de que en estos contratos no existen prestaciones fijas, sino liquidaciones variables a favor de uno o de otro contratante en cada momento en función de la evolución de los tipos de interés”.

²⁴⁰ SERRA DOMINGUEZ, Adela: “La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado”, (en la obra colectiva: “La supervisión del Mercado del Valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Aranzadi, Navarra, 2017, pág. 178.

²⁴¹ La STS 605/2016 de 6 de octubre (recogiendo la doctrina señalada, a su vez por las STS del mismo año, 2016, de 3 de febrero y 19 de julio) que la llamada doctrina de los actos propios “solo tiene aplicación cuando lo realizado se oponga a los actos que previamente hubieren creado una situación o relación de derecho que no podía ser alterada unilateralmente por quien se hallaba obligado a respetarla”. En el mismo sentido, y a mayor abundamiento, indica la citada sentencia que para que el error invalidante del contrato quede subsanado es necesario un pleno conocimiento de causa y de las condiciones del contrato que suponga un conocimiento claro, consciente y preciso del alcance del error vicio. A su vez, la STS 378/2017 de 14 de junio indica que “como, regla general, ni la percepción de liquidaciones positivas, ni los pagos de saldos negativos, ni la cancelación anticipada del contrato, ni incluso el encadenamiento de diversos contratos, deben ser necesariamente considerados actos convalidables del negocio genéticamente viciado de error en el consentimiento, ya que, en las condiciones que se realizaron, no constituyen actos inequívocos de la voluntad tácita de convalidación o confirmación del contrato, en el sentido de crear, definir, fijar, modificar, extinguir o esclarecer sin ninguna duda dicha situación confirmatoria. La STS 137/2018 de 24 de enero, abordando, igualmente, esta materia, recoge, íntegramente, las manifestaciones

hecho de no reclamar o no quejarse, en el espacio temporal de la vida del contrato no puede presumir que haya de entenderse como supuesto de confirmación tácita ya que ello no supone enervar la causa de anulabilidad del contrato, el error, por no haber cumplido la obligación de informar previamente del contenido del contrato y de sus consecuencias negativas para el consumidor. Los autores²⁴² han puesto de manifiesto, “que no puede considerarse que hay confirmación tácita del contrato viciado cuando no se alegó nada por parte de los clientes, mientras los instrumentos financieros contratados proporcionaban beneficios o percibían liquidaciones positivas, ni cuando efectuaron pagos de saldos negativos (*swaps*), porque dichas conductas no son reveladoras ni concluyentes para presumir la renuncia del cliente a ejercitar la acción anulatoria, en tanto no eran, en dicho momento conscientes de la naturaleza y riesgos de los productos de inversión contratados, del error padecido, debido a una falta de información por quien estaba obligado a suministrarlal”. En parecido sentido la jurisprudencia del Tribunal Supremo excluye la teoría de los “actos propios” mientras la parte consumidora no conociera, exactamente, a través de la oportuna, fiable y exacta información facilitada o de las liquidaciones negativas que les fueron practicando. Como indican, tanto el Tribunal Supremo, y la doctrina científica, para la que se pueda aplicar el artículo 131.1 la parte consumidora tiene que tener un conocimiento *exacto y preciso* de lo que supone ese error²⁴³.

Por último, anulado el contrato, en base a lo dispuesto en el art. 1303 del CC., las partes deberán devolverse y restituirse, junto con los intereses, lo percibido en base al mismo. Así, tratándose de *swaps*, deberán ambas partes reintegrarse las cantidades que hubieran recibido, por cualquier concepto. El consumidor las cantidades positivas y la entidad financiera las cantidades negativas, en ambos casos junto con los intereses, hasta la anulación del contrato. Con ello se evita que se produzca un enriquecimiento injusto acualquiera de las partes.

D) El objeto del contrato.

El artículo 1261 del C.C, en su nº 2, exige, como requisito básico para la existencia del contrato, “objeto cierto que sea materia del mismo”. Por tanto, el contrato de derivados es necesario que tenga un objeto y que este cumpla con los requisitos que se predicen del mismo. En este sentido,

anteriormente señaladas e indica que “la confirmación tácita solo puede tener lugar cuando se ejecuta el acto anulable con conocimiento del vicio que le afecta y habiendo cesado éste, según establece inequívocamente el artículo 1311 del CC.”

²⁴² SERRA DOMINGUEZ, Adela: Óp. cit. pág. 178.

²⁴³ En este sentido SERRA DOMINGUEZ, Adela: Óp. cit., pág. 157 y, entre otras, las STS de 10 de septiembre de 2014 y 12 de enero de 2015.

podemos definir el objeto de los contratos patrimoniales y los contratos de derivados lo son, siguiendo la doctrina clásica²⁴⁴ como la “prestación, contenida en la relación jurídica, que tienen que ejecutar las partes”. Prestación que solo puede ser, de las tres admisibles por nuestro CC. (dar, hacer o no hacer) de dar, quedando excluidas las otras dos por la especial naturaleza jurídica de este tipo de contratos.

El citado artículo 1261 nº 2 exige que este sea “cierto”, completándose esta afirmación, como indica la doctrina²⁴⁵, con los requisitos señalados en los artículos siguientes, en el sentido de que el objeto tiene que ser “real o posible”, “lícito” y “determinado”²⁴⁶. Habida cuenta de que en principio tenemos que presumir que los contratos de futuros tienen un objeto lícito, por cuanto la finalidad que persiguen es comercial y mercantil²⁴⁷, detengámonos en los otros dos requisitos²⁴⁸. En este sentido, respecto a la realidad y la determinación del objeto, no pueden serlo “las cosas o servicios imposibles”, es decir, la prestación incorporada a la obligación tiene que devenir posible entendiendo por tal que el activo subyacente que se utiliza tenga realidad y determinación, no solo en el momento de la perfección de la relación obligatoria, sino en el momento de su ejecución. Igualmente tampoco se exige que el objeto de la prestación sea inmediato, sino que, conforme al art. 1271, apartado 1º, pueden serlo las cosas futuras y, así, el art. 1273 establece la posibilidad de que el objeto de la prestación no esté determinado en el momento de constituirse la relación jurídica sino que pueda cuantificarse, de acuerdo con las normas contenidas en el propio contrato, sin necesidad de acontecer un nuevo acuerdo entre las partes²⁴⁹. Esto es, exactamente, lo que ocurre en los contratos de futuros: la cuantía de la prestación de dar no está determinada en el momento de perfeccionarse la relación obligatoria sino que se concreta en una fase

²⁴⁴ PUIG BRUTAU, José: “Fundamentos de Derecho Civil”. Tomo II, Vol. I, Editorial Bosch, 2ª edición, Barcelona, 1971, págs. 114 y ss. En el mismo sentido, DÍEZ PICAZO, Luis Y GULLÓN, Antonio (Sistema de Derecho Civil, Volumen I, Editorial Tecnos, 10ª Edición, Madrid 2001, pág 414) indican que pueden ser objeto del derecho subjetivo entre otros, “los bienes económicos, considerando como tales todos aquellos que son susceptibles de satisfacer necesidades humanas y que son valiosos por su escasez”.

En igual sentido CASTRO Y BRAVO, Federico (óp. cit. pág. 55) indica que “respecto al objeto o materia del negocio jurídico habrá que considerar la especial aptitud de aquél respecto de cada tipo de negocio”

²⁴⁵ CASTÁN TOBEÑAS, José: Óp. Cit. Tomo III, págs. 421 y ss.

²⁴⁶ Véase los artículos 1271, 1272 y 1273 del C.C.

²⁴⁷ Véase el artículo 1271, apartado 1º del C.C.

²⁴⁸ Tendría a nuestro juicio, un objeto ilícito y por tanto el contrato sería nulo aquel que contuviera una prestación económica que pudiera recaer en las disposiciones de la Ley de 23 de julio de 1908, sobre nulidad de los contratos de préstamos usurarios (Texto Consolidado de 8 de enero de 2000).

²⁴⁹ Así se establece en el artículo 1273 del C.C. al indicar que “la indeterminación en la cantidad no será obstáculo para la existencia del contrato, siempre que sea posible determinarla sin necesidad de un nuevo convenio entre los contratantes”.

posterior en el tiempo, que es, concretamente, cuando se ejecuta la obligación, cuantificándose, en ese momento, el importe de la prestación, con los elementos y datos que se establecieron, en el contrato, cuando se perfeccionó el mismo²⁵⁰.

Antes de entrar a estudiar, propiamente, el objeto en las diversas clases de estos contratos, conviene detenerse un momento en como surgen los contratos de derivados financieros (*Derivate Financial Instruments*)²⁵¹. La primera mención que se hace a los mismos se da en Estados Unidos²⁵² en cuyo país se comienza a contratar unos productos distintos de los contratos de compraventa a plazo de valores que, hasta ese momento, se contrataban en las Bolsas de Comercio existentes. Pasó, posteriormente, esta denominación, a la Ley del Mercado de Valores alemana de 1998²⁵³. En la actualidad, existe una infinita gama de figuras de contratos de derivados financieros pasándose a calificarse, en un principio, como “compraventas a plazo”²⁵⁴ para, posteriormente configurarse como instrumentos cuya naturaleza jurídica tiene su razón de ser, y su base, en los “contratos aleatorios”²⁵⁵ siendo, en la actualidad, como indica la doctrina “negocios jurídicos bilaterales que tienen como objeto apuestas lícitas sobre las cotizaciones o precios”²⁵⁶. También se han denominado “negocios por

²⁵⁰ En este sentido y por lo que se refiere a los contratos celebrados bajo las directrices de los mercados organizados, sería de aplicación lo dispuesto en el artículo 1447 del CC., el cual establece la posibilidad, respecto del contrato de compraventa, que el precio pueda ser determinado por una tercera persona (Cámaras o Entidades de contrapartida).

²⁵¹ IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier: “Los objetos del tráfico desarrollados en los Mercados de Valores” (en la obra colectiva: “La contratación en los Mercados de Valores”), volumen 6º, Editorial Marcial Pons, 5º Edición, Madrid, 2013, págs. 139 y ss.

²⁵² El *Chicago Board of Trade* (en sus siglas en inglés *CBOT*) nació el 3 de abril de 1848, siendo uno de los más antiguos mercados de futuros y opciones creados. Más de cincuenta clases diferentes de contratos de futuros y opciones se negocian entre sus, aproximadamente, 3600 socios. En este sentido, en el año 2003, se negociaron 454 millones de contratos. El 12 de julio de 2007 el *CBOT* se fusionó con el *Chicago Mercantile Exchange (CME)*, formándose el denominado *CME Group*. En la actualidad, el citado *CME Group*, aglutina los cuatro principales mercados de futuros y opciones existentes en el mundo:

- *CME*
- *CBOT*
- *NYMEX*
- *COMEX*

²⁵³ La primera vez que se utiliza esta denominación, en España, fue en el Real Decreto 1841/ 1991 de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados de futuros y opciones en España. Con posterioridad dicho Real Decreto fue derogado por el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones y otros instrumentos financieros derivados. Este último ha sido, a su vez, derogado por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

²⁵⁴ En base a lo dispuesto en el artículo 1445 del C.C.

²⁵⁵ Según se dispone en el artículo 1790 del C.C.

²⁵⁶ IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier: Op. cit. pág. 139, *in fine*.

diferencias” por cuanto la contraprestación consiste, siempre, en determinar la “diferencia” entre el precio de un subyacente, en un momento determinado, (cuando se perfeccionó el contrato) y el existente en otro (cuando se ejecutó el mismo)²⁵⁷.

a) El activo subyacente y sus clases.

Comenzaremos por analizar los activos subyacentes en base a considerar si los contratos utilizados son *forwards* o *swaps*. Respecto a los primeros, son, en la actualidad, cinco las clases de activos subyacentes posibles en relación a la configuración de un contrato *forward*: acciones e índices bursátiles, bonos, tipos de interés y divisas.

b) Activos subyacentes en contratos forwards.

Las *commodities* son el activo subyacente, por excelencia, en los contratos *forwards*. Con ellas comenzaron los contratos de futuros y siguen existiendo multitud de operaciones que tienen, como subyacente, un producto agrícola o un bien físico susceptible de valoración a una fecha determinada. En este sentido si lo que se pretende, es configurar el contrato *forwards*, sobre un subyacente que sea una *commodity*, esta debe ser un bien fungible, determinada por ser o pertenecer a un género concreto y admitiendo ser sustituidas unas por otras. A este respecto conviene señalar, que nuestro CC., en su artículo 337, establece la diferencia entre bienes fungibles y no fungibles al decir que “a la primera especie pertenecen aquellos de los que no puede hacerse el uso adecuado a su naturaleza sin que se consuman; a la segunda especie corresponden los demás”: Como señala la doctrina²⁵⁸, el CC confunde la clasificación de bienes “fungibles y no fungibles” con la de “bienes consumibles y no consumibles”. Tanto unos como otros, los que pertenecen al mismo género como los que son objeto de consumo, pueden integrarse como activo subyacente en un contrato *forward*. Bastará que el precio de referencia a la hora del cumplimiento del mismo, respecto de unos y otros, pueda determinarse con toda claridad y transparencia en el momento de la ejecución del contrato.

Por tanto, en los contratos *forwards*, sobre un subyacente que sea una *commodity*, esta, necesariamente, debe ser un bien fungible,

²⁵⁷ En la doctrina alemana, *Differenz Geschäfte*.

²⁵⁸ Como acertadamente señala GÓMEZ GÁLLEGO, Javier, (óp. cit. pág. 374) el C.C. confunde la clasificación de bienes fungibles y no fungibles con la de bienes consumibles y no consumibles definiendo a los primeros con el concepto de los segundos.

determinada por ser, o, pertenecer, a un género concreto, teniendo que gozar de la característica de poder ser sustituidos unos por otros.

Por lo que respecta a las acciones, deben ser acciones que gocen de cotización oficial en una Bolsa de Valores. En nuestra opinión no podría, en la actualidad, configurarse un contrato *forward* sobre acciones que no se negocien en un mercado organizado²⁵⁹. En este sentido la transparencia, la claridad y oficialidad en los precios es un requisito imprescindible para que se pueda configurar el subyacente. Por esta razón, de ausencia de cotización, y por no ser valores mobiliarios, señala la doctrina²⁶⁰, no pueden configurarse, como subyacentes, participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada, contempladas en el artículos 90, 91 y 92 nº 2 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital²⁶¹.

Respecto a los índices bursátiles, como subyacentes, tienen como contenido el nivel numérico alcanzado por una cesta de distintos valores en una fecha concreta²⁶². El índice no es más que una media

²⁵⁹ Entendemos que, después de la entrada en vigor Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre debe extenderse la posibilidad a los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y a los Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

²⁶⁰ GÓMEZ GÁLLEGOS, Javier: Op. cit. pág. 374.

²⁶¹ Aprobada por Real Decreto Legislativo 1/2010 de 10 de julio.

²⁶² Con relación a la elaboración de estos índices recomendamos, a este respecto, KNOP, Roberto: Op. cit. págs. 56 y ss.

La mayor parte de las Bolsas de Valores utilizan, para configurar sus índices, dos fórmulas que vienen a definir el llamado índice LASPEYRES y el llamado índice PAASCHE.

La fórmula que da lugar al índice LASPEYRES es la siguiente:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} Q_{i0}}{\sum_{i=1}^n P_{i0} Q_{i0}}$$

Siendo:

P_{it}: precios en el momento t
P_{i0}: precios en el momento 0
Q_{i0}: cantidad en momento base

La fórmula que define el índice PAASCHE es la siguiente:

aritmética de diversos valores ponderados en proporción distinta en base a la capitalización de cada valor incluido en el mismo y a su frecuencia de contratación, o, como afirma la doctrina²⁶³, “es la evolución ponderada de los precios de determinadas acciones en un período de tiempo concreto”. Por tanto, no es más que una fórmula matemática que va oscilando en función de las variables que lo integran a través del tiempo²⁶⁴. Tanto la cotización de las acciones, como la valoración de los índices, son utilizadas, en la actualidad, para configurar lo que se denomina “productos estructurados”²⁶⁵.

$$I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} Q_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{i0} Q_{it}}$$

Siendo:

P_{it}: precios en el momento t

P_{i0}: precios en momento 0

Q_{i0}: cantidad en momento 0

Q_{it}: cantidad en momento t

El índice de LASPEYRES toma como referencia la media ponderada de los precios relativos, utilizando los valores de períodos anteriores como base para las ponderaciones. El índice PAASCHE utiliza la misma fórmula que el anterior pero a diferencia de esta toma como referencia los valores de períodos posteriores como base para las ponderaciones.

²⁶³ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Op. cit. pág 320. Una mayor información sobre el tipo de fórmula matemática para la confección de nuestro IBEX 35 se puede ver en la misma obra pág 319.

²⁶⁴ En principio, el método LASPEYRES y el método PAASCHE, son dos procedimientos para calcular la inflación en un momento determinado. Nacen, por tanto, como índices de precios al consumidor, los cuales miden como se desarrolla el gasto de una familia media. Étienne LASPEYRES era un economista alemán que desarrolló, en el año 1871, la fórmula que lleva su nombre con el objetivo de determinar la inflación mediante una agrupación proporcional de los precios de los distintos bienes y tomando como períodos base unos precios anteriores al momento del cálculo. A este método se le critica que su sistema de cálculo puede dar lugar a predicciones de inflación más elevadas que la realidad.

Otro economista, también, alemán, Hermann PAASCHE, diseñó otra fórmula para calcular los precios actuales y, posteriormente, compararlos con los existentes en un período anterior utilizando como períodos base los valores de los períodos posteriores. A este procedimiento, por el contrario, se le critica que los resultados que obtiene infravalora la inflación.

²⁶⁵ Los denominados “productos estructurados” se suelen clasificar en garantizados (aseguran el capital invertido) y no garantizados (no aseguran el capital invertido). Los denominados “fondos garantizados”, en los que se asegura siempre el capital invertido, no son más que una de las posibles aplicaciones de los “productos estructurados garantizados”.

Por lo que respecta a los no garantizados pueden definirse como aquellos en los que se realiza una inversión en un determinado activo (generalmente acciones), a un precio determinado y a una determinada fecha de vencimiento, de tal manera que llegada dicha fecha si la acción o el índice de referencia ha sobrepasado cierto nivel, predeterminado inicialmente, se devuelve el capital invertido más un cupón (suele ser un porcentaje de la inversión realizada). Si, por el contrario, la valoración de la acción o del índice, a esa fecha, está por debajo del nivel predeterminado al inicio se entregan los títulos físicos a los que se vincula la estructura.

Por lo que respecta al “bono nocional” como activo subyacente, ya hemos indicado, en páginas anteriores, que es un activo “teórico”, ya que no existe en la realidad física. Viene configurado, en la forma que hemos expresado, sobre un nominal de 100.000 euros a un vencimiento a 10 años y a un tipo de interés del 4% anual. Es, por tanto un activo subyacente virtual, el cual no existe físicamente. En nuestra opinión, podría constituirse un contrato *forward* sobre el activo subyacente de una emisión de obligaciones o bonos que hubieran sido emitidos con anterioridad y que, en la actualidad estuvieran cotizando en cualquier mercado oficial o centro de contratación autorizado, siempre que las condiciones de la emisión y amortización fueran públicas y el precio de cotización fuera conocido y transparente.

En lo que se refiere al activo subyacente conocido como “tipo de interés” el más usado es el que viene determinado por “el interés devengado por un depósito interbancario, teóricamente, constituido el día del vencimiento del contrato, por un importe de 1.000.000 de euros y por un período de noventa días”. Es una definición que, igualmente, se basa en un activo “teórico o ficticio” que no existe físicamente ni es emitido por ninguna institución ni corporación pública o privada. Exactamente, se configura igual que el bono nocional. En el mismo sentido, creemos podría configurarse un contrato *forward* sobre tipos de interés existentes en la actualidad y empleados en multitud de contratos y transacciones²⁶⁶. Por último, indicar que los contratos *forwards* sobre tipos de interés se conocen, en la práctica, por la denominación *Forward Rate Agreement (FRA)*. Por tanto, pueden definirse como acuerdos o convenios realizados entre las partes en base a los tipos de interés que se presumirán vigentes respecto de una fecha determinada en el futuro. En el momento del vencimiento del contrato, el comprador del *FRA* pagará al vendedor en el caso de que el tipo de interés esté por debajo del que fue fijado por las partes anteriormente. Si el tipo de interés en la fecha pactada, por el contrario, está por encima del fijado inicialmente será el vendedor el que tendrá que pagar al comprador la diferencia. Son contratos, por tanto, que únicamente tienen como objeto el posible flujo de intereses, mediante los cuales se puede fijar el tipo de interés de una futura operación financiera de financiación en un momento anterior a la fecha en que se tenga programado formalizar ésta. Son contratos similares a los contratos de futuros financieros sobre tipos de interés con la diferencia que aquellos se producen en el mercado *OTC* y son confeccionados a medida de las exigencias de las partes, en tanto que estos últimos se contratan en mercados organizados y están estandarizados.

Finalmente, en relación a los contratos *forwards*, cuyo subyacente son las distintas divisas, suele ser un activo muy utilizado en los mercados *OTC*. Respecto a la negociación en estos últimos, suelen emplearse, en la práctica, como medio de cobertura, en la contratación internacional, con

²⁶⁶ A este respecto, se podría utilizar el EURIBOR, el LIBOR o el IRPH (índice de referencia de préstamos hipotecarios de entidades bancarias), todos ellos a distintos plazos posibles.

objeto de soslayar el “riesgo divisa”. Si estamos contratando en países, cuya divisa es convertible sin ninguna restricción (por ejemplo, área euro o área dólar), los *forwards* sobre divisas se pueden realizar sin ninguna limitación. Si por el contrario, estamos actuando sobre divisas que tiene restricciones a su convertibilidad o tienen una alta volatilidad, se suele utilizar el procedimiento conocido como *Non Delivery Forwards (NDF)*²⁶⁷ teniendo que pasar las partes, como paso intermedio, por el área dólar, que es la divisa de referencia en la contratación internacional.

c) Activos subyacentes en contratos swaps.

Los *swaps* son convenios entre dos o más partes en los que se pacta una corriente de pagos en la misma o diferentes monedas y en las que, generalmente, interviene un banco, con el papel de intermediario, no teniendo porqué conocerse las partes contratantes entre sí²⁶⁸. Esta modalidad operativa surge, alrededor, de los años 70 del siglo pasado, en el Reino Unido con objeto de salvar las restricciones impuestas a los no residentes, en dicho país, para conseguir préstamos en libras esterlinas²⁶⁹. Este tipo de contrato ha sido intensamente analizado, durante los últimos años, por la jurisprudencia del Tribunal Supremo, en particular la modalidad de *swaps* sobre tipos de interés, como ya hemos visto anteriormente en páginas anteriores, al ser definido por la misma como un producto complejo en el que frecuentemente se pueden dar en el consentimiento prestado por el cliente los denominados vicios de error y dolo²⁷⁰.

La traducción, en español, del vocablo inglés *swap* como “permuta financiera” no es del todo exacta. La palabra inglesa *swap* se traduce, en general, por cambio, canje o intercambio. Permuta se suele traducir en inglés por *barter transaction*. Por ello la simple traducción de *Swap* por permuta financiera ha sido criticada por cuanto el término permuta es un concepto con un significado mucho más jurídico que la palabra *swap*. No obstante, actualmente, en el mundo financiero y bancario, se identifican los dos

²⁶⁷ Según este procedimiento, cuando la divisa sobre la que se pretende realizar la cobertura, no es convertible, tiene una convertibilidad limitada o tiene una fuerte volatilidad, se fija, por las partes, previamente con anterioridad a estructurar la cobertura sobre esa divisa, un cambio determinado liquidándose al vencimiento, en dólares USA, por diferencias.

²⁶⁸ LÓPEZ DOMÍNGUEZ, Ignacio: “Manual práctico de los Mercados Financieros.”. Instituto Superior de Técnicas Bancarias, Editorial Cinco Días, Madrid 1997, pág. 417

²⁶⁹ La primera operación de estas características se realizó entre la compañía IBM y el Banco Mundial, en 1981. El estudio de como se gestó esta operación véase en: Óp. cit. en número anterior, pág. 275.

²⁷⁰ De producto complejo y de riesgo lo calificó la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso GENIL 485 SL (C 604/2011) y la jurisprudencia del Tribunal Supremo, de forma unánime. Véase, a este respecto, la STS 137/2018 de 24 de enero, entre otras.

vocablos como equivalentes y sinónimos. Estamos, en todo caso, en presencia de un contrato mercantil que tiene su razón de ser y su utilidad dentro del tráfico comercial y financiero. No es, en nuestra opinión, un contrato bancario, en sentido estricto, por cuanto puede configurarse entre dos partes ajenas al negocio bancario, aunque, en la mayor parte de los casos, su utilización más frecuente sea por las instituciones bancarias. Otra característica es que su mayor campo de actuación, por no decir el único, es dentro de lo que se denomina operaciones *Over The Counter (OTC)*. No suele existir *swaps* como productos estandarizados que se negocien en mercados organizados aunque, actualmente, se empiezan a introducir su negociación en dichos mercados.

Por otra parte, los *swaps* son contratos atípicos y aleatorios²⁷¹. No existe una regulación sistemática de los mismos. Se admiten, en nuestro derecho al amparo del principio de autonomía de la voluntad del artículo 1.255 del CC. Únicamente se hace referencia a ellos en disposiciones legales sectoriales²⁷². Ha habido intentos de sistematizar y homogeneizar estos contratos. Así la *International Swap Dealers Association (ISDA)* creó un modelo de contrato denominado *Multicurrency-Cross Border Master Agreement de Swap*²⁷³.

En otro orden de cosas, se discute por la doctrina²⁷⁴ si los *swaps* hay que tratarlos como “productos bancarios”, dado que normalmente están “vinculados” a un contrato bancario de préstamo, o, por el contrario, los *swaps* deben configurarse como “productos financieros” vinculados a los servicios de inversión. La distinción es importante por cuanto si se configura como “producto bancario” tendrán que observarse las obligaciones de información exigibles a las entidades de crédito, mientras que en el segundo caso, se tendrían que observar los requisitos exigibles por MIFID I y II. En

²⁷¹ Así los califica, entre otras, la STS 11/2017 de 13 de enero, cuando señala que “se trata de un contrato con un elevado componente de aleatoriedad, los beneficios de una parte en el contrato de swap constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte. A la vista de la complejidad del producto, la entidad financiera debe informar en términos claros de los posibles desequilibrios entre las cargas que para el cliente supone que el tipo de interés de referencia baje y las que para el banco representa que este tipo suba, puesto que constituyen un factor fundamental para que el cliente pueda comprender y calibrar los riesgos del negocio”.

²⁷² Por ello le será de aplicación el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2017, de 16 de noviembre; la Ley 22/2007, de 11 de julio, de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores; Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de empresas que prestan servicios de inversión y la Circular 3/2013 de la CNMV, por la que se desarrolla el artículo 78 del TRLMV así como las disposiciones previstas en los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de septiembre y 14/2018 de 28 de septiembre, por las que se incorporan las disposiciones de la legislación conocida como MIFID II.

²⁷³ Véase, a este respecto, un amplio comentario sobre esta materia en CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, Luis: “El contrato de Swap o Permuta financiera”, en la obra colectiva “Estudios jurídicos sobre Derivados Financieros”. Editorial Civitas-Thomson Reuter, 2013, pág. 429.

²⁷⁴ CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, Luis: Op. cit. pág. 415.

nuestra opinión, hoy en día no admite discusión que las entidades que contraten *swaps* deben seguir y observar los requisitos de información contenidos en la legislación española respecto de los productos estructurados contenidos en la MIFID I y II por cuanto pese a que, usualmente, su campo de actuación más importante viene dado en el sector financiero-bancario ello, no obstante para que pueda ser utilizado por otros contratantes ajenos a dicho sector²⁷⁵. Por tanto, deberán observarse, en nuestra opinión, los preceptos recogidos en las MIFID I y II respecto a su consideración como “servicio de inversión” vinculado a un producto financiero y en particular cumplir con las exigencias de los “test de idoneidad” y “test de conveniencia”, sin que sea excusable, en el caso de que una de las partes contratantes del *swap* sea una entidad de crédito, el que deban aplicarse, igualmente, lo preceptuado respecto al deber de información, en relación con los particulares que contraten con ellos.

a') Swaps de tipo de interés: Interest Rate Swap-IRS.

Estos contratos son un subtipo del contrato de *swap* y se caracterizan por pactar las partes que una de ellas pagará un interés fijo periódico y, a cambio de ello, la otra pagará un interés variable en función de determinados condicionantes que vienen establecidos por una referencia a un índice determinado²⁷⁶. Como indica la doctrina no son más que *forwards* de tipos de interés encadenados²⁷⁷. Actualmente, como hemos apuntado

²⁷⁵ En este sentido la Sentencia del TJUE (Sala Cuarta), ya citada anteriormente, de 30 de mayo de 2013 que aunque no lo dice con toda claridad, indica:

“El artículo 19, apartado 9 de la Directiva 2004/39 CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (artículo que, entre otras cosas señala las obligaciones de las empresas de inversión en relación a sus clientes) debe interpretarse en el sentido de que, por una parte, un servicio de inversión solo se ofrece como parte de un producto financiero cuando forma parte intrínseca de éste en el momento en que dicho producto financiero se ofrece al cliente y, por otra parte, lo dispuesto en la legislación de la Unión y en las normas europeas comunes a las que se refiere dicho precepto debe permitir una valoración del riesgo de los clientes o establecer requisitos de información que incluyan, además, el servicio de inversión que forma parte intrínseca del producto financiero de que se trate, para que este servicio deje de estar sujeto a las obligaciones enunciadas en dicho artículo 19”.

Continua recalmando la citada STS que “el artículo 4, apartado 1, punto 4 de la Directiva 2004/39 debe interpretarse en el sentido de que el hecho de ofrecer un contrato de permuta financiera a un cliente con objeto de cubrir el riesgo de variación del tipo de interés del producto financiero que ha suscrito dicho cliente, es una servicio de asesoramiento en materia de inversión, tal y como se define en dicho precepto, siempre que la recomendación relativa a la suscripción de un contrato de permuta se dirija a dicho cliente en su calidad de inversor, que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales, y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público”.

²⁷⁶ La Asociación Española de Banca, cuando regula el *Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF)* los define como “aquella operación por la cual las partes acuerdan intercambiarse entre sí el pago de cantidades resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un período de duración acordado”.

²⁷⁷ KNOP, Roberto: Op. cit. pág. 155.

anteriormente, se están empezando a estandarizarse y a negociarse en mercados organizados.

La Permuta de interés fijo contra variable puede adoptar dos formas:

- Compra del *Interest Rate Swap*: pago fijo/recibo variable:

El tipo de interés es fijo y se conoce en el momento de la firma del contrato permaneciendo inalterable durante toda la vida del mismo, de tal suerte que la cantidad a pagar es constante. Por el contrario, el tipo de interés variable a pagar va cambiando para cada período (solo se sabe el tipo variable a aplicar, cuando se firma el contrato, el del primer período) de tal forma que las cantidades a pagar van cambiando en función de las oscilaciones del tipo de interés²⁷⁸.

- Venta del *Interest Rate Swap*: pago variable/recibo fijo:

Habrá un tipo de interés variable a pagar de salida e irá cambiando en función de las revisiones del tipo de interés que se vayan efectuando en los sucesivos períodos. En este caso la cantidad a pagar dependerá del tipo de interés fijado inicialmente e irá variando, en función de las oscilaciones del tipo de interés, en cada período. Por el contrario, las cantidades a percibir serán todas iguales, como consecuencia del tipo de interés fijo, durante toda la vida del contrato.

Puede haber también Permutas financieras en que los dos subyacentes sean tipos de interés variable según su denominación en inglés: *floating-for-floating interest rate swap*²⁷⁹. En este supuesto al importe tomado como cantidad sobre la que aplicar los tipos de interés se le aplican los tipos de interés de referencia de cada una de las partes, así como la evolución de los mismos según, se vaya produciendo en el futuro, liquidándose por diferencias a favor o en contra a cada parte a medida que dichos tipos vayan cambiando.

En todos los casos de *swaps* sobre tipos de interés la divisa es solo una. Lo único que cambia es la configuración del tipo de interés el cual para una parte es fijo y para la otra variable, o, para ambas variables.

²⁷⁸ El “cupón swap fijo contra flotante” es el caso más común. En este caso una parte paga un interés fijo mientras que la otra paga un interés en función de un tipo variable o flotante. De esta forma se puede configurar como un producto sintético de un bono a tipo fijo junto con un *Floating Rate Note*.

²⁷⁹ CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, Luis: Óp. cit. págs. 424 y ss.

Dentro de las múltiples variedades que, con el tiempo, van surgiendo de *swaps* de tipos de interés²⁸⁰ podemos citar como los más comunes, hoy en día, los denominados *Forwards-Swaps*, combinación de ambas figuras, en el que el devengo de los intereses de ambas ramas se difiere a una fecha futura. Igualmente se dan los denominados *Constant Maturity Swaps*²⁸¹ los cuales consisten en *swaps* sobre tipos de interés variables en el que hay un flujo de interés en ambos sentidos motivado, por un lado, por un tipo de interés a corto plazo referenciado sobre un índice del mercado monetario (*libor*, *euribor*, etc.) y por otro un tipo de interés a largo plazo (10 años, 20 años, etc.)²⁸². Los *Amortising Swaps* son *swaps* en los que el nominal de referencia va disminuyendo con el paso del tiempo cambiándose, además, de interés fijo a variable. Los *Basic Swaps* son *swaps* tradicionales sobre intereses variables-variables, para ambas partes, pero que cada una de ellas toma un índice de referencia diferente, respecto de los intereses. Los *Inflation Linked Swaps (ILS)* son *swaps* en que se tiene en cuenta el incremento que se produzca en la inflación en el tipo de interés fijo a pagar²⁸³.

En consecuencia los *swaps* de tipos de interés son contratos, como todos los que se dan en materia de derivados, de carácter consensual y sin una forma determinada, aunque cada vez más se están formalizándose por escrito y de forma estandarizada. Habitualmente se liquidan “por diferencias”, es generalmente admitido que esta forma de ejecución del contrato no es consustancial con la naturaleza jurídica del mismo aunque si lo es el compromiso de las partes a compelirse en los posibles pagos recíprocos, deviniendo de ahí la causa del contrato para ambas partes²⁸⁴.

En nuestro país esta modalidad de *swaps* ha tenido una fuerte implantación como consecuencia de la situación de tipos de interés a la baja propiciada por el Banco Central Europeo como medida para la reactivación

²⁸⁰ Todos los *swaps* sobre tipos de interés (*Interest Rate Swaps*) no son más que cadenas sucesivas de *Forwards Rate Agreements (FRAs)*.

²⁸¹ Con este tipo de *swaps* se consigue tomar posiciones en la curva de tipos de interés a distintos plazos.

²⁸² Admiten múltiples variantes. Los más conocidos son los denominados *Swaps Real Period* en los que el incremento de la inflación se tiene en cuenta como consecuencia de un tipo de interés fijo anual compuesto y los *Swaps-Obligations Assimilables du Trésor* (modalidad de *swaps* que se ha dado, con frecuencia, en Francia, en los que el interés fijo se cambia por un cupón ajustado a la inflación sobre un importe concreto y recogido en la propia emisión de las *Obligations Assimilables du Trésor Français*).

²⁸³ Un detalladísimo estudio de la formulación matemática de los mismos y su respectivo cálculo, en cada caso, en KNOP, Roberto: Op. cit. págs. 155 y ss.

²⁸⁴ ENCISO ALONSO-MUÑUMER, María: “Los *Swaps* de tipos de interés y la tutela de los consumidores” (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 586.

económica en Europa después de la crisis de los años 2007-2008. Ello, como ya hemos puesto de manifiesto, ha dado lugar a una copiosísima jurisprudencia en el que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea, primero, y nuestro Tribunal Supremo, después, han ido moldeando esta figura y corrigiendo los posibles defectos en su aplicación como consecuencia de que, generalmente, siempre hay una parte más débil que es el cliente que contrata frente a la entidad bancaria o financiera. En este sentido la primera STS dictada fue en fecha 21 de noviembre de 2012²⁸⁵.

b) Swaps sobre materias primas o commodities.

Son más sencillos en su configuración que los anteriores. Tiene por objeto cubrir a un empresario o particular de las posibles oscilaciones o volatilidad que pueda producirse en el precio, a través del tiempo, de una determinada materia prima²⁸⁶. Funcionan, habitualmente, como cobertura del riesgo en las variaciones de precio. El subyacente, en estos casos es la *commodity* o materia prima (oro, plata, cobre, materias primas agrícolas, materias primas energéticas, etc.). Para su funcionamiento el empresario, que desea cubrir el riesgo de la variación de precios del subyacente, contrata con la otra parte un precio fijo del producto a un plazo determinado, obligándose el primero de ellos a satisfacer unas contraprestaciones periódicas de dinero a la otra parte en función del precio que vaya tomando el subyacente. Por tanto, en estos *swaps*, no hay entrega directa de mercaderías sino simplemente el contrato se liquida “por diferencias”. El único objetivo que persiguen estos contratos es eliminar, para el empresario, el riesgo de mercado que existe respecto de la materia prima o del producto que contrata.

c) Swaps sobre divisas.

Los *swaps* sobre divisas, también conocidos por sus siglas en inglés *Concurrency Swaps (CCS)*, son aquellos contratos en que dos partes acuerdan hacerse pagos recíprocos en relación a la evolución del cambio de dos divisas a lo largo del período de vida del contrato. La característica de estos contratos es que, necesariamente, el contrato se debe configurar sobre dos divisas distintas, de tal suerte que cada una de las partes debe pagar intereses periódicos en la divisa que ha elegido. La diferencia entre las *Concurrency Swaps* y los *Interest Rate Swaps* se da en que en los *Concurrency Swaps* tienen que, como mínimo, coexistir dos divisas. Por consiguiente, necesariamente, ha de existir en el contrato un riesgo de cambio. Por el contrario, en los *Interest Rate Swaps* este riesgo divisa no

²⁸⁵ ENCISO ALONSO-MUÑUMER, María: Óp. cit.pág. 602 y ss.

²⁸⁶ Quizá, hoy en día, la aplicación más importante y habitual de este producto es la que se da sobre el barril de petróleo (en sus dos cotizaciones: *Texas* y *Brent*) realizado, entre otras, por las compañías aéreas, las cuales tienen que contar con un precio, previamente determinado, para poder confeccionar sus *business plan* de actuación y determinar sus proyecciones a medio plazo.

existe por cuanto solo se opera en una sola de ellas. Por otra parte, en los *CCS* se produce un intercambio de principales, cosa que no ocurre en los *IRS*²⁸⁷.

A continuación, veremos las tres clases más importantes que hay de *swaps* sobre divisas:

- *Concurrency Swap o fixed-for-fixed currency.*

En este contrato las partes se obligan a efectuarse, entre sí, distintas prestaciones en función de unas tasas de interés fijas, previamente determinadas, que no tienen porque ser iguales, para cada divisa. En realidad son dos préstamos cruzados en distinta divisa y tipo de interés que a su vencimiento da lugar a los pagos de principales e intereses en cada una de las divisas respectivas, pero que no son ejecutados liquidándose durante la vida de la operación o al vencimiento las diferencias producidas.

Esta operación se estructura en tres fases:

I. En el momento inicial, se intercambian los principales, al tipo de cambio de la divisa en ese momento, siendo necesario que se determinen los capitales en cada divisa al mismo tiempo.

II. Como hemos apuntado, lo normal es que periódicamente se vayan pagando los intereses, en cada divisa, que en este caso son constantes por haberse configurado los intereses como fijos. Puede pactarse, también, que se paguen al vencimiento de la operación en cada divisa. Igualmente, lo habitual es que los intereses devengados, en cada caso, se paguen por diferencias.

III. Al final de la operación se reintegran y se devuelven los principales a cada parte, al cambio al que se contrató la operación.

Por tanto, en este caso, como se afirma²⁸⁸, estamos en presencia, al ser los dos tipos de interés fijos, de dos *swaps* en los que se intercambian distintas cantidades fruto de tipos de interés fijos en cada una de las divisas contratadas.

- *Cross Currency Coupon swaps o fixed for floating currency swaps.*

²⁸⁷ KNOP, Roberto: Óp. cit. págs. 189 y ss.

²⁸⁸ KNOP, Roberto: Óp. cit. pág. 213.

En este caso los intereses son, para una de las cantidades contratadas fijo y, para la otra, variable viniendo cada uno de los importes referenciados en una divisa distinta.

También, supone su desarrollo en tres pasos:

I. Determinación e intercambio de principales, en cada divisa, al tipo de cambio del día que se inicia la operación (*spot*).

II. Pago de los intereses respectivos en las divisas pactadas en los que una parte pagará los intereses correspondientes al tipo fijo y la otra al tipo variable referenciado con algún índice del mercado monetario (*Euribor, Libor, etc.*).

III. En el momento del vencimiento de la operación se intercambiarán los principales en el que cada parte recibe la cantidad aportada inicialmente en la divisa de referencia al tipo de cambio inicial de la operación.

Por tanto, la única particularidad que presenta este tipo de operaciones es en relación a los intereses de cada divisa que, en una es fija y en la otra variable.

- *Basic Swaps o Floating for Floating Currency Swaps.*

En este supuesto los pagos en cada divisa como, consecuencia de los intereses devengados, se van realizando teniendo como base los intereses variables pactados para las dos partes²⁸⁹. Esta operación dentro de los *swaps* de divisas es conocida como variable contra variable.

Por tanto, como hemos visto, los *swaps* de divisas, en la actividad financiera, admiten tres posibilidades, en función de cómo se configuren los tipos de interés:

- fijo contra fijo
- fijo contra variable
- variable contra variable

d') Swaps sobre índices bursátiles: Index Swaps.

²⁸⁹ También, esta fórmula, es susceptible de liquidarse al vencimiento del contrato por diferencias, sin necesidad de restituirse los capitales iniciales.

Son menos conocidos y utilizados que los *Swaps* sobre tipos de interés o sobre divisas. Tienen como finalidad principal proteger las carteras de valores frente a las oscilaciones bursátiles aunque, en la práctica, esta finalidad se consigue, más fácilmente, con los futuros sobre índices.

Estos *swaps* consisten en determinar, por un lado, un flujo que viene configurado por aplicar, sobre una cantidad determinada previamente, la variación experimentada por un índice bursátil, añadiendo un diferencial resultante de un interés fijo, mientras que, el otro flujo económico vendrá determinado por aplicar sobre la misma cantidad un diferencial de interés que puede ser fijo o variable (generalmente a corto plazo).

Por tanto se toma la misma cantidad monetaria aplicándose en el primer caso un índice bursátil por un diferencial de tipo de interés fijo y en segundo caso tomando un tipo de interés fijo o variable²⁹⁰.

Estas permutas de índices bursátiles pueden combinarse con *swaps* de divisas dando lugar a estructuras más complejas donde se pueden cubrir ambos riesgos: el bursátil y el de divisa.

e') *Swaps sobre dividendos: Dividends Swaps.*

En este tipo de operación una parte se compromete a pagar una cantidad fija, en concepto de dividendos, en relación a una acción o a una cesta de acciones, a cambio de recibir los futuros dividendos reales que la compañía o compañías se comprometan a pagar y paguen en un período de tiempo determinado en el futuro.

La variable más compleja, para este tipo de *Swap* es la determinación y proyección de los dividendos futuros que, presumiblemente, pueda dar una acción o un conjunto de acciones ya que ello va a repercutir en el precio del *swap*.

f') *Swaps como seguro de impago: Credit Default Swaps (CDS).*

²⁹⁰ CAZORLA GONZALEZ-SERRANO, Luis: Óp. cit. pág. 427.

Por último, para acabar este apartado, vamos a hacer referencia a los *Swaps* como seguros de impago o *Credit Default Swaps* a los que ya hicimos referencia en el apartado relativo al concepto de los contratos *Forwards*²⁹¹ y tristemente famosos por su utilización masiva en la crisis económica de 2007 y siguientes²⁹².

²⁹¹ Nos remitimos a lo que, ya, comentamos acerca de los contratos *Forwards* cuando hablamos del concepto de estos contratos.

²⁹² A nuestro juicio, nadie ha explicado con tanta claridad y sencillez la crisis económica producida en los años 2007 y siguientes, conocida como crisis de las hipotecas *subprime*, como la que ha efectuado el profesor de IESE, Leopoldo ABADIA, en su libro "La crisis ninja y otros misterios de la economía actual" Editorial Espasa, Madrid, 2012, págs. 20 y ss.

Según este autor, los hechos se producen de la manera siguiente:

1º.- A comienzos del siglo actual, la Reserva Federal de los Estados Unidos baja los tipos de interés, en poco más de dos años, del 6,5% al 1% permaneciendo los mismos, a partir de entonces, en tasas, realmente, muy bajas o inexistentes. Esto supuso, imprimir al mercado inmobiliario de Estados Unidos una fuerte aceleración. Como consecuencia de ello, se produce que el precio medio de las viviendas, en ese país, se duplique en un plazo de 10 años.

2º.- Esta situación llevó consigo que el "margen de intermediación" (diferencia entre el precio del dinero prestado y el que se paga por los depósitos recibidos) de las entidades financieras fuera decreciendo, haciéndose cada vez más pequeño. Para mantener la "cuenta de explotación" las entidades se ven obligadas a actuar en un doble sentido. Por un lado, emplezan a dar créditos a capas de la población con serios problemas de solvencia. De ahí la denominación, práctica, de clientes "ninja" (*no income, no job, no assets*) sin ingresos fijos, sin trabajo fijo y sin nada de patrimonio personal. Ello les permite, en principio, cobrar por estos préstamos unos intereses muy superiores a los ordinarios en similares operaciones. Por otra parte, como consecuencia de la explosión inmobiliaria, se multiplica, exponencialmente, el número de créditos concedidos. La demanda de viviendas existentes, en esos momentos, permite que las entidades no sean especialmente cuidadosas en las tasaciones de las viviendas que se financian porque, se piensa, los precios continuaran subiendo durante mucho tiempo más.

3º.- Este tipo de hipotecas, concedidas con las características apuntadas, reciben la denominación de *subprime* (frente a las *prime* en las que el riesgo de impago es muy reducido).

4º.- El alto número de hipotecas concedidas (tanto *prime* como *subprime*) hace que las entidades de crédito necesiten más recursos financieros para poder seguir operando. Por otro lado, las "normas de Basilea" imponen a los Bancos tener un capital determinado (definido por un coeficiente) en relación con el montante total de los activos de la entidad bancaria. Para esquivar este problema que impide el crecimiento de las entidades bancarias, se diseña un nuevo instrumento llamado "titulización". En base a ello, se hacen "paquetes de hipotecas", mezclando distintas clases de las mismas, denominándose, dichos paquetes, *MortgageBacked Securities (MBS)*. Sin embargo, estos *MBS* o "paquetes de hipotecas", todavía están dentro del balance del Banco con lo cual no se consigue liberar, por las razones antes señaladas, recursos para poder seguir dando créditos. Por ello, es necesario e imprescindible sacar estos productos del balance de la entidad.

5º.- Para conseguir esta finalidad las entidades financieras crean unas filiales denominadas *conduits*, que no tiene forma societaria sino que, más bien, son fondos o *trusts* con lo cual, dichas entidades, no tienen necesidad de consolidarse con el banco matriz. Estos *conduits* se financian mediante créditos de otros bancos o actuando como meros intermediarios: compran los *MBS* a sus entidades matrices y, a través de los bancos de inversión, los recolocan, casi simultáneamente, en fondos de inversión, compañías de seguros, sociedades de capital riesgo, *family office*, fondos de pensiones, o, clientes de los propios bancos de inversión. Para conseguir esta finalidad era imprescindible que las agencias de calificación dieran el denominado *rating* (grado de inversión) a esos "paquetes de hipotecas". Como en dichos paquetes había toda clase de hipotecas, las agencias de calificación se inventan un nuevo concepto: el *tranche* (tramo) y así se indica que en un determinado *MBS* hay varios *tranches* muy buenos, varios regulares y algunos realmente malos.

Nacen a partir de 1990 como instrumentos de las compañías aseguradoras con objeto de cubrir los riesgos producidos por las grandes compañías petroleras²⁹³. A partir de entonces, son utilizados, con mucha profusión, en parte debido a su falta de regulación y controles específicos, por los fondos de inversión, *hedge funds* o fondos de alto riesgo y sociedades de capital riesgo con objeto de cubrir los impagados que se produzcan como consecuencia de la compra de paquetes de créditos, personales o hipotecarios, titulizados o no, a otras entidades, por los que estos asumen, en virtud de la compra y sin haber tenido ningún tipo de actuación en la concesión de los créditos, la titularidad de los mismos y sus posibles impagos.

En virtud de este tipo de *swap*, que son contratos bilaterales, el titular del crédito contrata con otra parte, y mediante precio, el derecho a cobrar una indemnización en caso de que el crédito no llegue a pagarse como consecuencia de impago quiebra, insolvencia, restructuración, moratoria o cualquier otra causa por parte del deudor del mismo (*bankruptcy*). Dicho deudor pueden ser tanto personas físicas como jurídicas y dentro de estas últimas, pueden ser entidades particulares y Estados soberanos, respecto a

6º.- Estos *MBS*, clasificados en *tranches*, se pasan a denominar *Collateralized Debit Obligations (CDO)*, es decir, Obligaciones de Deuda Colaterizada, y para prevenir los futuros impagos, que necesariamente se tenían que producir, se crean los *Credits Default Swaps (CDS)*, o, Seguros de Impagos de Créditos, los cuales garantizaban el cobro por parte de los antiguos titulares de los *CDO* si estos no se pagaban a su vencimiento, mediante el pago de una prima de interés superior, al nuevo titular del *CDS*. Así estos últimos, decían, si el *CDO* no se paga, pierdo dinero porque lo he garantizado, pero si esto no ocurre cobro unos fuertes intereses (interés del *CDO* mas la prima de interés del *CDS*).

7º.- Un paso más, en esta increíble ingeniería financiera y mercantil, se produce con la creación de los denominados *Synthetic CDO*, los cuales no son más que un derivado sintético de *CDO*, es decir, productos estructurados de *CDO*, que se ofrecían, por los bancos, a los inversores, proporcionándoles, a estos últimos por aquellos, una financiación barata para adquirirlos y que a los inversores les suponía una fuerte rentabilidad entre los intereses que tenían que pagar a las entidades de crédito por la financiación que les habían proporcionado y la que recibían de los *CDO* incluidos en el derivado sintético.

8º.- Como, acertadamente y con humor, dice el profesor ABADIA, toda la exposición de la estructura que hemos analizado esta, exclusivamente, basada en que los clientes hipotecarios "ninja" paguen sus hipotecas *subprime* y que la demanda de viviendas, en el mercado inmobiliario norteamericano, siga permanentemente subiendo o, como mínimo, se mantenga estable en el tiempo.

9º.- En el año 2007 los precios inmobiliarios, en Estados Unidos, cayeron con fuerza y dejaron de pagarse las hipotecas de las viviendas, cuyo precio había descendido significativamente. Como consecuencia de ello, nadie quiso comprar ni *MBS*, ni *CDO*, ni *CDS* ni *Synthetic CDO* ni ningún tipo de producto ideado y que tuviera su base en el mercado hipotecario y los que, en ese momento, eran titulares de los mismos no encontraron demanda, en el mercado, para poder venderlos con lo cual tuvieron que asumir grandes pérdidas todos los que habían participado en este negocio: fondos de pensiones, bancos de inversión, compañías de seguros, fondos de inversión, etc. A mayor abundamiento las pérdidas no se limitaron al mercado americano sino que, como consecuencia de la globalización financiera existente, se extendió por todo el mundo capitalista.

²⁹³ GALÁN LÓPEZ, Carmen: Óp.cit. pág. 474.

sus obligaciones asumidas por su Deuda soberana, como por compromisos adquiridos con terceros.

Habitualmente producido el *default* el titular de los activos entregará, al que presta la protección, dichos activos en cuestión y este último, por otra parte, dará, al anterior, el efectivo nominal del mismo.

Este tipo *swaps* han experimentado, en todo el mundo, un crecimiento exponencial siendo Estados Unidos y Europa las regiones donde más se contrata este producto estando en esas dos áreas, alrededor, del 80% de los *CDS* en vigor con un período medio de vida entre 3 y 5 años²⁹⁴. Actualmente la *ISDA*²⁹⁵ vela, desde los años 80 del siglo pasado, y después del caos económico creado por la quiebra de *Lehman Brothers*, por establecer nuevos protocolos y reglas de actuación en el funcionamiento de estos productos²⁹⁶. Esto ha dado lugar al establecimiento de una serie de parámetros que se tienen que observar en la creación y comercialización de estos contratos²⁹⁷. Actualmente, la citada *ISDA* creó unos comités (*Determinations Committees o CDs*) que son los encargados de determinar cuándo se ha producido el *default* con relación a un determinado activo y como se tiene que producir el cumplimiento del *CDS*.

Evidentemente, el precio del *CDS* (medido a través de la prima de riesgo que se exige) dependerá de la probabilidad de que un determinado activo o entidad pueda caer en *default* así como, llegado el caso, la existencia de posibilidades de recuperación.

Se les ha querido equipara a los contratos de seguros pero, hoy en día, es opinión unánime que son instituciones diferentes, por cuanto la naturaleza jurídica de una y otra figura es claramente distinta. Así en el contrato de seguros tiene que existir físicamente el bien asegurado. El contrato, en sí, es un documento formal cuyas cláusulas deben ser aprobadas, previamente, por la Administración (póliza de seguros). La empresa de seguros goza de un estatus y regulación específica. En los *CDS*'s no se dan ninguna de estas circunstancias, es más, los papeles de comprador y vendedor de la protección pueden ser, y de hecho, son intercambiables como consecuencia de la posibilidad de sus múltiples negociaciones²⁹⁸.

²⁹⁴ *El Depository Trust and Clearing Corporative* publica semanalmente los saldos negociados comunicados a esta entidad (www.dtcc.com/products/derivserv/).

²⁹⁵ *Swaps and Derivatives Association*.

²⁹⁶ En igual sentido la legislación MIDIF II, a la que ya hemos hecho referencia y a la que, posteriormente, nos referiremos con mayor profundidad.

²⁹⁷ KNOP, Roberto, hace una completa y detallada exposición de esta cuestión: Óp. cit. págs. 124 y ss.

²⁹⁸ GALÁN LÓPEZ, Carmen: Óp. cit. págs. 476 y 477.

A su vez los *CDS*'s suelen clasificarse en los propios *CDS*'s de cobertura que son los que, únicamente, tiene como finalidad cubrir el impago futuro de una inversión realizada y los *CDS*'s especulativos, conocidos por su denominación en inglés como *naked*, que son los que se contratan en descubierto con una finalidad puramente especulativa²⁹⁹

d) Los activos subyacentes en el vigente TRLMV. Análisis de su artículo 2.

La configuración jurídica de los contratos sobre derivados ha sido enfocada de dos formas distintas. Una primera escuela, por influencia de la doctrina francesa, ha basado todos los contratos, que tienen su cumplimiento transcurrido un plazo de tiempo, en la “compraventa a plazo” y han reconducido, a esa figura, su regulación³⁰⁰. Una segunda tendencia, apoyada en las legislaciones centro europeas (alemana, austriaca, suiza, etc.), ha acuñado el concepto de “contratos por diferencias”³⁰¹, en donde lo importante, en este tipo de negocio jurídico, no es tanto la ejecución del contrato sino la “forma” en que este se ejecuta. En consecuencia, basta con pagar la diferencia entre ambas prestaciones, determinada por la oscilación en el precio de un determinado activo subyacente, tomado como base del contrato, para darlo por cumplido. Por lo tanto y esto lo veremos

²⁹⁹ Como afirma GALÁN LÓPEZ, Carmen (Óp. cit. pág. 479): “los CDS permiten a los inversores especular bajo dos modalidades o bien tomando como referencia determinados subyacentes o bien, la propia calidad crediticia de una entidad. En el primer supuesto, se actua sobre los cambios en los diferenciales de CDS de los subyacentes o de los índices del mercado, tales como el índice CDX de América del Norte o en el índice europeo iTraxx. Un inversor puede pensar que el diferencial (*spread*) de los CDS de una entidad es demasiado alto o demasiado bajo, en relación con los rendimientos de los bonos de la entidad, y tratar de sacar provecho de ese punto comprando o vendiendo protección. Pero el inversor también podría especular sobre la calidad crediticia de la entidad, ya que por lo general los diferenciales de CDS aumentan a medida que disminuye la solvencia crediticia de la entidad y disminuyen a medida que aumenta la solvencia crediticia de la entidad. El inversor puede comprar, por tanto, la protección de CDS de una sociedad para especular que ésta está a punto de caer en *default*. Por otra parte, el inversor podría vender protección si piensa que la solvencia de la empresa podría mejorar”.

³⁰⁰ IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier (Óp. cit. pág. 141), a nuestro juicio con acierto, señala textualmente: “Ahora bien, no toda operación a plazo o a término debe considerarse un producto o instrumento derivativo distinto de los valores negociables por el solo hecho de regir un término esencial y fatal para el cumplimiento de las obligaciones recíprocas de los contratantes. Las operaciones bursátiles tradicionales, “de facto”, eran, económicamente, operaciones a plazo o de pagos diferidos por las partes, mas no encajaban, de ningún modo, en el moderno molde conceptual de los contratos de derivados. En el contexto de la Ley del Mercado de Valores, solo deben considerarse como tales aquellas operaciones a plazo que por sus características contractuales y por su sujeción a determinadas reglas de mercado merezcan ser separados de la nómina de los valores negociables”.

³⁰¹ *Differenzgeschäfte*, como hemos indicado anteriormente. Vid. Nota (54), pág 38 de este estudio.

posteriormente con un mayor detenimiento, el verdadero objeto del contrato es la cuantificación económica en dinero, de la variación producida en el precio de dicho activo subyacente.

Pues bien, el antiguo artículo 2º del TRLMV, en sus números 2º al 9º, regulaba esta materia. La primera impresión que nos producía la redacción dada en la enumeración del citado artículo es que, a nuestro juicio, carecía de una adecuada sistemática, y en este sentido, era poco ordenada y estructurada, el contenido que podía integrar los contratos de derivados³⁰². No obstante el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, vuelve a redactar, nuevamente el artículo 2, número 1º del TRLMV, señalando que “quedan comprendidos en el ámbito de esta ley los instrumentos financieros recogidos en su Anexo. Se habilita al Gobierno para modificar mediante Real Decreto la relación de instrumentos financieros que figuran en este artículo con la finalidad de adaptarlo a las modificaciones que se establezcan en la normativa de la Unión Europea”³⁰³.

³⁰² Antigua redacción del artículo 2º del TRLMV, números 2º, 3º, 4º, 5º, 6º, 7º, 8º y 9º.

³⁰³ El artículo 2 de TRLMV, modificado por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre indica textualmente:

“1. Quedan comprendidos en el ámbito de esta ley los instrumentos financieros recogidos en su Anexo. Se habilita al Gobierno para modificar mediante Real Decreto la relación de instrumentos financieros que figuran en este artículo con la finalidad de adaptarlo a las modificaciones que se establezcan en la normativa de la Unión Europea.

2. A los instrumentos financieros distintos de los valores negociables, les serán de aplicación, con las adaptaciones que, en su caso, sean precisas, las reglas previstas en esta ley para los valores negociables.

3. Los apartados b), f), g) y j) del anexo de esta ley deberán aplicarse de conformidad con lo establecido en el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión, de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios y actividades de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

4. Todo sistema multilateral con instrumentos financieros operará o bien con arreglo a las disposiciones del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores para los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) o para los Sistemas Organizados de Contratación (SOC), o bien con arreglo a las disposiciones de dicho real decreto-ley y de esta ley para los mercados regulados.

5. Toda empresa de servicios y actividades de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocie por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado, un SMN o un SOC, operará con arreglo al título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.

6. Sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 23 y 28 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, todas las operaciones con instrumentos financieros de los mencionados en los párrafos anteriores que no se concluyan en sistemas multilaterales o internalizadores sistemáticos deberán cumplir las disposiciones pertinentes del título III del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014”.

A su vez, el citado Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre recoge, antes de las disposiciones adicionales y bajo la denominación de Anexo: Instrumentos financieros comprendidos en el ámbito del texto refundido de la ley del mercado de valores, once apartados donde recoge los distintos casos de contratos e instrumentos que se encuentran incluidos y regidos por las disposiciones del TRLMV³⁰⁴. En

³⁰⁴ Conforme lo indicado el citado Anexo, recoge textualmente los siguientes supuestos:

Instrumentos financieros comprendidos en el ámbito del texto refundido de la ley del mercado de valores:

a) Valores negociables, entendiendo como tales cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyendo las siguientes categorías de valores, con excepción de los instrumentos de pago:

1.º Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario.

2.º Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores.

A efectos de lo dispuesto en esta ley se entenderá por representativos de acciones los valores negociables en el mercado de capitales, que representan la propiedad de los valores de un emisor no residente, y pueden ser admitidos a negociación en un mercado regulado y negociados con independencia de los valores del emisor no residente.

3.º Los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas.

b) Instrumentos del mercado monetario, entendiendo como tales las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como letras del Tesoro, y efectos comerciales, excluidos los instrumentos de pago.

c) Participaciones y acciones en instituciones de inversión colectiva, así como de las entidades de capital riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

d) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse mediante entrega física o en efectivo.

e) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps), contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato.

f) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física, siempre que se negocien en un mercado regulado o un sistema multilateral de negociación (SMN) o un sistema organizado de contratación (SOC), excepto por lo que respecta a los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) no 1227/2011, que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física.

g) Contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados.

nuestra opinión, esta forma de delimitar el ámbito de aplicación de la norma no nos resulta del todo adecuada y desde un punto de vista de técnica legislativa no nos parece la más correcta. No obstante, si criticábamos la anterior redacción por estimarla poco sistemática y algo confusa, la actual representa, a nuestro parecer, una mejora sustancial en la reacción de los supuestos jurídicos a los que se aplica las disposiciones del TRLMV. Tratando de racionalizar el contenido de dicho Anexo podemos realizar la siguiente clasificación:

- a) Por una parte, se tiene que distinguir entre contratos de derivados estandarizados y contratos generados en los mercados *Over The Counter (OTC)*.
- b) Por otra parte, se pueden clasificar, en relación al contenido de los citados preceptos, los posibles tipos de contratos, teniendo en cuenta el activo subyacente al que se refieren.

1º.- Contratos en los que el activo subyacente del derivado es una materia prima.

Se pueden contratar tanto en mercados organizados, SMN o SOC³⁰⁵ como en mercados *Over The Counter (OTC)*. A ello hace menciónlos apartados e), f) y g) del Anexo cuando se refieren a todo tipo de contratos de derivados relacionados con las materias primas.

El apartado e) comprende la contratación de instrumentos derivados cuyo subyacente son las distintas materias primas y que se deban liquidar en efectivo o que, alternativamente, puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por causas distintas al incumplimiento o a otro suceso

-
- h) Instrumentos derivados para la transferencia del riesgo de crédito.
 - i) Contratos financieros por diferencias.
 - j) Contratos de opciones, futuros, permutes (*swaps*), acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN.
 - k) Derechos de emisión consistentes en unidades reconocidas a los efectos de la conformidad con los requisitos de la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003 por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

³⁰⁵ Por ejemplo, La Lonja de cereales existente en Barcelona o los desaparecidos mercados, en Valencia, de futuros y opciones sobre cítricos y en Jaén, cuyo subyacente era el aceite de oliva.

que lleve a la rescisión del contrato (es decir, cuando así se haya pactado por las partes que sea una de ellas la que elija la forma de ejecución y liquidación del contrato). Este supuesto, contemplado en el apartado e), comprende, en nuestra opinión, todos aquellos contratos sobre materias primas realizados en el mercado *Over The Counter*³⁰⁶.

A su vez el apartado f) del precepto, se esta refiriendo a los mismos contratos contemplados en el apartado anterior (opciones, futuros, permutas-*swaps* y otros contratos de derivados relacionados con materias primas) que admitiendo el contrato la posibilidad de cumplimiento mediante entrega física se negocien en un mercado regulado, en un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) o un Sistema Organizado de Contratación (SOC)³⁰⁷. A este respecto, tenemos que hacer dos matizaciones: Por una parte, se contempla, como sujetos a este precepto, los contratos que se negocien en plataformas de negociación y esta se trate de un mercado regulado, un SMN o un SOC. Por tanto, parece excluir, el precepto, los contratos sobre *commodities* realizados fuera de mercados regulados, SMN y SOC³⁰⁸.

El apartado g) incluye una cláusula residual respecto a los contratos de derivados sobre materias primas que no se encuentren incluidos anteriormente siempre que no se destinen a fines comerciales. En relación con la redacción dada a este apartado ha de observarse que, en nuestra opinión, comprende la contratación de productos con las siguientes características:

³⁰⁶ Respecto a los contratos de futuros y opciones no financieros, fundamentalmente sobre materias primas, la legislación MIFI II, representada principalmente por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y de Consejo de 15 de mayo y por la Directiva Delegada 2017/593/UE de la Comisión (complementadora de la anterior) transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico por los Reales Decretos Ley de 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, complementado, ambos, por el reciente Real Decreto 1464/2018 de 21 de septiembre, intentan establecer medios de control para los derivados OTC sobre materias primas (entre los que se encuentran los contratos de futuros sobre materia prima) por el posible riesgo económico que los mismos puedan representar.

En este sentido el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre establece los conceptos de "límites de posición" en los derivados sobre materias primas tanto se negocien en un centro de contratación autorizado como fuera de él. Por otro lado la citada norma impone, también la obligación de que las ESI's que negocien derivados sobre materias primas al margen de los mercados o centros de contratación autorizados, faciliten diariamente a la autoridad nacional competente un desglose completo de dichas posiciones. A su vez, el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, desarrolla estas normas en el sentido de como se debe facilitar esa información diaria y en que tipo de soporte, así como la necesidad de clasificar a las personas que mantengan derivados sobre materia prima por las ESI's, o por el organismo rector del del mercado que gestione dicho centro de negociación.

³⁰⁷ Modalidad o forma de negociación bajo la denominación de Sistema Organizado de Contratación (SOC) introducido y regulado, en nuestro derecho, por el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre.

³⁰⁸ El citado apartado f) del anexo excluye los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4, del Reglamento (UE) nº 1227/2011, que se negocien en un SOC y deban liquidarse mediante entrega física.

- a) Solo se está refiriendo a la contratación de productos que se realicen en mercados regulados, SMN o SOC, pero no a los contratados en el mercado *Over The Counter* ya que sino se emplearía la expresión “no mencionados en el apartado anterior” (apartado f) del Anexo).
- b) Deben ser contratos sobre materias primas y que no estén destinados a fines comerciales, es decir, que no sean objeto de comercialización o colocación múltiple. Deberían ser, por tanto, contratos “a medida”.
- c) Es indiferente que la ejecución de los contratos se realice mediante entrega física, “por diferencias” o de cualquier otra forma.

Por último queremos llamar la atención sobre la circunstancia de que en tanto en los apartados e) y g) se citan expresamente y se incluyen los “contratos o acuerdos a plazo”, en el apartado f) no se incorpora dicha expresión. Puede que se trate de un mero olvido del legislador en cuanto a la redacción, o, puede que, expresamente, se haya querido hacer dicha distinción. La cita en el apartado e) tiene sentido ya que como hemos apuntado, está contemplando la negociación *OTC* y puede ocurrir que se cree un nuevo tipo de instrumento financiero a plazo que no sea ninguno de los citados (opciones, futuros, permutas-swaps). De ahí que sea correcta, en nuestra opinión, la expresión “contratos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con las materias primas”. No vemos tan justificado el empleo de la expresión, contenida en el apartado “acuerdos a plazo”, ya que como hemos indicado el ámbito de aplicación de los supuestos contemplados en el apartado g) viene remitido a la contratación estandarizada y homologada prevista en el apartado anterior (apartado f) y en aquél no se hace referencia explícita a acuerdos o contratos a plazos distintos de los expresamente mencionados. Probablemente al citarlos específicamente, el apartado g) intenta comprender en el ámbito de aplicación de la ley otro tipo de contratación a plazo realizada en los mercados regulados, SMN o SOC que se diseñen como “productos a medida”³⁰⁹ en dichas plataformas de negociación y que no sean productos comercializados con carácter general.

2º.- Contratos en que el activo subyacente es financiero.

³⁰⁹ También denominados “productos no estándar”. Son creados por *MEFF Exchange SAU*, previa petición de un Miembro o de un cliente del Miembro, con un diseño específico y para una finalidad concreta y determinada, adaptada a las necesidades individuales del inversor o miembro del mercado solicitante. Ofrecen una flexibilidad en cuanto a su vencimiento, tanto en contratos de futuros como de opciones, como a precios de ejercicio respecto de las opciones. Tienen la misma seguridad que los productos previamente homologados y estándares. Serán objeto de consideración más adelante.

A ellos se refiere el Anexo, en su apartado d). Pertenecen a este género todos aquellos contratos o instrumentos derivados cuyo activo financiero sean valores, divisas, tipos de interés, rendimientos de todo tipo, derechos de emisión, u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse mediante entrega física o en efectivo y en general toda clase de “medidas financieras que puedan liquidarse en especie o efectivo”. La Ley incluye en este apartado, incluso, los denominados “*derivados de derivados*”, al indicar que se incluirán en este apartado los contratos de derivados que tengan como subyacente “otros instrumentos derivados”. Igualmente, como indica la doctrina³¹⁰ es irrelevante, para la configuración y posterior ejecución del contrato, que este se haga en la especie financiera pactada o en efectivo.

3º.- Contratos cuyo activo subyacente es teórico o ideal.

Están comprendidos en el Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, en sus apartados h), i), j) y k). Evidentemente, en todos los casos siguientes, el cumplimiento del contrato se tiene que efectuar en efectivo metálico al no existir, ni físicamente ni financieramente, el subyacente.

Por lo que se refiere al apartado h) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, contempla todos aquellos contratos que supongan una transferencia del riesgo de crédito. Se está, por tanto, refiriendo a los *Credit Default Swaps (CDS)* que, como ya hemos apuntado, tratan de cubrir el impago o moratoria ocurrido en cualquier tipo de crédito, tanto personal como garantizado.

El apartado i) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, incluye los comentados “contratos por diferencias”³¹¹, contratos estos que suelen darse, solamente, en mercados organizados.

El apartado j) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, es un cajón de sastre donde se incluye todo tipo de contrato que tome como base cualquier activo subyacente, creado o que se pueda crear. La Ley cita, a título meramente enunciativo, los derivados sobre “variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión, tipos de inflación, estadísticas económicas oficiales”, para, a continuación, sujetar a la Ley cualquier otro tipo de contrato derivado “relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presenten las características de otros instrumentos financieros

³¹⁰ IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier: Óp. cit. pág. 141.

³¹¹ En la práctica conocidos por sus siglas en inglés *CFS* (*contracts for differences*).

derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas si se negocian en un mercado regulado SMN o SOC.

Evidentemente, en nuestra opinión, la nueva redacción dada al artículo 2 del TRLMV intenta comprender, y ser de aplicación, a todo tipo de producto derivado que sea susceptible de dar lugar a un instrumento derivado y que pueda crearse tanto dentro de un mercado organizado como fuera de él. La pregunta por tanto, es inmediata.

Respecto a los productos que se negocian en los mercados regulados³¹², en los Sistemas Multilaterales de Negociación, en los Sistemas Organizados de Contratación y en los que se liquiden a través de las Cámaras de contratación autorizadas, no parece discutible que debemos estar en presencia de contratos estandarizados y perfeccionados mediante una contratación organizada. Por tanto, en nuestra opinión, se está contemplando la contratación en mercados creados “ex proceso”.

Sin embargo, la redacción del último apartado incluyendo “cualquier otro contrato de instrumentos financieros derivados relacionados con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados anteriormente en el artículo 2º que presentan las características de cualquier otro instrumento de derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN” se realiza con tal amplitud que, en nuestra opinión, permitiría aplicar las normas del TRLMV, sobre todas aquellas que tienden a proteger al consumidor o al minorista que sea parte en estos contratos. A este respecto, la legislación contenida en el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, intenta reconducir la contratación *OTC* a las diferentes plataformas o sistemas de negociación establecidos y la liquidación de dichos contratos a través de las *CCP's*, cosa que, por otra parte, era uno de los objetivos de la legislación europea contenida en MIFID II.

Por último, el nuevo artículo 4 del TRLMV³¹³ despeja las dudas de si el TRLMV era aplicable a los productos e instrumentos derivados negociados *OTC* al indicar expresamente que las disposiciones de la ley “serán de aplicación a todos los instrumentos financieros cuya emisión, negociación o comercialización tenga lugar dentro del territorio nacional”, sin distinguir si son objeto de negociación en plataformas de contratación autorizadas o directamente entre las partes, con lo cual, entendemos, que sus

³¹² Aunque la Ley habla, solamente, de “mercados regulados” y no de “mercados oficiales regulados”, entendemos que aquellos, necesariamente, tienen que ser aprobados por la correspondiente autoridad administrativa. En este sentido, el artículo 64 nº1 de la propia Ley habla, con más propiedad, de que “podrán crearse mercados secundarios oficiales de futuros y opciones”.

³¹³ Artículo redactado conforme al Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

disposiciones son de obligado cumplimiento para cualquier tipo de contrato de derivado negociado en nuestro país. Igualmente, indicaremos, para acabar el estudio de las particularidades introducidas en la nueva redacción del artículo 2, que en el mismo se introduce una deslegalización de la materia en cuanto que se permite que el Gobierno, por normas de carácter reglamentario (en concreto mediante Real Decreto), pueda modificar el contenido del Anexo incorporando, al ámbito de aplicación del TRLMV, nuevas formas de productos derivados que puedan crearse en el futuro, siempre que la Unión Europea así lo establezca, desapareciendo, en consecuencia la obligatoriedad de que sea una norma con rango legal la que trenga que contemplarlos.

e) El objeto del contrato de derivados, en sentido estricto, y su relación con los activos subyacentes.

Gran parte de la doctrina³¹⁴ identifica los distintos activos subyacentes, estudiados en páginas anteriores, con el objeto de los contratos de derivados. En igual sentido, algunas disposiciones legales asimilan uno a otro³¹⁵. Llegados a este punto conviene determinar si esto es así o, por el contrario el objeto de estos contratos es distinto de los activos subyacentes (*underling asset*) que los integran.

Si definimos el activo subyacente “como la referencia teórica externa al contrato cuya evolución aritmética determina el alcance de la prestación y se calcula por comparación con la evolución de los precios (o las diferencias entre precios) de ciertos mercados financieros”³¹⁶, realmente, los activos subyacentes no son ni las acciones, ni los índices, ni los bonos nacionales, ni cualquier otro producto que se tome en consideración, sino, en puridad de principios, aquellos serán la expresión matemática, determinada por su precio, de los distintos elementos que tomamos para este fin.

³¹⁴ Véase, a este respecto, GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: Óp. cit. pág. 374.

³¹⁵ El Real Decreto 1814/1991 (derogado por el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, el cual, a su vez ha sido derogado, en su totalidad, por la Disposición Final Cuarta del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre) establecía en su artículo 1, 2º, a), que “a los efectos del presente Real Decreto se entenderán por futuros financieros los contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos, depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera”.

Igualmente, el artículo 2º del Reglamento de MEFF define el activo subyacente como “el activo financiero o índice de activos financieros que es objeto de un contrato negociado en el mercado”.

³¹⁶ Así, acertadamente a nuestro juicio, lo define DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 317.

A través de las páginas anteriores, hemos visto como los precios de los activos subyacentes utilizados en el momento del cumplimiento del contrato (mercaderías, acciones, índices bursátiles, bono nocional de deuda pública, tipos de interés, etc.) no son más que términos aritméticos, referidos a productos reales o ficticios (estos últimos creados por el mercado) cuya comparación con los precios de esos mismos activos, tomados al inicio del mismo, son lo que determinan las compensaciones a realizar entre las partes.

Por ello la doctrina³¹⁷ concluye que no puede, sin más, identificarse activo subyacente con objeto del contrato, pues mientras aquel es una mera referencia externa, que para lo único que sirve es para calcular el importe de las futuras prestaciones del contrato este, es la “realidad social o económica sobre la que recae el consentimiento prestado por las partes”³¹⁸ y que, en consecuencia se pone de manifiesto con el contenido de las contraprestaciones a las que se sujetan las partes contratantes³¹⁹.

Los activos subyacentes, en definitiva, no son mas que, en muchos casos, meras referencias abstractas o ideales, creadas “*ex profeso*”, para poder, desde una perspectiva externa al propio contrato, servir de base para configurar los elementos del mismo y dar lugar a su nacimiento. Son, en la mayor parte de los casos, productos que no pueden calificarse, ni siquiera de “cosas”, en su estricta acepción jurídica, porque solo existen en la realidad virtual, no en la física, y que tienen, como única misión, servir de base para fijar un pronóstico de cara al futuro. Por ello de configurar el objeto del contrato como el activo subyacente, el cual en muchos casos no existe ni físicamente, daría lugar, en determinados casos, a la nulidad del contrato por inexistencia física del mismo al amparo del citado artículo 1271 del C.C.

En consecuencia, debemos concluir: no se puede identificar el activo subyacente del contrato de derivados con el objeto del mismo. Si eso es así, debemos preguntarnos: ¿cuál es el verdadero objeto de los contratos de futuros?

Los contratos de derivados financieros, siempre, engendran obligaciones de dar (tanto en la ejecución total del contrato como en las ejecuciones parciales y mediante las múltiples adecuaciones de garantías durante la vida del contrato). No pueden, estos negocios jurídicos, contener una obligación “de hacer o de no hacer”, tiene que ser necesariamente de “dar”. De ahí, que su contenido sea eminentemente pecuniario y, siempre,

³¹⁷ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso Op. cit. pág. 317.

³¹⁸ DÍEZ PICAZO, Luis: “Fundamentos de Derecho Civil”, Volumen I, Editorial Tecnos 2ª Edición, Madrid, págs. 197 y ss.

³¹⁹ En este sentido, los artículos 1261, 1262 y 1271 del CC.

susceptible de una cuantificación económica. Por ello, concluimos, como indica la doctrina más reciente³²⁰, que el verdadero objeto de todo contrato de derivados es el “dinero” en el que se cuantifican las distintas obligaciones de dar que en el mismo se contienen y ello es así por cuanto, en la mayoría de los casos, disfrutan de la naturaleza jurídica de ser “contratos por diferencias” cuyo cumplimiento se hace de esta forma especial de liquidación.

Únicamente se exceptuarían, de esta regla, los contratos en cuya ejecución se pacta “necesariamente” la entrega de mercaderías, deuda pública y acciones, en cuyo caso y, por excepción, estos bienes serán el objeto del contrato y siempre que no se establezca en el contrato la posibilidad de que las partes puedan optar por convertir, finalmente, la entrega en una deuda de dinero³²¹.

E) La causa en los contratos de derivados *Over The Counter (OTC)*. La causa del contrato y los motivos de la causa.

Los contratos de derivados *OTC* se suelen definir por la doctrina, como contratos atípicos, mercantiles, bilaterales, bancarios o no bancarios³²² y aleatorios. Son contratos atípicos por cuanto no están recogidos ni regulados en nuestro C.C ni, tampoco, en nuestro C. de C, pero son admitidos por la doctrina y la jurisprudencia al amparo del principio de autonomía de la voluntad recogido en el artículo 1255 del C.C³²³. Son mercantiles por cuanto se desenvuelven, necesariamente, dentro del tráfico económico y en donde el ánimo de lucro está siempre presente, como mínimo, para una de las partes. Son bilaterales ya que es necesaria e imprescindible la presencia de dos partes en este tipo de contratación. Por último, son contratos aleatorios.

³²⁰ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 326.

³²¹ En este sentido así se determina en el apartado e) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre al indicar que “puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento u a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato”.

³²² En nuestra opinión, aunque GÓMEZ GÁLLEGO los caracteriza como contratos bancarios (óp. cit. pág. 379), esta no es una propiedad esencial de estos contratos (aún siendo lo habitual) ya que puede existir un contrato de derivados perfeccionado, entre dos empresas, en las que ninguna de ellas sea una institución financiera. A este respecto, la STS de 19 de noviembre de 1990, declaró válido un contrato, celebrado entre dos compañías mercantiles, en el que se pactó distribuir, entre ambas, las oscilaciones que se produjeran en la cotización del dólar frente a la peseta en relación a un cambio previamente determinado.

³²³ En el epígrafe siguiente y en relación al contenido de estos contratos veremos los intentos que se han realizado para que estos contratos *OTC* respondan a un clausulado uniforme y predeterminado.

Los contratos aleatorios integran, junto a los comutativos, los dos tipos de contratos onerosos. Los comutativos se caracterizan³²⁴, por ser el contenido final de las prestaciones, por ambas partes, definido y establecido completamente en el momento de la perfección del contrato. El contenido de la obligación es fijada de forma plena e invariable en el momento en que se celebra el negocio.

Frente a esta situación, en los contratos aleatorios la cuantía de la prestación, de ambas partes, no se fija en el momento de la perfección; es más, no se sabe en ese momento, si habrá prestación para alguna de ellas por cuanto la misma y su cuantía dependen de un acontecimiento posterior, en el tiempo, a la celebración del contrato. Así, como afirman algunos autores³²⁵, en estos contratos es muy difícil que se aplique la doctrina de la “rescisión por lesión” (que se da en los comutativos) al no haber, ni por tanto, poder darse una equivalencia en las prestaciones. Por ello, no puede hablarse de “lesión” en ninguna de las partes por cuanto se deja su cuantificación al azar sin depender ninguna de ellas del comportamiento de la otra, salvo en el caso de que el riesgo asumido por una de ellas sea indebido y desproporcionado en relación al asumido por la otra en cuyo caso el contrato podría devenir ineficaz.

Esta tesis la vino a recoger la Audiencia Provincial de Castellón al decir “si las demandantes tuvieran la consideración de *consumidor*, podríamos decir que la ausencia de una cláusula equivalente respecto del Banco, que en nada obstaría al carácter aleatorio del contrato, genera un desequilibrio entre las partes que, producido por una condición general, merecería la consideración de ésta como abusiva, de conformidad con el contenido del artículo 10 bis y disposición adicional primera de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios. La consecuencia inmediata podría ser la declaración de nulidad de la cláusula, pero solamente si el cliente bancario fuera consumidor, por cuanto el artículo 8.2º de la Ley de Condiciones Generales de Contratación limita esta consecuencia al caso en que el contrato se haya celebrado con un consumidor”³²⁶.

Igualmente, entendemos, que en términos generales no les será tampoco de aplicación la teoría del “enriquecimiento injusto”, por un resultado negativo o perjudicial para una de las partes³²⁷ salvo que nos encontrremos en una situación contractual en que pueda el Tribunal juzgador valorar y calificar de abusiva la posición de una parte en relación con la otra.

³²⁴ PUIG BRUTAU, José: “Fundamentos de Derecho Civil”, Tomo II, Vol. I, Editorial Bosch, 2ª edición, Barcelona 1971, pág. 446.

³²⁵ JOSSERAND, Étienne Louis: “Derecho Civil”, Tomo II, Volumen I, Editorial Bosch, Barcelona 1950.

³²⁶ Sentencia de la Audiencia Provincial de Castellón de 26 de septiembre de 2011, FUNDAMENTO DE DERECHO CUARTO, apartado 2.

³²⁷ No olvidemos que, es consustancial y necesario, en estos contratos, que una de las partes gane y la otra pierda.

Igualmente, se señala³²⁸, tampoco serán de aplicación a estos contratos, las normas sobre el régimen de mora (artículo 1100 C.C), la resolución contractual por incumplimiento de una de las partes (artículo 1124 C.C), el régimen de incumplimiento contenido en los artículos 1095, 1182 y 1452 del C.C., por pérdida de la cosa o imposibilidad sobrevenida en la prestación (salvo que haya desaparecido el subyacente y de los datos, tanto internos como externos, del contrato no pueda determinarse, por diferencias, la cuantificación de la obligación en el momento de su ejecución) o la teoría doctrinal y jurisprudencial contenida en la expresión cláusula “*rebus sic stantibus*”, por cuanto ningún acontecimiento sobrevenido (por ejemplo, una devaluación de la divisa o una subida inesperada de tipos de interés) podrá invalidar las obligaciones asumidas por las partes si esto no se ha previsto cuando se perfeccionó el contrato.

Otra cuestión interesante que plantean estos contratos es la de que si se pueden denominar “sinalagmáticos”. La clasificación, según la más reciente doctrina, de los contratos como sinalagmáticos, hace referencia a una doble configuración. Así se habla de “sinalagma genérico” o “sinalagma funcional”³²⁹. No hay inconveniente en configurar estos contratos como “signalagmáticos genéricos” por cuanto en su inicio se determinan posibles prestaciones para ambas partes y en consecuencia no se vería distorsionada su configuración como contratos onerosos al amparo del artículo 1274 del C.C. Sin embargo, en ningún caso pueden calificarse como “signalagmáticos funcionales” por cuanto, en el momento de su ejecución no existen prestaciones recíprocas para ambas partes. La prestación solo es exigible a una de ellas, la que ha resultado desfavorecida con la evolución del subyacente contemplado en el contrato. Por ello, como afirma la jurisprudencia, no puede existir reciprocidad funcional en los contratos de

³²⁸ GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: Óp. cit. pág. 380.

³²⁹ En este sentido la STS 797/2012 de 9 de enero del 2013, textualmente, establece:

“ La jurisprudencia, sin embargo, ha diferenciado entre el *sinalagma genético* (creemos, se hace referencia al *genérico*), referido al momento en el que se perfecciona la relación obligatoria en el que la prestación de cada una de las partes constituye para la otra la causa de la propia, de tal forma que funcionan como contravalor o contraprestación y el *sinalagma funcional* en el que ambas prestaciones deben cumplirse simultáneamente sin perjuicio de las excepciones que imponen los usos del tráfico o el pacto (en este sentido la Sentencia de 15 de marzo de 1979 se refiere al *sinalagma funcional* o interdependencia que es la característica de las obligaciones recíprocas; la Sentencia de 14 de mayo de 1982 al contrato signalagmático, con sinalagma genético y funcional, en las que se pactaron obligaciones recíprocas ligadas por un nexo de interdependencia; la 1033/1994 de 18 de noviembre, reiterada en la 814/2007 de 5 de julio afirma que las obligaciones bilaterales y recíprocas tienen por contenido un *sinalagma* doble, el *genérico* en cuanto a una atribución obligacional debe su origen a la otra y el *funcional* significativo de la interdependencia que las dos relaciones obligacionales tienen entre sí en cuanto a su cumplimiento; de tal forma que cada deber de prestación constituye para la otra parte la causa por la cual se obliga, resultando tan íntimamente enlazados ambos deberes que tienen que cumplirse simultáneamente, la 458/1996 de 8 de junio, al *sinalagma funcional*, la 1194 de 9 de diciembre de 2004, reiterada en las sentencias 168/2010 de 30 de marzo, 108/2011 de 10 de marzo y 132/2011 de 11 de marzo, sostiene que las obligaciones recíprocas tienen unos efectos específicos debidos a su interconexión o interdependencia. El primero es la necesidad de cumplimiento simultáneo en el sentido de que el acreedor de una obligación recíproca no puede exigir a su deudor que cumpla, si a su vez no ha cumplido o cumple al tiempo u ofrece cumplir la otra obligación recíproca de la que es deudor”.

futuros al no haber obligaciones funcionalmente recíprocas “ya que nada mas surgen obligaciones para una de las partes”³³⁰.

Por todo ello, concluimos, que tratándose los contratos sobre derivados financieros de contratos aleatorios, en ningún caso pueden jurídicamente definirse como contratos con “sinalagma funcional” al no producirse, en el momento de su ejecución, prestaciones para ambas partes sino solamente para una de ellas: la considerada perjudicada por la evolución del subyacente. Nuestro C.C. regula los contratos aleatorios en los artículos 1790 al 1807 y, particularmente, tipifica solo los tres siguientes³³¹:

- a) Contrato de alimentos (artículos 1791 al 1797).
- b) Contrato de juego y apuesta (artículos 1798 al 1801).
- c) Contrato de renta vitalicia (artículos 1802 al 1807).

En consecuencia, todos los contratos sobre derivados financieros quedan fuera de la regulación de nuestro C.C., debiéndose considerarse como negocios jurídicos atípicos, habiéndose admitido hoy en día tanto por la doctrina como por la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo³³².

El artículo 1790 del C.C. define los contratos aleatorios como aquellos en que “una de las partes, o ambas recíprocamente, se obligan a dar o hacer alguna cosa en equivalencia de lo que la otra parte ha de dar o hacer para el caso de un acontecimiento incierto, o que ha de ocurrir en tiempo indeterminado”. Nuestro C.C confunde los contratos aleatorios con los contratos condicionales, que es lo que en realidad está definiendo. En este sentido, en los contratos aleatorios la incertidumbre es la característica de los mismos, mientras que en los condicionales solo un acontecimiento incierto es el que supedita el contrato a que produzca los efectos del mismo. Así, mientras que en los contratos aleatorios siempre hay un desplazamiento patrimonial hacia una de las partes (la que gana en perjuicio de la que pierde) en los contratos condicionales no existe ese desplazamiento patrimonial si

³³⁰ En este sentido la citada STS 797/2012 de 9 de enero del 2013, citada en nota anterior, señala que en el caso de un crédito *swaps* de tipos de interés por el cual una de las partes debía pagar el saldo resultante entre un tipo de interés variable y otro en función del tipo barrera, no supone de obligaciones funcionalmente recíprocas, pues sólo surgen obligaciones para una de las partes.

³³¹ El contrato de seguro, antes regulado en los artículos 1791 a 1797 de el C.C., fue excluido de dicho texto legal, como contrato aleatorio, por la Ley 50/1980 de 28 de octubre del Contrato de Seguro, incluyéndose, en dichos artículos, como nuevo contrato aleatorio, el contrato de alimentos.

³³² Estos contratos atípicos han sido admitidos y aprobados por la jurisprudencia del TS. Entre otras, así lo declara la STS (EDJ 1990/10485) de 19 de noviembre de 1990. En la misma, se señala textualmente: “en todo el llamado mercado de futuros, los negocios correspondientes reposan sobre una estructura similar, que no hay pues ni inexistencia ni ilicitud de la causa (.....) con independencia, se expresa que el contrato sea de *naturaleza atípica* en cuanto no figura regulado en nuestro ordenamiento jurídico, agregando que la naturaleza del contrato y la causa son diferentes”.

la condición no llega a cumplirse. Por ello, en el contrato aleatorio hay dos condiciones simultáneas y contrapuestas de las cuales una de ellas debe, inexorablemente, cumplirse. El “*aleas*”, por tanto, estriba en la determinación de la cuantía de la prestación que una de las partes debe pagar o satisfacer a la otra. No afecta, por tanto a la subsistencia del contrato y a que este produzca sus efectos. Sin embargo, en los contratos condicionales la incertidumbre que genera la condición impuesta por las partes afecta a la propia existencia del contrato y a que este llegue a producir sus efectos.

Con mayor precisión el Tribunal Supremo los ha definido como “aquellos que están basados en el *aleas*, suerte y las partes asumen, cada una, el riesgo de pérdida o ganancia”³³³.

En cuanto a la causa del contrato y los motivos de la causa, como, en este sentido indica la doctrina clásica³³⁴, la causa es “la razón o fin, el por qué de la obligación: responde a la pregunta por qué se debe (*cur debetur*), en tanto que el objeto responde a que es lo que se debe (*quid debetur*)”. El C.C establece la causa, en su artículo 1261 nº 3, como uno de los requisitos esenciales para la existencia del contrato y, por otra parte, el artículo 1274, del mismo texto legal, establece que en los contratos onerosos “se entiende por causa, para cada parte contratante, la prestación o promesa de una cosa o servicio por la otra parte”. Por otro lado, el artículo 1275 señala que “los contratos sin causa o con causa ilícita no producen efecto alguno”. Indicándose, a continuación el mismo artículo, que “es ilícita la causa cuando se opone a las leyes o a la moral”. Termina nuestro C.C, señalando en el artículo 1276, que “la expresión de una causa falsa en los contratos dará lugar a su nulidad, si no se probase que estaban fundados en otra verdadera y lícita”.

Pues bien, a este marco legal, tenemos que reconducir el estudio de la causa en los contratos aleatorios y dentro de estos específicamente en los contratos de derivados *OTC*. La primera cuestión que debemos destacar es que no estamos en presencia de un contrato comunitativo. Por consiguiente, no podemos aplicar, literalmente, la definición de causa que se contiene, para los contratos onerosos, en el artículo 1274 del C.C. No hay comunitatividad porque no hay prestaciones recíprocas. Pero tampoco estamos en presencia de un contrato de juego o azar. Las partes no se encomiendan en el contrato, exclusivamente, a la suerte sino que, habitualmente, la configuración del “*aleas*” viene precedida de una serie de

³³³ A este respecto, la STS 188/2001 de 18 de enero declara expresamente: “el contrato aleatorio, por definición, es el que se basa en el alea, suerte, y las partes, asumen, cada una el riesgo de pérdida o ganancia (.....) la palabra “en equivalencia” contenida en el artículo 1790 del C.C, significa la relación de las prestaciones sometidas al alea; en ningún caso supone ser equivalentes las prestaciones, pues ello sería convertir el contrato en comunitativo (.....) pues en estos no se exige que siendo bilaterales, las prestaciones de cada parte sean equivalentes, pues basta el consentimiento no viciado de las partes para llegar a la perfección del contrato”.

³³⁴ CASTÁN TOBEÑAS, José: Op. cit. págs. 424 y ss

estudios y análisis que hace que, en estos contratos sea necesario examinar, con mucha atención, cuales son las perspectivas de futuro del subyacente considerado y, en base a ello, hacer las oportunas proyecciones de la economía o del subyacente considerado a un cierto plazo. Un contrato de derivados financieros no se puede equiparar al juego de la ruleta y, por tanto, reconducirlo al contrato aleatorio de juego o apuesta. El contrato de derivados *OTC* es una cosa completamente distinta. Pues bien, si definimos la causa de los contratos como el fin económico jurídico perseguido por las partes, ¿cuál es la finalidad perseguida en este tipo de contratos? Sin lugar a dudas debemos concluir que la causa de estos contratos es “la gestión del riesgo económico” que lleva implícito un subyacente determinado a lo largo de un período temporal considerado. Esta es la causa en este tipo de contratos y esta causa, así considerada, ha sido admitida y definida por nuestro Tribunal Supremo³³⁵ como “una finalidad perfectamente lícita y racional” y en consecuencia la causa, en este tipo de negocios, siempre que el subyacente elegido sea lícito, cierto y conocido, será totalmente válida³³⁶.

³³⁵ STS EDJ 1990/10845 de 19 de noviembre de 1990 es extraordinariamente importante porque estudia y precisa lo que se entiende por causa en este tipo de contratos atípicos y aleatorios. Trata el acuerdo suscrito, por dos empresas, en virtud del cual se establecía una cláusula en el que las partes convenían repartirse las oscilaciones que se produjeran en relación a la cotización de la antigua peseta con respecto al dólar y si este pacto tendría una causa lícita declarándola, a todos los efectos que el contrato goza de una causa totalmente lícita y, por tanto, en ningún caso ni nula ni anulable. En este sentido indica: “la causa para la parte contratante “S” es la prestación de que “C” le satisfará en su caso, el 50% de la eventual plusvalía, mientras que para ésta, dicha causa provendrá de la prestación que la primera le resarcirá del 50% de la minusvalía con el correspondiente y reciproco entrecruce prestacional”. En el mismo sentido, la citada STS declara que “el pacto valorado responde, si bien con la tipicidad propia de su contenido al posibilismo contractual del artículo 1255 y, que como tal, produce eficacia entre las partes, artículo 1257 del C.C, y sin que se precise ilustrar ese esquema contractual dentro de los parámetros de la economía moderna se inserta en la categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercados de futuros”.

³³⁶ No obstante, el tema de la causa en los contratos de derivados financieros, hoy en día, no es ni mucho menos completamente pacífica. La jurisprudencia pone de manifiesto que los casos concretos que se dan presentan, habitualmente, determinados matices, en cuanto a los hechos juzgados, que hace que el juzgador se decante por distintas soluciones. A este respecto, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Huelva de 5 de diciembre de 2013, tiene declarado, que en los contratos *swaps*, formalizados por una entidad bancaria y un particular, “en ningún momento se presta un servicio al cliente por lo que paga en base al contrato, ni se recibe un servicio del banco, más bien todo lo contrario, sólo le provocan al cliente perjuicios y pérdidas. Lo que el Banco demandado pretende mediante el contrato de *swap*, la finalidad concreta perseguida por el banco e incorporada al acto jurídico como elemento determinante para la declaración de voluntad, no es una cobertura para compensar posibles incrementos de los recibos de los préstamos sobre la previsión de una eventual subida de los tipos de interés, sino hacer una apuesta sobre la evolución de dichos tipos, sin más, a sabiendas de que iba a ganar la misma porque el banco sabía las previsiones de subida o bajada del Euribor con antelación, de ahí las continuas restructuraciones (.....). La causa es siempre el móvil determinante del negocio y en nuestro caso, está claro, que el móvil del banco no es ni mucho menos el mismo que llevó al cliente a firmar la operación, ya que mediante engaño, la entidad financiera hizo que la empresa actora firmara lo que creía ser un *seguro* para las posibles subidas de tipos de interés. Esta claro que no se trata de una cobertura para el cliente en caso de una subida de tipos, sino una cobertura para el banco en caso de bajada de tipos. Ello nos llevaría a concluir que la causa del contrato es ilícita o inmoral, lo que provocaría la nulidad radical del mismo”.

Sin embargo, en contra de esta argumentación, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 10 de abril de 2014 (Sección 10^a) viene a distinguir entre la causa propiamente dicha (intercambio de prestaciones en sentido estricto) de los motivos de la causa (motivaciones concretas perseguidas por las partes con el contrato) y en la que señala textualmente: “La causa de esta clase de contratos (*swaps*) radica en el que la prestación de cada una de las partes se calcula como

Esta configuración de la causa en los contratos de derivados nos vale, tanto si el contrato se liquida mediante entrega, como si se liquida por diferencias³³⁷, por cuanto esas formas no son más que expresiones de la forma de dar cumplimiento al contenido del contrato que viene a determinar el importe de la prestación que tiene que satisfacer la parte perjudicada en el mismo pero que en nada afecta, en nuestra opinión, a la esencia del negocio y al fin perseguido por las partes con la relación jurídica establecida.

Por ello, se tienen que dar igualmente en el contrato de derivados financieros *OTC* los requisitos de existencia, veracidad y licitud de la causa de tal forma que el subyacente tiene que tener una existencia verdadera, lo cual no quiere decir que tenga que ser físicamente real³³⁸. Tiene que ser verdadero, en el sentido de no ser simulado y ha de ser lícito, de manera que no se oponga a las leyes, al orden público o la moral³³⁹.

Esta “gestión del riesgo económico”, que el contrato de derivados *OTC* lleva como causa, puede obedecer a tres tipos diferentes de motivos. Estos son los motivos o móviles de la causa pero que no es, como hemos indicado, la causa del contrato. Así podemos hablar de los siguientes tres tipos de motivos:

- motivo cobertura de riesgos.
- motivo especulación.
- motivo arbitraje.

El motivo cobertura de riesgos responde a la necesidad de planificación empresarial y financiera, necesaria en muchas corporaciones

diferencia entre dos flujos financieros en relación con un elemento de referencia que, en el caso contemplado, es un tipo de interés determinado (*euribor*), respecto de un importe nominal dado a lo largo de un concreto período de tiempo. En principio, puede desempeñar la función de *cobertura* o *resguardo* frente a los riesgos de que los tipos de interés experimenten subidas o incrementos (.....). A su vez, la circunstancia de que las probabilidades de ganancia de una de las partes sean superiores a las de la otra no concierne o afecta a la eventual falta de causa del contrato

³³⁷ CUÑAT EDO, Vicente: “Vinculación entre mercados de productos derivados de renta variable y los subyacentes”. En el seminario celebrado en la Universidad Menéndez Pelayo, del 12 al 16 de septiembre de 1994, bajo el título global de: “Los mercados españoles: Opciones y Futuros”, Santander, 1994.

³³⁸ Ya nos hemos referido, en páginas anteriores, a los subyacentes virtuales como el llamado bono nociional o los subyacentes que toman la evolución de determinados índices bursátiles.

³³⁹ No podrá configurarse un contrato de derivados *OTC* y, de hacerse, sería nulo de pleno derecho conforme al artículos 6, 1255 del C.C. y concordantes, en los que el subyacente fuera una materia prima prohibida (por ejemplo un opiáceo o un estupefaciente) y la variación en el precio del mismo fuera el que se tomara como referencia.

económicas. Supone mitigar, en lo posible, la volatilidad en el precio de un determinado subyacente pero, como indica la doctrina³⁴⁰, no es más que una consecuencia del pronóstico buscado. En ningún caso, es la causa del contrato. Lo mismo cabe decir del motivo especulación o el de arbitraje (buscar las inefficiencias que se producen en los precios). Obsérvese que en un mismo contrato pueden darse los tres motivos simultáneamente por partes. Una puede buscar una cobertura de un determinado riesgo, mientras la otra puede plantear una operación meramente especulativa, pudiendo ser buscado el motivo del arbitraje por ambas partes, simultáneamente. Estas finalidades perseguidas seguirán siendo motivos y no la causa propiamente dicha del contrato de derivados.

Los elementos básicos que definen la causa del contrato de derivados son dos: el tiempo y el precio. Estas dos variables son las que van a definir la clave de la causa contemplada en cada contrato. Como señala la doctrina³⁴¹, el “término” (tiempo) del contrato de derivados financieros es un elemento esencial que distingue este, claramente, del contrato de compraventa. En el primero, el término que se ha fijado, es un elemento esencial y determinante en la vida del contrato. No puede existir un contrato de derivados financieros en el que no se haya fijado el plazo de una manera exacta y concreta. En cambio, en el segundo, el posible plazo no es más que un elemento accidental y no forma parte de la causa del mismo que es propósito negocial buscado por las partes: cambiar la cosa objeto del contrato por el precio pactado.

Por lo que se refiere al “precio” su determinación no se conoce a “priori”. Es necesario esperar al momento de la ejecución del contrato para que pueda cuantificarse matemáticamente y concretar quien tiene que pagarlo. Este diferimiento hacia delante del precio es el que recoge el “aleas” de la causa en estos contratos por el que las partes asumen el riesgo³⁴².

³⁴⁰ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 339. En este sentido señala el autor citado, a modo de ejemplo, que comprar un palacete puede llevar aparejado el efecto de adquirir un determinado estatus social, pero esto último no será la causa del contrato de compraventa preceptivo.

³⁴¹ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 350.

³⁴² DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso distingue, y no equipara, “aleas” y “riesgo”, diciendo que la primera es integrante de la incertidumbre producida mientras que el segundo es consecuencia futura del azar que es contemplado por el sujeto que lo asume y en este sentido es el efecto producido por el “aleas” (óp. cit. págs. 352 y 353). En nuestra opinión la diferenciación y en este sentido coincidimos con GÓMEZ GÁLLEGOS, Javier (óp. cit. pág. 376) la diferenciación no tiene transcendencia jurídica y ambas expresiones pueden ser asimilables.

Por último, recientemente, la jurisprudencia del Tribunal Supremo³⁴³ ha distinguido entre “causa de atribución”, “causa de la obligación” y “causa del contrato”. Por la primera, hay que entender la razón por el que una de las partes en el contrato debe recibir la contraprestación, con el consecuente desplazamiento patrimonial, de la otra. Por la segunda, se entiende la fuente constitutiva de la obligación. Por la tercera, se debe entender el fin perseguido en el negocio por las partes. Pues bien, en los contratos de derivados, puesto que la causa de los mismos es la *gestión de un determinado riesgo*, es evidente que se está haciendo referencia a la “causa de atribución” que es la que como consecuencia de ese riesgo asumido va a permitir ese desplazamiento patrimonial de una parte a otra, lo cual es la finalidad socio-económica que se persigue al contratar.

F) La forma y la prueba en los contratos de derivados *Over The Counter (OTC)*.

a) Planteamiento.

Los contratos de derivados *OTC* se caracterizan, como ya hemos apuntado en diversas ocasiones, por ser unos contratos atípicos admitidos, por la jurisprudencia y la doctrina, en nuestro sistema jurídico al amparo de lo dispuesto en el artículo 1255 del C.C. Esta atipicidad supone que el contenido del mismo quede sujeto a lo que libremente dispongan las partes mientras no sea contrario a la ley, a la moral ni al orden público. Límites que, en nuestro derecho, acotan al principio de autonomía de la voluntad. Sin embargo, como pondremos de manifiesto en las páginas siguientes, estos contratos de derivados *OTC* han sufrido una profunda transformación que, hoy en día, permite hablar de que del grueso mundial de estos contratos, no más del 20%, responden estrictamente a ese calificativo de atípicos.

Efectivamente, es a partir de la crisis financiera de los años 2007-2008 cuando las autoridades se dan cuenta y toman en consideración lo peligroso que resulta que este campo contractual está regido solamente por la “autorregulación”, sin ningún tipo de control por parte de las autoridades públicas. Como consecuencia de ello se procede a cambiar la absoluta libertad, en cuanto a la creación de contratos e instrumentos derivados, a una “cuasi regulación” específica de los mismos. Es lo que se conoce como “estandarización del contrato” que supone, tanto en Estados Unidos como

³⁴³ Véase, a este respecto, la STS, antes comentada en la nota 317 de este estudio, sobre los contratos aleatorios y pretendida nulidad del contrato por no tener causa (EDJ 1990/10845) de 19 de noviembre de 1990.

en Europa³⁴⁴, una serie de reglas a las que se tienen que someter los contratos de derivados contratados en los mercados *OTC*³⁴⁵.

En base a estos antecedentes, la reunión del G-20 de 25 de septiembre de 2009 (*Pittsburgh*)³⁴⁶, establece, entre otras cuestiones, un conjunto de puntos a desarrollar donde se intenta poner coto a la autorregulación existente respecto de los derivados financieros *OTC*, ya que, tanto la Unión Europea como la propia Administración americana, estiman que si bien la crisis no fue provocada “*strictus sensu*” por los derivados financieros *OTC*, algunos de ellos, en particular los *Credit Default Swaps (CDS)*, fueron uno de los motivos desencadenantes de la misma. *CDS* que hasta ese momento habían funcionado en un régimen de total libertad, tanto en lo que se refiere a su creación como a su desarrollo y comercialización. Los mismos habían ocasionado un fuerte riesgo sistémico y una absoluta falta de transparencia en las economías occidentales.

b) Configuración formal de los contratos de derivados financieros *Over The Counter (OTC)*.

En principio, en base al citado artículo 1255 del C.C hay absoluta libertad de forma para la celebración de estos contratos. Habitualmente siempre son por escrito (incluso en bastantes casos suelen celebrarse telefónicamente) no siendo necesaria su forma pública, lo que no obsta para que las partes le puedan dar esta forma, o, se integren en otro contrato en el que se tenga que observar esta formalidad. Son, por otra parte, contratos consensuales, los cuales se perfeccionan por el mero consentimiento de las

³⁴⁴ Como más adelante estudiaremos y analizaremos, en Estados Unidos se dicta la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, vigente desde el 21 de julio de 2011 (también conocida por *Dodd-Frank Act*) y en Europa la denominada *Regulation on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*, aprobada por el Reglamento de la Unión Europea 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 (conocida como regulación *EMIR*).

³⁴⁵ No deja de ser curioso que, cuando escribimos estas páginas, esté anunciada por la Administración TRUMP, en Estados Unidos, una nueva reforma financiera que tiene por objeto volver, otra vez, a la desregulación de los mercados financieros.

³⁴⁶ Como afirma BRETANA GONZÁLEZ, David en su artículo “El rol de los *Trade Repositories*, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20”, recogido en la obra colectiva, “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”. Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013, pág. 128, los principales objetivos buscados por la reunión de *Pittsburgh* por los líderes del G-20 en materia de derivados financieros se pueden concretar en tres:

1º.- Re conducir la negociación de los contratos de derivados *OTC* que puedan estandarizarse a mercados oficiales o plataformas de negociación.

2º.- Realizar la compensación de dichos contratos *OTC* a través de las denominadas *Central Counter Parties* o Cámaras de Contrapartida Central (CCP's).

3º.- Registrar, obligatoriamente, todos los contratos de derivados *OTC* en unas entidades creadas ex profeso para dicho fin denominadas *Trade Repositories* o Repositorios de Operaciones (TR's).

partes. La mayor parte de la doctrina³⁴⁷ está de acuerdo en que los contratos de derivados *OTC* funcionan como contratos de adhesión en la medida que, habitualmente, una de las partes es una entidad financiera³⁴⁸.

Los contratos de derivados *OTC* se suelen formalizar dentro del denominado *Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF)* que las partes han de suscribir. En el mismo, se sientan las bases y condiciones que van a regir el desarrollo del contrato de derivados suscrito por los contratantes. Al no funcionar estos contratos bilaterales dentro de un mercado organizado donde, previamente, se han definido los modelos de contratos que se negocian en todas sus características y condiciones (los cuales se tratan de auténticos contratos de adhesión, ya que una de las partes contratantes no puede discutir ninguna de las condiciones señaladas en los modelos de contratos, previamente aprobados) se hace necesario un instrumento inicial, el *CMOF*, en el cual se definen las condiciones, bases y términos de la operativa a realizar. El hecho de que, normalmente una de las partes contratantes sea una entidad financiera hace que, en la práctica, estos *CMOF* funcionen como, puros contratos de “adhesión” ya que es el banco el que redacta la mayor parte de las condiciones y cláusulas de funcionamiento y liquidación de estos contratos³⁴⁹. El modelo de *CMOF* más extendido es el aprobado por la *International Swaps and Derivatives Association* que se concreta, actualmente, en el *ISDA Master Agreement* aprobado en el año 2002³⁵⁰.

Junto con el *CMOF*, propiamente dicho, la configuración total de este tipo de contrato viene dada, además, por la incorporación de dos tipos de documentos añadidos:

- a) Los denominados *Schedule* o “anexos al contrato”. En ellos se señalan las condiciones particulares para el caso en concreto.
- b) Las confirmaciones posteriores de las operaciones individualizadas una por una. Estas confirmaciones, habitualmente, suelen ser por escrito y dar lugar a las denominadas *Confirmations Letters*. Téngase presente que la contratación normalmente es telefónica, en base a la legislación vigente, las conversaciones deben ser, obligatoriamente, gravadas entre los particulares

³⁴⁷ GÓMEZ GÁLLEGOS, Javier: Op. cit. pág. 390.

³⁴⁸ Hablaremos de este tema, con más extensión cuando tratemos la cuestión de la “estandarización” de los contratos de derivados *OTC*

³⁴⁹ En contra, no los considera contratos de adhesión MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: “El contrato marco de operaciones financieras” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”, Editorial Thomson Reuters, Navarra 2013, pág. 341).

³⁵⁰ Fiel reflejo de este modelo fue el *CMOF* aprobado, para nuestro país, por la Asociación Española de Banca Privada (AEB) en el año 2009.

intervinientes y la mesas de contratación de las entidades financieras³⁵¹. En este sentido el artículo 1262 del C.C. señala que “hallándose en lugares distintos el que hizo la oferta y el que la aceptó, hay consentimiento desde que el oferente conoce la aceptación o desde que, habiéndola remitido al aceptante, no pueda ignorarla sin faltar a la buena fe. El contrato, en tal caso, se presume celebrado en el lugar donde se hizo la oferta. *En los contratos celebrados mediante dispositivos automáticos hay consentimiento desde que se manifiesta la aceptación*”³⁵². Igualmente, el hecho de que el contrato se rija por la ley del lugar donde se hizo la oferta, como indica dicho precepto, puede dar lugar, al contratar mediante plataformas electrónicas, que el particular se encuentre en un país distinto a la entidad financiera lo que puede acarrear problemas de Derecho Internacional Privado al converger sobre el mismo contrato dos jurisdicciones con regulaciones diferentes.

En cuanto a la naturaleza jurídica del *CMOF*, la mayor parte de la doctrina está de acuerdo, en que responde al esquema del “contrato normativo” (al regular temas como el importe de endeudamiento, cesión de la posición contractual, fuero y jurisdicción competente, causas de incumplimiento, causas de vencimiento anticipado, fórmulas para calcular los distintos tipos de intereses, etc.) por el que se reglamentan, con carácter general, el marco de las futuras relaciones jurídicas entre las partes. La celebración y firma del *CMOF* no supone la necesidad ni la obligatoriedad de acometer todas las operaciones a las que hace referencia. Simplemente, define un marco de actuación, unas normas regulatorias, respecto a las posibles actuaciones que se desarrolle, si las partes así lo acuerdan y deciden, reglamentando, de cara al futuro, como deben regirse las relaciones jurídicas que entre ellas se produzcan³⁵³.

En este sentido, conviene recalcar que, jurídicamente, solo existe un único contrato, con la posibilidad de ejecutar distintas operaciones dentro del marco pactado en el *CMOF*³⁵⁴, cuyo resultado será diferente (positivo o negativo) para las distintas partes y cuya consecuencia más importante vendrá determinado por la existencia, a su resolución o vencimiento, de un

³⁵¹ La obligatoriedad en la grabación de las conversaciones telefónicas ha hecho innecesaria tanto la llamada “pre confirmación”, por fax o correo electrónico, de las operaciones como la necesidad de ningún otro documento añadido. A mayor abundamiento, es posible, si el contrato está plenamente normalizado y estandarizado la contratación a través de plataformas electrónicas y mediante terminales informáticas en poder de las partes contratantes lo que hace innecesaria cualquier tipo de confirmación adicional.

³⁵² Precepto, este, redactado, conforme a la Ley 34/2002 de 11 de julio de servicios de la sociedad de la información de comercio electrónico, el cual incorpora, en su apartado 2º la contratación electrónica poniendo, con ello, fin a la discusión sobre el momento de la perfección del contrato.

³⁵³ En relación con los procesos concursales las cláusulas close-out netting, incluidas en los acuerdos marco en materia de derivados, plantean algunas cuestiones dignas de su estudio y que veremos a continuación.

³⁵⁴ Así, el *ISDA Master Agreement* lo considera como “contrato único”.

único saldo (a favor de una de las partes y en contra de la otra) que será el único exigible y pagable, como crédito o deuda, por las partes. Por ello el *CMOF* suele incluir la denominada *cláusula “close-out-netting”* por la que se compensan y “netean” el resultado de las distintas operaciones ejecutadas³⁵⁵. Esta cuestión tiene suma importancia a los efectos de la posible insolvencia de alguna de las partes contratantes y su consiguiente situación concursal³⁵⁶.

³⁵⁵ Véase, en este sentido, MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: Óp. cit. pág. 345

³⁵⁶ A este respecto, el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, modificado y ampliado por la Ley 7/2011, la cual modifica el artículo 2º apartado c), de reforma urgente para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, contempla, en su artículo 5º, un régimen especial para regular los acuerdos de compensación contractual a la normativa concursal.

Por medio de la cláusula *close-out-netting*, contenida en los acuerdos marco, se permite que los resultados de las distintas operaciones contenidas en los mismos se puedan compensar unas con otras, de tal forma, que al final se determine un único saldo neto, a favor de una parte y en contra de la otra, que solo será el saldo exigible.

La cuestión, por tanto, es determinar si el acuerdo marco es resistente al concurso y queda, por tanto, al margen de dicho proceso concursal al permitirse “netear” (*netting*) las distintas operaciones surgiendo, en consecuencia, una sola obligación jurídica de pago, pudiendo, en consecuencia, la entidad financiera efectuar un solo cargo o abono en la cuenta respectiva del cliente. No obstante lo anterior, las operaciones que se integran en el referido acuerdo marco dan lugar a auténticas obligaciones autónomas no habiendo vinculación jurídica entre ellas, salvo en lo referente a la formación del saldo final, de unas con otras.

Al permitirse y protegerse en el proceso concursal esta operativa, ello lleva aparejado que no tengan que computarse, en el concurso, los distintos resultados individuales. Téngase presente, además, que el *quantum* de cada una de ellas puede variar a través del tiempo dado la fuerte volatilidad de estos productos (no solo en cuanto a su importe, sino, también, en cuanto a su signo acreedor o deudor para cada una de las partes).

Por tanto, en consecuencia, como afirma la doctrina, las partes tienen como única obligación principal, del contrato con la cláusula *close-out-netting*, incluida en el acuerdo marco, responder del saldo final resultante de las diferentes liquidaciones pactadas realizadas por la entidad financiera o un tercero, según hayan acordado las partes.

En este sentido, debemos indicar que el principio general sobre el que gira la normativa específica del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, viene contenido en el artículo decimosexto (liquidación anticipada) número 1º.

De esta forma se consagra la excepción, absoluta y total, de vencimiento anticipado previsto en los contratos de derivados y, particularmente, en los acuerdos marcos suscritos permitiéndose dicho vencimiento, siempre que así se haya previsto, contra la regla general, en materia concursal, prevista en el artículo 61 número 3º de la Ley Concursal, según el cual queda prohibido el vencimiento anticipado de los contratos como consecuencia de la declaración del concurso de acreedores declarando tener por no puestas las cláusulas contractuales establecidas por las partes, que prevean dicho vencimiento anticipado del contrato en dicho supuesto.

A este respecto, en caso de estar previsto en el acuerdo marco el vencimiento anticipado de dicho acuerdo con ocasión de la declaración de concurso de acreedores, este se producirá el vencimiento anticipado del mismo. Se plantea si el vencimiento o resolución del acuerdo marco debe ser total (referido a todas las operaciones incluidas en el mismo) o podría ser parcial (referido a algunas de ellas en concreto). A nuestro juicio el artículo comentado no exige que quede, como consecuencia del vencimiento anticipado, todo el acuerdo marco sin ningún valor y vencidas todas las operaciones. Habrá que ver, caso por caso, que es lo que han establecido las partes al respecto en el acuerdo, aunque también pensamos que, en caso de no existir una cláusula específica que prevea este supuesto, debe entenderse que la resolución anticipada del acuerdo con ocasión de la declaración del concurso se extiende a todas las operaciones pendientes.

El citado precepto contempla, igualmente, en su apartado 2º la existencia de la cláusula *close-out-netting* (comentada anteriormente), en el acuerdo marco, al indicar que en caso de que dicho acuerdo marco se encuentre en alguno de los supuestos contemplados anteriormente se incluirá como crédito o deuda de la parte incursa en la situación concursal o en el resto de situaciones contempladas, exclusivamente el *importe neto* de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado dicho importe conforme a las normas establecidas en el mismo.

El precepto continua señalando, en el párrafo del número 1º de dicho artículo decimosexto, que en caso de concurso de acreedores, en tanto se mantenga vigente el Acuerdo de Compensación Contractual se aplicaran las normas previstas en el artículo 61.2 de la Ley 22/2003 de 9 de julio, y, en consecuencia, la indemnización prevista por el ejercicio de la acción resolutoria se calculará conforme a las reglas previstas en el correspondiente Acuerdo de Compensación Contractual. Si el Acuerdo de Compensación Contractual fuese resuelto con posterioridad a la declaración de dicho concurso y se alegara como causa de resolución dicha situación, el incumplimiento del concursado previo a dicha declaración, el *importe neto*, calculado conforme a las propias normas establecidas en el Acuerdo de Compensación Contractual, se incluirá en el concurso, como crédito concursal. Si el Acuerdo de Compensación Contractual se resolviera con posterioridad a la declaración del concurso, como consecuencia de incumplimientos del concursado posteriores a la declaración del concurso, el importe neto calculado, también, conforme a las reglas establecidas en dicho acuerdo, se satisfará con cargo a la masa.

Esta redacción, que implica admitir total validez, en los procesos concursales de acreedores, a las cláusulas *close-out-netting*, establecidas por las partes en los Acuerdos de Compensación Contractual supone otra importantísima variación, respecto del régimen concursal común, en que, como se consagra en el artículo 58 de la ley Concursal, se prohíben las compensaciones de créditos y deudas en este tipo de procedimientos.

En base al momento temporal en que se produce, por una parte, el incumplimiento del acuerdo marco y, por otra, la declaración del concurso, a efectos de la clasificación de los créditos derivados de dichos acuerdos, podemos contemplar los siguientes supuestos :

1º.- Vencimiento anticipado de las operaciones incluidas en el acuerdo marco por incumplimiento, anterior a la declaración del concurso de acreedores, de la parte incumplidora.

El saldo neto resultante de la aplicación de la cláusula *close-out-netting* se tendrá que clasificar como un crédito concursal más e inscribirse en la lista de acreedores o deudores. Por tanto, el crédito neto a favor de la entidad financiera pasará a formar parte de la masa pasiva del concurso, conforme a lo dispuesto en el artículo 61 números 1º y 2º de la Ley Concursal. Si, por contrario, el crédito neto es a favor del concursado, el mismo pasará a formar parte de la masa de crédito tiene necesidad de resolver el contrato, siempre que este sea consecuencia de un incumplimiento anterior a la declaración del concurso de acreedores.

2º.- Vencimiento anticipado de las operaciones incluidas en el Acuerdo Marco Contractual con ocasión de la declaración del concurso de acreedores.

Si declarado el concurso de acreedores, la entidad de crédito decide declarar el vencimiento anticipado de las operaciones pendientes, se "netearán", igualmente, dichas operaciones pendientes con el objeto de determinar el saldo neto correspondiente que, en caso de ser positivo para la entidad de crédito, tendrá la consideración de crédito concursal y, así, y con este carácter pasará durante la tramitación de dicho concurso.

3º.- Vencimiento anticipado de las operaciones incluidas en el Acuerdo Marco Contractual como consecuencia de un incumplimiento posterior a la declaración del concurso de acreedores.

Conforme a lo dispuesto en el párrafo 2º, apartado 1º del artículo decimosexto del Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo, hay que distinguir dos supuestos:

a) Si el Acuerdo fuera resuelto con posterioridad a la declaración del concurso y se alegará como causa de resolución la propia situación del concursado o el incumplimiento del concursado previo a dicha declaración, el importe neto calculado, calculado conforme a las reglas establecidas en el acuerdo de compensación contractual se incluirá en el concurso como crédito concursal.

Lo habitual es que esta clase de contratos se produzca entre una entidad financiera y un empresario en el ámbito de su actividad mercantil (especulación o arbitraje) o como actividad complementaria a la misma (cobertura). En estos casos no existe duda que se sujeta al empresario a la normativa MIFID. Como consecuencia de ello, es necesario aplicar las normas establecidas en la misma y en particular cumplimentar los test o cuestionarios de “idoneidad y evaluación”, así como cumplir las normas sobre “transparencia e información” previa a la celebración del contrato,

b) Si el Acuerdo fuera resuelto con posterioridad a la declaración del concurso y se alegara como motivo para ello cualquier otro incumplimiento del concursado posterior a dicha declaración, el importe neto, calculado conforme a las reglas establecidas en el Acuerdo de Compensación Contractual, se satisfará con cargo a la masa activa de los bienes del concursado.

4º- Vencimiento anticipado de las operaciones incluidas en el Acuerdo de Compensación Contractual realizado en interés del propio concurso.

Según afirma, a nuestro juicio, con acertado criterio DE CASTRO ARAGONÉS, Juan Manuel (una excelente revisión crítica del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, en relación a la Ley Concursal de 9 de julio de 2003 respecto de la cláusula *close-out netting*, en el artículo “El *close-out netting* en derivados financieros. Los contratos de *swap* en el ámbito concursal”, recogido en la obra colectiva “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1ª edición 2013, Navarra, págs. 761 a 775) si la entidad de crédito no solicita el vencimiento anticipado del mismo, el acuerdo marco continúa vigente y sigue produciendo todos sus efectos una vez realizada la declaración de concurso de acreedores. No obstante, tanto la administración del concurso como el propio concursado pueden solicitar la resolución del mismo como cualquier otro contrato con obligaciones recíprocas.

En este sentido, la Ley Concursal, buscando combinar, al mismo tiempo, la continuidad de la actividad empresarial y la satisfacción, en la medida de lo posible de los diferentes acreedores, permite alterar las reglas tanto de cumplimiento contractual como de resolución de los contratos, ya que estos engendran obligaciones recíprocas cuyo cumplimiento implica a ambas partes, pero permite que la administración del concurso o el propio concursado puedan solicitar la resolución judicial del contrato ya que el Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo, no lo impide, limitándose a remitirse al régimen general contemplado en los artículos 61º y 62º de la Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio.

Por último, indicaremos que si se producen liquidaciones posteriores, en base a lo dispuesto en el Acuerdo de Compensación Contractual, a la declaración del concurso de acreedores, se discute si el contenido de las mismas se debe configurar como de naturaleza concursal, o, por el contrario, serán créditos contra la masa. Todo depende, si del acuerdo marco se piensa que genera obligaciones recíprocas para ambas partes o no. En nuestra opinión, las liquidaciones posteriores generan solo una obligación natural de pago en relación con una de las partes, procediéndose por la entidad financiera, exclusivamente, al cargo o abono respectivo en la cuenta del cliente en función del resultado de la liquidación en concreto y de la operación de que se trate.

Además, en los acuerdos marco, las distintas operaciones tienen vida propia no teniendo que estar relacionadas unas con otras siendo, por tanto, independientes las diferentes ejecuciones de las operaciones incluidas en el acuerdo marco: Por tanto, se afirma, en este caso, no resulta de aplicación el artículo 61 numero 2 de la ley Concursal 22/2003, en el sentido de que la declaración del concurso no afectará a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte. En consecuencia, en nuestra opinión al no estar en presencia de unos contratos que generen obligaciones recíprocas, el importe de las liquidaciones que se produzcan con posterioridad a la declaración del concurso deben ser tratadas como créditos de naturaleza concursal ordinarios.

todas ellas ya vistas. Sin embargo cuando el que celebra estos contratos, con la entidad financiera, no tiene esa consideración sino, que por el contrario, se trata de un consumidor, al que lógicamente, se le aplica la legislación sobre protección del mismo, la cuestión es discutible. Por un lado el artículo 19 apartado 9º de la Directiva 2004/39 de Consejo y del Parlamento Europeo de fecha 21 de abril de 2004 parece excluir su aplicación al señalar que “en el caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya está sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a normas europeas comunes para entidades de crédito y créditos al consumo relativas a la valoración de riesgos a los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo³⁵⁷. Sin embargo la Sentencia del TJUE de 30 de mayo de 2013, distingue según que el contrato de derivados *OTC* se configure de forma “autónoma”, en cuyo caso, tratándose de una contraparte consumidor, exige aplicar el contenido de la Directiva MIFID, además de la legislación específica de protección del consumidor, o, que el derivado *OTC* forme parte como cláusula de otro contrato principal que tenga que observar la legislación específica de valoración e información del riesgo asumida por el consumidor.

En igual sentido, la Ley 1/2013 de 14 de marzo exige cuando, el derivado *OTC* forme parte de un contrato de préstamo hipotecario, la expresión por el prestatario-persona física, de una forma clara y precisa, que conoce los riesgos que dicho derivado lleve aparejado, teniendo la misma que explicitarse, de forma manuscrita por parte de este en los términos señalados por el Banco de España, que ha sido advertido de los riesgos que la cláusula de derivados lleva aparejada así como las consecuencias que, la misma, puede tener en relación a su patrimonio, siempre que el préstamo hipotecario, en relación con la vivienda o terrenos o edificios construidos o por construir y que se pretenden hipotecar:

- Se estipulen o bien limitaciones a la variabilidad del tipo de interés, o, bien se introduzcan referencias del tipo de las cláusulas suelo y techo, en las cuales la limitación a la baja sea inferior al límite de variabilidad al alza.
- Se establezca un instrumento de cobertura de tipos de interés.
- Se contrate dicho préstamo hipotecario en una divisa o divisas distintas del Euro.

Una de las cláusulas más habituales en los *CMOF* así como en los contratos *forwards* y *swaps*, tanto como contratos autónomos o como

³⁵⁷ Criterio este, a su vez, ratificado por el antiguo 79 del TRLMV y por la regulación actual de las normas de conductas aplicables a quienes prestan servicios de inversión, Título VII, Capítulo I, artículos 203 y siguientes del actual TRLMV, en particular las normas referidas a los clientes minoristas, en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

cláusulas insertadas en otro contrato, son las denominadas cláusulas “techo” y “suelo”³⁵⁸. La cláusula “suelo”, en nuestro derecho ha sido objeto de múltiples vicisitudes y controversias. Fue la jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo³⁵⁹, a partir del año 2013, la que comenzó declarando la

³⁵⁸ La cláusula “techo” (*CAP*) supone que el prestamista o un tercero pagará al prestatario una determinada cantidad si los tipos de interés exceden de un máximo del tipo convenido durante la duración del contrato. En la práctica supone una limitación, por arriba o al alza, al posible crecimiento de los tipos de interés en los contratos de préstamo a tipo variable.

La cláusula “suelo” (*FLOOR*) viene a establecer que, aunque los tipos de interés continúen bajando del tipo establecido o sean, incluso, negativos el prestamista se asegura, respecto del préstamo en concreto a interés variable, un interés mínimo por debajo del cual la posible bajada de tipos de interés, por debajo de ese mínimo, no surte efectos respecto del contrato de préstamo a interés variable.

Habitualmente, en estos tipos de préstamos a interés variable se establece una combinación de ambas cláusulas, estableciéndose un máximo y un mínimo entre las cuales el tipo de interés, a que queda sujeto el contrato, puede oscilar.

³⁵⁹ En este sentido la STS 241/2013 de 9 de mayo (Roj:STS 1916/2013) recoge, ampliamente, la jurisprudencia del TJUE en el sentido de declarar que el sistema de protección del consumidor que viene establecido en la Directiva 93/2013 de 5 de abril, se basa en la idea de que dicho consumidor se haya en una situación de inferioridad respecto del profesional tanto en cuanto a capacidad de negociación, como de información teniendo solo la opción de adherirse a las condiciones fijadas por el profesional o la entidad financiera sin tener ningún tipo de capacidad de discusión de las cláusulas que conforman el contrato (STJUE de 27 de junio de 2000, caso Oceano Grupo Editorial y Salvat Editores; STJUE de 6 de octubre de 2006, caso Asturcom Telecomunicaciones; STJUE de 3 de junio del 2010, caso Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid; STJUE de 15 de marzo del 2012, caso Perenèová y Perenè; STJUE de 26 de abril de 2012, caso Invite; STJUE de 14 de junio de 2012, caso Banco Español de Crédit; STJUE de 21 de febrero de 2013, caso Banif Plus Bank, STJUE de 14 de marzo de 2013, caso Caixa de Estalvis de Catalunya y STJUE de 21 de marzo del 2013, caso RWE Vetrieb AG. En definitiva, indica la citada STS, “como ha reiterado el TJUE el juez nacional debe apreciar de oficio el carácter abusivo de una cláusula contractual (.....) y en la medida que sea necesario para lograr la eficacia del Derecho de la Unión, en los supuestos de cláusulas abusivas, los tribunales deben atemperar las clásicas rigideces del proceso, de tal forma que, en el análisis de la eventual abusabilidad de las cláusulas cuya declaración de nulidad fue interesada, no es preciso que nos ajustemos formalmente a la estructura de los recursos”. Dicha STS después de hacer un análisis exhaustivo de la acotación de lo que se entiende por cláusula suelo en relación con el concepto de condición general abusiva viene a determinar que la citada condición general abusiva, en relación con los consumidores, debe reunir las siguientes condiciones:

- a) Deben referirse al momento de la litispendencia o aquel posterior en el que la cuestión se plantee dando oportunidad de alegar a las partes.
- b) No permitir valorar de forma específica las infinitas circunstancias y contextos a tener en cuenta en el caso de impugnación por un concreto consumidor adherente.
- c) No impide el control del carácter abusivo de las cláusulas, el hecho de que se inserten en contratos en los que el empresario o profesional no tenga pendiente el cumplimiento de ninguna obligación.
- d) Todas cláusulas contenidas en los contratos de préstamo están sometidas a control de su carácter eventualmente abusivo”.

A este respecto, se afirma, en la citada STS que “todas las cláusulas suelo son lícitas siempre que su transparencia permita al consumidor identificar la cláusula como definidora del objeto principal del contrato y conocer el real reparto de los riesgos de la variabilidad de los tipos. Es necesario que esté perfectamente informado del comportamiento previsible del índice de referencia cuando menos a corto plazo, de tal forma que cuando el suelo estipulado se haga previsible, esté informado de que

nulidad de estas cláusulas suelo, cuando fueran impuestas a un consumidor siempre que se dieran las siguientes circunstancias:

- a) La redacción en los contratos de préstamos a interés variable en los que la apariencia de una disminución de los tipos de interés de referencia establecido en el mismo redundaría en una bajada del interés del préstamo.
- b) La falta de información suficiente para que el consumidor percibiera de que esta cláusula afectaría al objeto del propio contrato de préstamo a interés variable.
- c) La apariencia de que la cláusula “suelo” queda compensada con la cláusula “techo”, siendo que, en virtud de la situación de los tipos de interés en el mercado, durante gran parte de la vida del contrato, sea mucho más probable la aplicación de la cláusula suelo que la cláusula techo.
- d) Su establecimiento y redacción que dentro del clausulado total del contrato no queden de forma clara y específica establecidas sino que se confundan con una redacción confusa y enmascarada dentro del mismo.

La STS 241/2013 de 9 de mayo, ha sido objeto de confirmación por muchas otras del Tribunal Supremo³⁶⁰ estableciéndose una sólida doctrina jurisprudencial en el sentido de declarar la nulidad de las cláusulas suelo cuando no se den las circunstancias apuntadas anteriormente y, en particular, no haya habido por la entidad financiera, la transparencia e información suficiente en los préstamos con interés variable, a juicio del Tribunal sentenciador, con relación a la otra parte contratante. No obstante, la misma jurisprudencia del Tribunal Supremo declaró la no retroactividad, en relación a la restitución al prestatario de los intereses que hubiese pagado en aplicación de dicha cláusula, a partir de la fecha de publicación de la sentencia de 9 de mayo de 2013.

Sin embargo, recientemente, la STJUE, de 21 de diciembre de 2016, interpretando los artículos 3, apartado 1º; 4, apartado 2º; 6, apartado 1º y 7, apartado 1º de la Directiva de la Unión Europea 93/13 CEE del Consejo de 5 de abril de 1993, sobre cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, ha declarado que la no retroactividad, a partir del 9 de mayo de 2013 supone garantizar una protección limitada a los consumidores que hayan celebrado un contrato de préstamo hipotecario con cláusula suelo con anterioridad a la fecha del pronunciamiento de la resolución judicial mediante la que se declaró dicho carácter abusivo. Lo cual lleva consigo una protección a dicho consumidor incompleta e insuficiente no siendo una solución adecuada para que cese el uso de dicha cláusula. En consecuencia

lo estipulado es un préstamo a interés fijo mínimo, en que las variaciones del tipo de referencia a la baja probablemente no repercutirán o lo harán de forma imperceptible en su beneficio”.

³⁶⁰ Entre otras, las de 16 de julio de 2014, la de 24 de marzo de 2015 y la de 25 de marzo de 2015.

ordena a los órganos jurisdiccionales abstenerse de aplicar, en sus resoluciones, la limitación de los efectos en el tiempo que el Tribunal Supremo acordó en la sentencia de 9 de mayo de 2013³⁶¹.

No obstante, lo anterior las cláusulas suelo, en el crédito inmobiliario, han quedado prohibidas por la reciente Ley 5/2019, de 15 de marzo, al señalarse, en su artículo 21 número 4, que “en las operaciones con tipo de interés variable no se podrá fijar un límite a la baja del tipo de interés”. Con lo cual, a nuestro juicio, aunque la ley citada solo se refiere al crédito inmobiliario y la prohibición solo es aplicable cuando el prestatario, fiador o garante sea una persona física, el establecimiento de dichas cláusulas en la contratación de derivados financieros, si anteriormente era cuestionada por la jurisprudencia, ahora, con más motivo, serán objeto de una fuerte oposición para declarar su validez.

c) La estandarización de los contratos de derivados *Over The Counter (OTC)*.

Como ya hemos apuntado, la crisis financiera de los años 2007-2008 supone un punto de inflexión y no retorno en el planteamiento de los mercados *OTC* sobre derivados financieros. Si hasta entonces estos contratos *OTC* habían funcionado bajo un régimen, en gran medida, de absoluta libertad, tanto en lo que se refería a su creación como a su comercialización por las entidades financieras. La crisis financiera, de carácter sistémica, ocasionada en dichos años en parte por el crecimiento incontrolado y desmedido de determinados derivados financieros sobre algunos colaterales específicos³⁶², hace que las autoridades cambien de criterio y traten, por todos los medios, de controlar estos productos queriendo tener, a partir de la cumbre del G-20, celebrada en la ciudad de *Pittsburgh* en 25 de septiembre de 2009, un conocimiento exacto del importe global en circulación de estos productos así como del riesgo que en

³⁶¹ En este sentido, una recientísima Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid del mes de noviembre del 2018 ha declarado nulas estas cláusulas por considerarlas abusivas y ordena la devolución de lo cobrado más los intereses, con carácter retroactivo, desde la firma del contrato dejando, por tanto, sin efecto cualquier limitación temporal impuesta. En consecuencia, declara aplicable la retroactividad, contemplada en la STJUE de 21 de diciembre de 2016, contra el criterio de la no retroactividad establecido en la STS 241/2013 de 9 de mayo. La Sentencia de la Audiencia provincial de Madrid (susceptible, no obstante, de recurso de casación) elimina cualquier tipo de limitación temporal al señalar que “procede la estimación del recurso de ADICAE (asociación de consumidores que presentó una macrodemanda, representando a miles de prestatarios perjudicados, ante el Juzgado Mercantil nº 11 de Madrid, el cual falló a favor de los consumidores, pero sin derecho a pedir la devolución de los importes pagados con carácter retroactivo), respecto de esta cuestión de la íntegra restitución de las cantidades cobradas a los consumidores afectados por aplicación de la denominada cláusula suelo, sin la limitación temporal apreciada en la sentencia de la primera instancia”.

³⁶² En particular, como ya hemos apuntado, por crecimiento desmesurado e incontrolado de los *Credit Default Swaps*.

cada momento entrañen. Para ello se pasa a desarrollar una normativa específica cuyas disposiciones más importantes son: la *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, dictada para el mercado americano, en fecha 21 de julio de 2011 y la *Regulation on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*, aprobada por el Reglamento de la Unión Europea nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, dictado para el mercado europeo y conocida, por sus siglas, *EMIR*.

La *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (también conocida como Ley de Reforma de Wall Street y de Protección al Consumidor), aprobada bajo la presidencia de Barack Obama en julio de 2010, como consecuencia de la situación creada por la quiebra de la sociedad de inversión Lehman Brothers, como de la situación de insolvencia producida en la compañía de seguros AIG y las consecuencias que la misma llevó aparejada en el mundo financiero, vino a consagrarse, en la legislación americana, el concepto de entidad financiera “sistémica”, según lo cual determinados bancos deben someterse, anualmente, a su evaluación mediante la realización de los correspondientes test denominados de “estrés”. Además esta nueva regulación estableció unas normas más rígidas en lo concerniente a la supervisión y control de las entidades bancarias.

No obstante, con posterioridad, y ya bajo la presidencia de Donald Trump se ha producido una cierta desregulación y, como consecuencia de ello, estas medidas han sido ampliamente relajadas en el sentido de reducir de cuarenta a doce entidades americanas las que tienen el calificativo de entidades demasiado grandes y, por tanto, susceptibles de que su quiebra pueda hacer tambalear el mercado financiero americano, elevándose, así, de 50.000 millones de dólares a 250.000 millones de dólares el umbral de activos para que una entidad pueda ser considerada “sistémica” y por tanto sometida a las restricciones previstas en esta regulación. Ello supone que, tanto los bancos medianos como pequeños quedan fuera de la legislación *Dodd-Frank*.

Además, se preveen unas denominadas entidades de contrapartida, para la compensación de los derivados financieros *OTC*, estableciéndose la necesidad de que estos contratos, obligatoriamente se tengan que, con las salvedades que después veremos, compensar en estas nuevas entidades. Estas instituciones responden a la denominación de *Central Counter Parties (CCP)* para el mercado europeo y *Derivatives Clearing Organisations (DCO)* para el mercado americano³⁶³.

³⁶³ Según indica, LORRIO GIL, Andrés: “Los contratos de *Clearing* de Derivados *OTC*” (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre Derivados Financieros”), Editorial Thomson Reuters, 2013, pág. 108) en 2012 en Europa el 54% de los *IRS* y el 43,2 de los *FRA*s eran ya compensados a través de una CCP.

Junto con estas entidades se crean, también, las denominadas *Trade Repositories (TRs)*, citadas anteriormente. Estas últimas, nacen con la finalidad de registrar los derivados financieros *OTC*, teniendo las entidades financieras que negocien estos contratos que notificar, necesariamente, dichas operaciones a estas entidades de registro, con lo cual se intenta tener, en todo momento, detectado y controlado el riesgo sistemático tanto en su ámbito económico como por países en concreto. Además, se establece la obligación, también con alguna salvedad, de que los contratos de derivados *OTC* necesariamente se tengan que negociar a través de plataformas electrónicas de contratación³⁶⁴.

Por tanto el nuevo modelo creado, a partir de las normas vistas, viene determinado por tres principios específicos:

- Negociación de los contratos de derivados *OTC* a través de plataformas electrónicas de contratación.
- Compensación y liquidación, de los mismos, a través de unas entidades creadas específicamente para esta finalidad: *CCP's* y *DCO's*.
- Registro de las operaciones *OTC* en unas empresas creadas “*ad hoc*” para el conocimiento, en todo momento por las autoridades, del riesgo vivo en cada país: *TRs*.

Para cumplir con lo anterior, es preciso e imprescindible que los contratos de derivados *OTC* que, antes, se elaboraban entre las partes, libremente y a medida, para cada caso concreto, pasen a ser documentos normalizados y estandarizados de tal suerte que el principio de la autonomía de la voluntad, que presidía antes la contratación, se restringe de forma importante.

³⁶⁴ El Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de valores, por el que se transpone parcialmente la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE, así como el Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, regula las tres posibles plataformas de contratación que se pueden autorizar para la contratación de instrumentos financieros derivados. Por una parte, los mercados regulados (artículos 1 al 25); por otro lado, los Sistemas Multilaterales de Negociación, denominados SMN y los Sistemas de Contratación Organizados, conocidos como SOC (artículos 26 a 49).

La estandarización buscada para que sea efectiva, como se afirma³⁶⁵, debe producirse en dos aspectos distintos:

- a) Estandarización de los contratos.
- b) Estandarización de los procesos operativos.

La finalidad de la estandarización del contrato *OTC* es la base y la razón de ser del nuevo marco legislativo. Los Estados, después de las experiencias sufridas, no quieren dejar a la iniciativa privada la competencia y control sobre esta parte del mercado y por ello propician y obligan a las partes a caminar hacia la estandarización del contrato. Por otro lado, los principales operadores financieros de los mercados *OTC* están determinados, son un número reducido y conocido por lo que se puede imponer a estos la necesidad de una estandarización y homologación de los contratos *OTC*³⁶⁶.

La estandarización supone homologar, racionalizar, predeterminar y definir todos los términos de los contratos *OTC*. Ello es básico, para poder, tanto compensar y liquidar el contrato, como para registrar el mismo en los términos que hemos visto, ello solo se puede conseguir mediante los oportunos protocolos, acordados internacionalmente, que contengan unas definiciones homogéneas para todos los operadores del mercado. Con esta finalidad la *ISDA* promulgó el acuerdo marco denominado *ISDA Master Agreement*. Este acuerdo marco fue utilizado, en el año 2013 por más del 80% de los contratos de derivados *OTC* celebrados en Europa. Los acuerdos marcos estandarizados establecen normas de celebración y aprobación de los mismos, así como medidas relativas al vencimiento de los mismos, su compensación y liquidación. Igualmente, se concreta el subyacente sobre los que pueden recaer los citados contratos de derivados *OTC*. Para la

³⁶⁵ DE LA ORDEN DE LA CRUZ, María del Carmen: "La estandarización de los derivados *Over The Counter*" (en la obra colectiva: "Estudios sobre Derivados Financieros"), Editorial Thomson Reuters, Navarra 2013 págs. 80 y ss.

³⁶⁶ En este sentido DE LA ORDEN DE LA CRUZ, María del Carmen, señala: "el mercado de derivados *OTC* está dominado por un número reducido de intermediarios financieros ya que prácticamente se reduce a 14 participantes. Es el denominado *Commodities Major Dealers (CMD)*, más comúnmente conocido como G-14".

Esta lista está formada por *Bank of America-Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse AG, Goldman Sach & Co, HSBC Bank USA, NA, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, RBS Sempra, Société Générale, UBS y Wachovia Bank, NA*, incorporándose *Nomura y Crédit Agricole* después del 2011, ampliándose a 16.

Una estimación de su actividad fue realizada por *ISDA* en 2010 y apuntaba a que este grupo concentraba el 82% del total del activo subyacente negociado sobre tipos de interés, el 90% de los derivados de crédito y el 86% sobre acciones (*ISDA*, 2010): Los integrantes de este grupo son encargados de proveer de liquidez, dando contrapartida a las posiciones y gestionando el riesgo del subyacente mediante la utilización de los mercados organizados de derivados (futuros y opciones) o acudiendo a otro intermediario en el propio mercado *OTC*" (óp. cit. pág. 81 "*in fine*").

personalización de estos contratos se estableció por la *ISDA* tres códigos identificadores.

- En primer lugar, el denominado *Unique Product Identifier (UPI)*, el cual identifica el contrato en sí mismo,
- En segundo lugar, el llamado *Legal Entity Identifier (LEI)* que identifica a las partes contratantes (es un identificador de personas jurídicas).
- En tercer lugar y por último, el *Unique Trade Identifiers (UTI)* que identifica las operaciones realizadas³⁶⁷.

Por lo tanto, como, acertadamente, se ha indicado³⁶⁸, de la reforma propiciada por *EMIR* y la *Ley Dodd-Frank*, resultan, en la actualidad, tres tipos posibles de contratos de derivados.

a) *Los contratos sobre derivados OTC*, “hechos a medida”, que no han sido objeto de estandarización ni son objeto de compensación a través de las *CCPs* y las *DCOs*, en los cuales los vencimientos, las garantías, los subyacentes y la liquidación de los mismos son fijados por las partes intervenientes. Estos contratos suponen, alrededor del 25% del mercado. Son admitidos por *EMIR* y se refieren a contratos hechos por Estados, Bancos Centrales así como a determinadas operaciones realizadas, entre particulares y en los que una de las partes no es financiera y, que por su especialidad, tienen que ser confeccionados de forma no estandarizada (en particular, contratos *OTC* cuyo subyacente son divisas y materias primas) y que tienen su importancia en la economía de los países al permitir una cobertura de riesgos específicas a ciertos agentes económicos. Estos contratos están limitados por *EMIR*, dependiendo del tipo de subyacente utilizado, en cuanto a su cuantía. Estos contratos cuya principal foco de actividad vienen dada por la negociación de contratos e instrumentos financieros sobre materias primas, han sido objeto de especial consideración por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre (artículos 85 a 89)³⁶⁹ en el sentido de poner límites a las posiciones, en volumen, así como establecer controles por parte de las ESI's en relación a cualquier persona que pueda mantener instrumentos derivados sobre subyacentes que sean materias primas³⁷⁰. En

³⁶⁷ Tratándose de operaciones de *swaps* se denominan *Unique Swaps Identifier (USI)*.

³⁶⁸ DE LA ORDEN DE LA CRUZ, María del Carmen: Op. cit. págs. 108 y ss.

³⁶⁹ Completado con lo dispuesto en los artículos 14 a 21 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

³⁷⁰ El artículo 85 del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, entre otras disposiciones señala que “la CNMV establecerá límites de posición al volumen de una posición neta que pueda mantener una persona en cualquier momento en derivados sobre materias primas negociados dentro de los

el mismo sentido, se indica que las ESI's que negocien derivados sobre materias primas u otro tipo de derivados *al margen de un centro de negociación autorizado* deben facilitar, diariamente, a la autoridad nacional competente del centro de negociación en el que se registren el mayor volumen de negociación respecto de estos mismos instrumentos derivados, un desglose completo de sus posiciones, de las de sus clientes y de las de los clientes de estos hasta llegar al cliente final³⁷¹.

b) *Los contratos sobre derivados OTC compensados a través de una CCP o DCO*, en los que el contrato está, previamente estandarizado, siendo la CCP o la DCO la que proporciona la contrapartida y da liquidez a la operación. Las garantías a prestar están fijadas (tanto la inicial como las complementarias) por la entidad de contrapartida. Este conjunto de operaciones es el más importante y es el principal objetivo de EMIR y de la Ley Dodd-Frank, habiendo conseguido estandarizar y liquidar un gran número de contratos de derivados OTC a través de las entidades de compensación creadas, CCPs y DCOs, la mayor parte de los contratos de derivados OTC. En este sentido, se afirma³⁷², las CCP's son, actualmente, fundamentales para la compensación de los contratos de derivados OTC, estableciendo las normas adecuadas para que dichos contratos sean cada vez más estandarizables y, en consecuencia, puedan dichas entidades poder gestionar los riesgos que lleven aparejados. Así las nuevas regulaciones, introducidas por MIFID I y II, obliga a las CCP's a comunicar a los Trade Repositories las operaciones en las que efectúen el clearing con indicación de las compensadas y las abiertas diariamente.

c) *Los contratos de derivados negociados en Bolsas de Valores o Mercados oficiales organizados, Sistemas Multilaterales de Negociación o Sistemas Organizados de Contratación*, en base a contratos, previamente, estandarizados y aprobados por el órgano rector de la Bolsa o del mercado oficial. La propia Bolsa o el mercado oficial hace de Cámara de contrapartida en todos los casos y los precios a los que se casan las operaciones tienen el carácter de precios oficiales. En cuanto a las garantías,

centros de negociación españoles y contratos equivalentes económicamente negociados fuera del centro de negociación".

Los límites de posición tendrán por objeto prevenir :

- a) Prevenir el abuso del mercado.
- b) Conseguir que la formación de los precios y la liquidación de las operaciones se realicen de una forma ordenada que procuren evitar las distorsiones del mercado, procurando, en este sentido, que los precios de los derivados, en el més de suministro de las materias primas, y los de contado sean lo más convergentes posibles.

En este sentido, se indica, que los límites a las posiciones deberán, necesariamente, ser transparentes y no discriminatorios, se especificará como se deben aplicar a las distintas personas y se tendrá en cuenta la naturaleza y composición de los participantes en el mercado y el uso que estos hagan de los contratos sometidos a negociación.

³⁷¹ Véase el artículo 86 número 2º del Real Decreto Ley 14/2018 de 14 de septiembre.

³⁷² RETANA GONZÁLEZ, David: Óp.cit. pág.132.

por las operaciones contratadas, se ajustan diariamente (*mark to market*) y son fijadas, exclusivamente, por las normas reguladoras del mercado. Los subyacentes, así como los días de vencimiento de los contratos y la liquidación de los mismos, igualmente, son determinados en las normas reguladoras de la negociación en estos mercados oficiales³⁷³.

Por lo que se refiere a la estandarización de los procesos de negociación, compensación y liquidación. Tanto *EMIR* como la *Ley Dodd-Mark* tienden a facilitar la existencia de plataformas electrónicas donde converja la mayor parte de la negociación de los contratos de derivados *OTC*³⁷⁴. Para ello, es fundamental la existencia de unos operadores (generalmente entidades bancarias), que actuando como *dealers*, sean los denominados creadores de mercado. Estos son los que ofrecerán los precios de contrapartida, a través de los correspondientes terminales informáticos o telefónicamente. En lo referente a la compensación y liquidación se hace especial hincapié en facilitarlas a través de las entidades de compensación que se establecen (*CCPs* y *DCOs*). Con el establecimiento de estas entidades se intenta salvar el denominado “riesgo de contrapartida”, es decir, el riesgo directo bilateral de que, ambas partes, cumplan y liquiden correctamente el contrato³⁷⁵. Con ello, se elimina el riesgo privado del incumplimiento, no quedando, este, al riesgo de operadores del mercado, y siendo este asumido por la entidad de contrapartida³⁷⁶. Esta gestión del riesgo suele establecerse mediante el establecimiento de una serie de garantías (también llamadas colaterales), cuyo importe, así como la moneda o activo, en el que deben prestarse, suelen especificarse en los anexos al acuerdo marco.

³⁷³ En igual sentido, se establece, el citado artículo 85 que las ESI's o los organismos rectores del mercado que gestionen un centro de negociación que negocie derivados sobre materias primas aplicarán controles de la gestión de las posiciones negociadas. A este respecto, se establece en el artículo 88 del Real Decreto Ley citado que los miembros de los mercados regulados, de las SMN y los clientes de las SOC, tendrán que comunicar diariamente al organismo rector que gestione el centro de negociación los datos pormenorizados de sus propias posiciones mantenidas, así como las referidas a sus clientes y los clientes de estos hasta llegar al cliente final.

Por otra parte, el artículo 86 del Real Decreto Ley 14/2018 impone a los organismos rectores que gestionen un centro de negociación (sea del tipo que sea) y a las ESI's, en relación a los derivados sobre materias primas las siguientes obligaciones:

- a) Publicar un informe semanal con las posiciones agregadas mantenidas por personas, en relación a los distintos derivados de materias primas negociados en su centro de negociación.
- b) Facilitar a la CNMV, diariamente, un desglose completo de las posiciones mantenidas por todas las personas y entidades, incluidos Miembros y participantes y sus clientes, de sus centros de negociación.

³⁷⁴ En este sentido el *Base Committee on Banking Supervision* recomienda a las autoridades europeas aumentar las exigencias de capital de las entidades bancarias europeas con objeto de cubrir mejor los posibles riesgos económicos ocasionados por los contratos de derivados *OTC*.

³⁷⁵ LORRIO GIL, Andrés: Óp. cit. págs. 108 y ss.

³⁷⁶ Si bien es cierto que, en algunos casos, (aunque de forma muy poco frecuente por cuanto estamos en presencia de contratos estandarizados) las entidades *CCPs* y *DCOs* pueden rechazar el riesgo que lleve implícito el contrato.

*EMIR*³⁷⁷ indica, como hemos apuntado, la necesidad de que la mayor parte de los contratos de derivados *OTC* tiendan a ser compensados y liquidados a través de una entidades de compensación establecidas para dicho fin, indicando que, si ello no fuera posible, las partes “velaran por la instauración de procedimientos y mecanismos adecuados para medir, controlar y reducir el riesgo operativo y de contrapartida.....”. Para poder ser compensado un contrato es necesario que como mínimo una de las partes, tenga el estatus de miembro compensador de una determinada entidad de contrapartida ya que, si no es así, no se podrá compensar el contrato o habrá que hacerlo a través de un miembro compensador³⁷⁸.

Se ha indicado³⁷⁹ como una cuestión importante que se plantea con la entrada de una *CCP* o *DCO*, es la posible *novación* del contrato primitivo. El nacimiento del contrato se produce mediante el acuerdo marco, que como sabemos, es un documento bilateral suscrito por las partes. La entrada de una *CCP* o *DCO* en la primitiva relación jurídica creada, supone que cada una de las partes, de ese contrato inicial y bilateral, tiene que celebrar, con esa entidad de contrapartida, un nuevo contrato, cada una de ellas, por la que se someten a compensar y liquidar las distintas operaciones a que se refiere el contrato marco con la citada entidad de contrapartida. Para ello se debe prever en el citado contrato marco, que, en estos casos en que las partes se someten a una entidad de contrapartida para liquidar y ejecutar el contrato, estas dejan de estar vinculadas entre sí para pasar a tener esa relación jurídica con la entidad de contrapartida. Para ello bastará con que en el acuerdo marco suscrito se incluya una cláusula, denominada *give-up agreement*, por la que se pacta y autoriza a la entidad financiera, presente en el citado acuerdo marco a *novar* el contrato a favor de una entidad que tenga el estatus de Miembro Compensador y así poder compensarse y liquidarse el contrato a través de una *CCP*. Para ello una de las partes, como mínimo, tiene que ser, obligatoriamente, reunir la citada condición de Miembro Compensador de una concreta *CCP*. Si no es así, la operación no puede ser compensada y liquidada a través de la misma y los contratantes han de ceder, nuevamente, el contrato a una entidad compensadora. El hecho de compensar una operación bilateral a través de una compensación multilateral en una *CCP*, sobre todo si la entidad financiera contraparte no

³⁷⁷ El artículo 11 de *EMIR* señala que “las contrapartes financieras y las contrapartes no financieras que suscriban un contrato de derivados OTC no compensado por una entidad de contrapartida central velarán por la instauración de procedimientos y mecanismos adecuados para medir, controlar y reducir el riesgo operativo y de contrapartida”.

³⁷⁸ Según se dispone en el artículo 4º de *EMIR*.

³⁷⁹ LORRIO GIL, Andrés: Op. cit. págs. 116 y ss. En igual sentido, como indica en una reciente conferencia el profesor CAZORLA PRIETO, Luis (“El nuevo régimen de la postcontratación en los mercados. Sistema de compensación y liquidación de valores”. REAL ACADEMIA DE JURISPRUDENCIA Y LEGISLACION DE ESPAÑA. Seminario de Derecho de los Mercados financieros, Sesión 22 de mayo de 2019) la intervención de una *CCP* o *DCO* (en el caso español, *BME Clearing S.A.U.*) viene a significar una “novación” de las obligaciones contractuales clásicas de la contratación privada “novándose o mutándose” las distintas obligaciones de todos los intervenientes en una sola obligación jurídica que abarca todas las anteriores y que hace desembocar un saldo neto final que permite reducir costes y conseguir unas mayores garantías.

es miembro compensador lleva aparejado, como se señala³⁸⁰, un encarecimiento de los costes de las operaciones y un incremento en las garantías a prestar a la entidad compensadora. No obstante, esto, las ventajas que supone la negociación mediante contratos estandarizados en plataformas electrónicas y la compensación y liquidación a través de las CCPs y las DCOs, de los contratos de derivados OTC suponen tales ventajas en cuanto al control de los posibles “riesgos de contrapartida”, existentes en estos productos, que las legislaciones, tanto europea como americana, no dejaran de intentar sujetar, a este sistema, todos los contratos de derivados OTC³⁸¹.

Llegados a este punto, nos debemos preguntar qué es lo que queda del principio de la autonomía de la voluntad, en relación a la configuración, desarrollo y ejecución de estos contratos OTC. La respuesta es sencilla: más bien poco. La exigencia de la actividad económica global impone serias restricciones a la libertad contractual de las partes haciendo que, ya hoy en día, los contratos de derivados OTC funcionen como meros contratos de adhesión gestionados por las entidades financieras que tengan la consideración, al mismo tiempo, de *dealers* y miembros compensadores de este tipo de operaciones.

d) El Registro de Operaciones *Over The Counter* (OTC). Especial referencia al Regis-TR.

En la citada reunión del G-20, de septiembre de 2009 (*Pittsburgh*), uno de los acuerdos que se adoptaron fue la de que *todos los contratos de derivados OTC se deberían registrar en unas determinadas entidades de registro llamados Trade Repositories* con objeto de lograr una mayor transparencia de esta clase de contratos negociados fuera de los mercados oficiales regulados. Con ello se lograría establecer unas bases de datos que fueran accesibles, en todo su contenido individual, a los supervisores de cada país y de forma global al público, en general.

Con ello, además, de conseguir que estos contratos cumplan y se configuren de acuerdo con la normativa MIFID, los operadores del mercado pueden tener una visión global de las posiciones existentes y vivas de los diversos contratos de derivados en cada momento. Por otra parte, permitirá a los supervisores tener un control más exacto de las posiciones

³⁸⁰ LORRIO GIL, Andrés: Óp. cit. pág. 125.

³⁸¹ En este sentido, la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, por la que se aprueban las normas de la denominada MIFID II, transpuesta, en la actualidad por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, incide, nuevamente, en la idea de reconducir la contratación de los contratos OTC a las plataformas de negociación autorizadas al respecto y a la liquidación de los mismos a través de las entidades CCP's creadas.

vivas en estos contratos pudiendo evitar, así, los futuros riesgos sistémicos derivados de una falta de información en relación a las operaciones de gran envergadura y riesgo, existentes, vigentes y pendientes de cumplimiento en los mercados *OTC*.

En base a ello se constituyó, el llamado *REGIS-TR*, que no es más que un registro europeo que contiene las operaciones de derivados *OTC* en la Unión Europea (*Trade Repository*) cumpliendo con las obligaciones de *reporting* según la regulación europea denominada *EMIR*³⁸². El *REGIS-TR* es una sociedad *joint venture* creada conjuntamente por *Clearstream* (*Deutsche Boerse*) e *Iberclear* (*Bolsas y Mercados Españoles*)³⁸³ teniendo, actualmente, su sede en Luxemburgo³⁸⁴. Para ello tuvo que recibir la autorización del supervisor europeo *ESMA*³⁸⁵ en cuanto al cumplimiento, alcance y forma de actuación del mismo. Autorización necesaria para comenzar a operar como *Trade Repository*, que el supervisor europeo otorgó en febrero de 2014.

³⁸² MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: Óp. cit. pág. 340.

³⁸³ Como hemos apuntado, la legislación *EMIR* es una regulación de la Unión Europea específica para los derivados *OTC*, las *Entidades de Contraparte Central* (*ECC's*) y los registros de operaciones de las citadas operaciones *OTC* (*TRs*). Dicha regulación fue establecida por el Reglamento 648/2012 del Parlamento y Consejo Europeo y ha entrado en vigor a partir de 16 de agosto de 2012. Este Reglamento establece la obligación de notificar y registrar todos los contratos de derivados, tanto los celebrados en mercados organizados como los *OTC*, en unas entidades de registro especiales, denominados *Trade Repository* autorizadas y supervisadas por la *ESMA* (*European Securities and Markets Authority*). Esta obligación de registro entró en vigor el 12 de febrero de 2014.

Con estos registros de operaciones se buscan varias medidas. En particular, dar más transparencia a los mercados de derivados, tanto los organizados como los *OTC*; igualmente, que estos tengan mayor visibilidad y, por último, poder controlar, tanto el riesgo como la posible inestabilidad y volatilidad de estos mercados, permitiendo cuantificar el montante de dicho riesgo, existente en cada momento, y permitir tomar las medidas adecuadas para mitigar las situaciones sistémicas.

Actualmente tiene la autorización de la *ESMA* para operar como entidades *Trade Repository* seis entidades de registro:

- *Regis-TR S.A.* (a este registro, en parte español, nos referiremos más adelante)
- *DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL)*.
- *Krajowy Depozyt Papierów Wartosciowych S.A. (KDPW)*.
- *Una Vista Ltd.*
- *CME Trade Repository Ltd. (CME TR)*.
- *ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL)*.

³⁸⁴ *Clearstream* es el depositario central internacional de valores. *Iberclear* es el depositario central de valores español. Ambas sociedades son, respectivamente, filiales de *Deutsche Boerse* y de *Bolsas y Mercados Españoles S.A.*

³⁸⁵ Ha recibido, a partir de 1 de abril de año 2017 (con entrada en vigor desde el 1 de octubre del mismo año) autorización para actuar, también en Suiza, como *Trade Repository*, conforme a la Ley Suiza de Infraestructuras del Mercado Suizo (*Swiss Financial Market Infrastructure Act*, conocida por sus siglas *SFMA*) de 1 de enero de 2016, la cual viene a regular el mercado financiero suizo y, en particular los mercados de derivados en ese país. Tiene como uno de sus principales objetivos controlar y reducir el riesgo sistémico de contrapartida en este tipo de contratos, estableciéndose, en la misma, disposiciones para evitar las situaciones de colapso en el sector financiero. Es la equivalente, para el mercado suizo de, la legislación *EMIR* y de la *Ley Dodd-Frank Act*.

Desde un punto de vista económico los *Trade Repositories* son unas entidades que, a través de las comunicaciones que tienen obligación de realizarlas los distintos operadores de los mercados, mantienen una base de datos centralizada de forma electrónica sobre los contratos e instrumentos negociados en materia de derivados. Con este acopio de información, mediante el registro y almacenamiento de las diversas operaciones³⁸⁶, en los *TR's* se consigue prever los riesgos y reducir los costes que, en otras circunstancias, tendrían que realizar las autoridades de los distintos estados, con lo cual estas tienen información en poco tiempo de los distintos contratos celebrados en los mercados *OTC*³⁸⁷.

La información la reciben los *Trade Repositories* a través de tres posibles canales distintos. En primer lugar mediante las plataformas de confirmación electrónicas³⁸⁸. En segundo lugar mediante la información facilitada por las plataformas de gestión de riesgos. Por último, por las comunicaciones efectuadas por las plataformas donde se realizan las distintas operaciones.

Finalmente, indicaremos, que uno de los problemas prácticos que más habitualmente se plantean con los reportes a los *TR's* viene dado por la duplicidad de comunicación de la operación contratada al efectuar la misma por las dos contrapartes siendo posible hacer el *reporting* a dos *TR's* diferentes (cada uno elegido por una contraparte), lo que puede dar lugar a una contabilización duplicada de la operación y, en consecuencia, a que los *TR's* puedan ofrecer una información estadística errónea. Es lo que se conoce como *doublé-counting*. Para ello se hace necesario que las distintas *TR's* tengan los adecuados canales de información entre ellas lo suficientemente eficaces y rápidos que permitan detectar esta duplicidad de operaciones. Al mismo tiempo es posible que alguna de las contrapartes se olvide de comunicar la operación (*miss-reporting*). Para ayudar a evitar los dos problemas apuntados sean creado, como ya apuntamos anteriormente, diversos identificadores de personas y operaciones. Uno de ellos, a los efectos que estamos tratando, es el denominado *Unique Trade Identifier (UTI)* que consiste en un código identificativo de la operación correspondiente.

³⁸⁶ En este sentido, como indica RETANA GONZÁLEZ, David (Óp. cit. pág. 129), la legislación sobre MIFID II obliga a la comunicación de los contratos de derivados *OTC*, en tiempo real, a los denominados *Approved Reporting Mechanism (ARM)*, señalando a los *Trade Repositories* como la mejor infraestructura posible, tanto para recibir la información como para hacerla pública y divulgarla en un tiempo real adecuado.

³⁸⁷ RETANA GONZÁLEZ, David: Óp. cit. pág. 128.

³⁸⁸ Estas plataformas de confirmación electrónica, como indica RETANA GONZÁLEZ, David (Óp. cit. pág. 130), son instrumentos que tienen como misión vincular a las contrapartes mediante la utilización de la firma electrónica, para, posteriormente, comunicar la operación contratada a los *TR's*.

G) Contenido y extinción de los contratos de derivados financieros *Over The Counter (OTC)*.

El contrato de derivados financieros *OTC* puede celebrarse mediante un documento individual y en el cual las partes acuerden, con carácter concreto todos y cada uno de los términos del acuerdo, sin embargo, lo más habitual es que las mismas se sometan a un modelo de acuerdo marco establecido por algún organismo internacional³⁸⁹. En particular al acuerdo marco de *ISDA* conocido, como ya hemos visto, por *ISDA Master Agreement* es el que, hoy en día, es utilizado, sobre todo en Europa como referente. Igualmente este acuerdo puede ser un contrato autónomo o, como es más normal, forma parte de un contrato cuyo contenido sea más amplio que la propia operación financiera y en el que el derivado sea una parte del acuerdo principal.

Este documento, denominado *CMOF*, como ya hemos referido, consta de tres partes:

Primero, el propio *Master Agreement*, o acuerdo marco al que se incorporan distintas operaciones financieras. En este documento es donde se regulan las condiciones generales del contrato. Son múltiples y abarcan todo el contenido normativo por el que se va a regir el mismo: cálculo de interés, cálculo de plazos, causas de incumplimiento y vencimiento anticipado, forma en que se deben confirmar las operaciones realizadas, forma en que se deben liquidar las operaciones y manera de compensarlas entre ellas de forma que lo que resulte sea solamente un saldo, cambio en la forma jurídica de alguna de las partes, fusión o escisión de alguna de ellas, importe máximo de endeudamiento por una de las partes, fuero aplicable, etc. Este acuerdo responde al concepto de contrato o pacto “normativo” por ser el marco donde se establecen las bases y normas para poder desarrollar, posteriormente, todas y cada una de las posteriores operaciones financieras. Fija por tanto, de forma general y abstracta las condiciones que han de observarse, en el futuro, las distintas operaciones financieras al que el *CMOF* hace referencia³⁹⁰.

³⁸⁹ En la actualidad existen aprobados tres principales modelos de contratos o acuerdos marco: El español *Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF)*, redactado a iniciativa de la Asociación Española de la Banca; el europeo, *European Master Agreement*, auspiciado por la *European Bank Federation*, en base a la legislación de la Unión Europea, y, el denominado *ISDA Master Agreement* elaborado por la *International Swaps and Derivatives Association*, basado en la legislación anglosajona.

³⁹⁰ La *European Securities and Markets Authority* o Autoridad Europea de Valores y Mercados (conocida por sus siglas en inglés como *ESMA*) fue creada por el Reglamento de la Unión Europea 1095/2010 y vino a sustituir al antiguo Comité Europeo de Valores, a partir de 1 de enero de 2011.

Segundo, además de las condiciones generales del *CMOF*, el acuerdo marco debe contener las condiciones particulares del mismo, conocidas como *Schedule*, que vienen a reflejar cómo han de ejecutarse cada una de las operaciones amparadas por el Acuerdo Marco y que requisitos formales deben tener las comunicaciones, de cada operación concreta, para que puedan ejecutarse.

Tercero y último, el contrato contiene como han de ser las confirmaciones de las operaciones para que surtan efectos, en particular, la denominada *Confirmation Letter* por la cual se da conformidad a la operación realizada.

Estas tres partes del contrato, o estos tres documentos, no tienen vigencia independiente entre ellos, de tal suerte que los tres forman un todo único, de tal suerte que solamente existe un único contrato y todas las operaciones que se desarrolle y ejecuten, en base al mismo, vienen a integrar, junto con el resto de los documentos, un solo negocio jurídico cuya consecuencia más importante, viene dada por la existencia, al final de la vigencia del mismo, de una sola obligación, a cargo de una de las partes, que se concretará en un único saldo deudor, que deberá satisfacerse a la parte acreedora para el cumplimiento de la obligación que de dicho contrato se deriva.

En el mismo sentido, la unidad del contrato, hace que el incumplimiento de una sola de las operaciones incluidas en el mismo supone que el contrato se dé por vencido llevando consigo la resolución inmediata del resto de operaciones pendientes y dando lugar a que todo el contrato se dé por resuelto procediéndose, en consecuencia, a la liquidación del mismo.

Una de las características más importantes de los *CMOF* es que, a pesar de incluir múltiples operaciones distintas, la liquidación de las mismas, unas a favor y otras en contra, de cada una de las partes, todas ellas se integran y se compensan en un único saldo en el momento de los vencimientos parciales del mismo o del vencimiento final. Esta posibilidad se conoce como “acuerdo de compensación contractual”³⁹¹, el cual tiene la

³⁹¹ Conforme establece el artículo quinto del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, los Acuerdos de Compensación Contractual son aquellos en que las partes prevén la creación de una única obligación jurídica que comprenda todas las operaciones financieras realizadas en base a dicho acuerdo, de tal forma que, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el “saldo neto” resultante de la liquidación del conjunto de dichas operaciones incluidas en aquél. Liquidación que deberá efectuarse de acuerdo con las normas contenidas en dicho Acuerdo o en Acuerdos, anteriores o posteriores, siempre que guarden relación con este. En este sentido se definen como operaciones financieras, y por tanto susceptibles de incluirse en los Acuerdos de Compensación Contractual las siguientes:

a) Los acuerdos de garantía financiera.

finalidad, antes apuntada, de conseguir la compensación de los distintos saldos deudores y acreedores, producidos por la liquidación de las distintas operaciones, y que es admitida, por nuestro C.C en su artículo 1156, como medio de extinción de las obligaciones. Como se ha dicho³⁹², las partes buscan sustituir todos los créditos y deudas, de las distintas operaciones, por una sola deuda y, correlativamente, crédito que sea la que definitivamente se salde entre las partes. Esta cláusula de compensación se conoce con la denominación de *netting* (así como la llamada *close-out netting* para el vencimiento anticipado del contrato, ya estudiada) que permite y simplifica la liquidación de los derivados ejecutados.

Esta posibilidad de compensar los distintos saldos, correspondientes a operaciones distintas, facilita, enormemente, la liquidación del contrato y, mediante este acuerdo de compensación, las obligaciones engendradas por la ejecución de las distintas operaciones individuales, las cuales se novan en una sola obligación final con una sola prestación económica.

En nuestra legislación, el Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo³⁹³ de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la

-
- b) Los préstamos de valores.
 - c) Las operaciones financieras realizadas sobre cualquier tipo de instrumentos financieros detallados en el artículo 2º del TRLMV.
 - d) Las cesiones en garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual materializadas en deuda pública, valores negociables o efectivo.
 - e) Las operaciones de dobles o con pacto de recompra sobre cualquier clase de activos y valores.
 - f) Las operaciones de contado sobre valores negociables contratados en un mercado oficial o en un sistema multilateral de negociación.

Es el artículo 16 del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, el que regula los efectos que se producen, en el concurso de acreedores, los indicados Acuerdos de Compensación Contractual. En este sentido, el principio general, de esta excepcional regulación, se contiene en el número 1º del citado artículo 16 cuando señala que “la declaración de vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución, o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual o de las operaciones financieras realizadas en el marco del mismo o en relación con el no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa”, añadiendo dicho precepto, a continuación, que en el caso de ejercerse acciones resolutorias la indemnización que procediera deberá ser calculada conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo marco. De esta manera, el legislador, respecto de las operaciones incluidas en los acuerdos marco, las excluye del proceso concursal y permite que ellas sean liquidadas conforme a lo establecido por las partes otorgantes sin verse involucradas en dicho proceso. Con ello, se deja sin posibilidad de aplicación lo dispuesto en el artículo 61 nº 3 de la Ley Concursal. En este sentido, el artículo 61 del Ley concursal 22/2003 de 9 de julio, bajo el título de “vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas” establece, en su número 3º que “se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes”.

³⁹² MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: Óp. cit. pág. 345.

³⁹³ DE CASTRO ARAGONÉS, Juan Manuel: Óp. cit. páginas 761 y ss.

mejora de la contratación pública, regula, en el capítulo II, sección 2^a, bajo el título de “Régimen de los acuerdos de compensación contractual y de las garantías”, los “acuerdos de compensación contractual” en el marco de los procedimientos concursales, mediante el cual se suavizan, para las entidades financieras, las reglas del concurso de acreedores con objeto que el riesgo de crédito asumido por las mismas, en caso de insolvencia de la contraparte, se limite al *netting* o saldo neto que resulte de la liquidación de todas las operaciones conforme a las disposiciones establecidas en el *CMOF* o en los acuerdos que guarden relación con este, en virtud del cual y en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse, como hemos dicho, el “saldo neto” del producto de la liquidación de dichas operaciones, teniéndose, por tanto, las positivas como las negativas que computarse para determinar el saldo de crédito o deuda a determinar en el concurso, tal y como establece su artículo 5³⁹⁴.

Por último, por lo que respecta a la extinción o vencimiento anticipado del *CMOF* en los modelos existentes, y en particular en el *ISDA Master Agreement*, se establecen las causas por las que podrá darse por finalizado el contrato así como los supuestos de vencimiento anticipado del mismo³⁹⁵. La concurrencia de cualquiera de las causas, tanto a nivel total del contrato (situación de insolvencia definitiva de una de las partes) como en cualquiera de las operaciones individuales celebradas al amparo del contrato marco (incumplimiento de una operación), da lugar, inmediatamente, al cierre y liquidación de todo el contrato. Consiguientemente, a determinar cuál es el saldo exigible para el cierre del mismo aunque el cierre del contrato no se produce automáticamente, gozando la parte que ha cumplido de una cierta discrecionalidad para poder atemperar y mitigar, en base al grado y nivel de la falta de cumplimiento por parte de la otra, las consecuencias que lleva aparejado dicho incumplimiento.

³⁹⁴ El ámbito de aplicación del artículo 5 del Real Decreto Ley 5/2005, fue ampliado al introducir, en su apartado 2º c), las operaciones financieras realizadas sobre instrumentos financieros previstos en los párrafos segundo a octavo del artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores, aprobada por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre. Hoy en día, después de la modificación introducida en el artículo 2 del TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, hay que entender que abarca y que están incluidos dentro del artículo 5 del citado Real Decreto Ley 5/2005, los supuestos contemplados en el Anexo que se establece en la citada norma comprensiva de los supuestos comprendidos dentro del nuevo artículo 2 del TRLMV.

³⁹⁵ Empleado este término, por primera vez en nuestro ordenamiento jurídico, por la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores.

**CAPÍTULO CUARTO. - LOS DERIVADOS FINANCIEROS
NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LOS FUTUROS
FINANCIEROS.**

I) LOS CONCEPTOS DE MERCADO OFICIAL, VALOR NEGOCIAL Y DERIVADOS FINANCIEROS.

De las dos posibles formas de contratación de derivados existentes en la actualidad: la realizada en los mercados *OTC* y la efectuada en los mercados regulados, esta última, se va imponiendo, de manera significativa, en la contratación de estos productos. Ello es consecuencia de la toma de postura por parte de las autoridades administrativas de los diferentes Estados de intentar reducir, lo más posible, la contratación de derivados fuera de los mercados regulados y plataformas de negociación autorizadas y favorecer la contratación de estos productos en los centros de contratación supervisados por la autoridad correspondiente del mercado. Estas medidas tienen por objeto intentar saber, en cada momento, el riesgo económico asumido en estos instrumentos financieros.

Así pues, tanto en los productos negociados en los mercados regulados como en los negociados *OTC*, están especificadas todas las características, cláusulas y pormenores de los contratos a negociar en base a unos modelos, encuadrados jurídicamente como “contratos de adhesión”³⁹⁶ y que son aprobados, previamente, por la autoridad rectora del

³⁹⁶ Se definen como contratos de adhesión aquellos en que el clausulado del mismo viene redactado, exclusivamente, por una de las partes contratantes, de tal suerte que la otra parte se limita a estar de acuerdo con las condiciones y cláusulas impuestas, adhiriéndose al contrato o no, sin posibilidad ninguna de discutir el contenido de dicho clausulado, por tanto, una de las partes, habitualmente el consumidor se ve privado de toda posibilidad de negociación contractual.

En este sentido, PAGADOR LOPEZ, Javier (“Condiciones Generales y cláusulas contractuales predispuestas: La Ley de condiciones generales de contratación”, Editorial Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 20 y 21) diferencia los contratos de adhesión de las condiciones generales de contratación, según indica, “por razón del distinto elemento caracterizador del contrato uniforme que resulta conceptualmente resaltado mediante la elección de una u otra expresión: así, la expresión *contrato de adhesión* pone especialmente de relieve el elemento de la *imposición* de los contenidos *negociales* por parte del predisponente, mientras que las *condiciones generales* subraya, más bien, el aspecto de la *predisposición o pre-redacción del contenido negocial* (con el fin de aplicarlas a una pluralidad de contratos): Esto significa que condiciones generales de los contratos y contratos de adhesión acotan *vertientes y dimensiones diversas de un fenómeno único* (la contratación uniforme) pero *no dos realidades diversas*”. Por ello, matiza el citado autor, “contrato de adhesión es aquel cuyo contenido es impuesto por una de las partes contratantes a la otra sin posibilidad de modificación o colaboración de esta última en su confección, y en que, además, suelen concurrir notas de ser empleadas por un “*operatore económico*”, hallarse provistos de un *contenido tendencialmente uniforme* y haber sido predispuestos con la finalidad de ser aplicados no a una concreta relación contractual, sino a una *pluralidad indeterminada de éstas*. Por tanto, brevemente, se pueden considerar de *adhesión* aquellos contratos concluidos mediante *condiciones generales*.

La Sentencia 286/2016 de 18 de mayo de la Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 6^a) los define como “un conjunto de cláusulas impresas y uniformes, que se presentan como un reglamento normativo y que han sido elaboradas por el empresario oferente, como parte de un sistema de contratación en masa, al que el consumidor simplemente se adhiere”. A su vez, la sentencia de 407/2015 de 1 de septiembre de la misma Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 6^a) vino a declarar la licitud de estos contratos al indicar que “el hecho de que nos encontramos ante un contrato de adhesión no implica que las cláusulas del mismo deban reputarse nulas *per se*”.

mercado, respeto de los mercados regulados y plataformas autorizadas de contratación, en tanto que para los negociados *OTC* suelen ser confeccionados, exclusivamente, por las entidades de crédito o las empresas de servicios y actividades de inversión sin la concurrencia ni aprobación de ninguna otra autoridad. Igualmente, en ambos tipos de contratos se tiene, previamente, determinado como debe ser el vencimiento y liquidación, las fechas en que ha de efectuarse, la forma en que se fijan los precios que afectan a los contratos y los instrumentos para dar publicidad y transparencia a los volúmenes negociados y los precios a los que se han efectuado, de tal suerte que gocen del privilegio, estos instrumentos, de la llamada “cotización oficial” pudiendo ser conocidos por todo el público al mismo tiempo y sin ventajas para nadie en particular³⁹⁷.

Este tipo de contratos son muy frecuentes en la contratación mercantil (mercados bursátiles, suministros de distintos tipos, seguros, etc). La jurisprudencia española ha ido definiendo, a través de numerosas sentencias sobre todo dictadas por las Audiencias Provinciales, los condicionamientos y límites impuestos a este tipo de negociación. A este respecto podemos citar, además de las anteriores, la Sentencia 355/2015 de 25 de junio de La Audiencia Provincial de Málaga (sección 5^a); la Sentencia 211/2015 de 3 de septiembre de la Audiencia Provincial de León (Sección 1^a); la Sentencia 264/2015 de 21 de septiembre de la Audiencia Provincial de Cáceres (Sección 1^a); la Sentencia 332/2015 de 28 de septiembre de la Audiencia Provincial de Madrid (Sección 10^a); la Sentencia 387/2015 de 5 de octubre de la Audiencia Provincial de Lleida (Sección 2^a); la Sentencia 547/2015 de 21 de diciembre de la Audiencia Provincial de Barcelona (Sección 1^a); la Sentencia 81/2016 de 21 de marzo de la Audiencia Provincial de Baleares (Sección 5^a) y la Sentencia 330/2016 de 20 de junio de la Audiencia Provincial de Pontevedra (Sección 1^a), entre otras.

³⁹⁷ En este sentido, ALFARO AGUILA-REAL, Jesús, en su artículo “Las cláusulas abusivas, cláusulas predispuestas y condiciones generales”, Universidad de la Rioja, Anuario Jurídico de la Rioja, págs. 53 a 69. Este trabajo puede encontrarse en internet en la siguiente dirección: www/publicaciones.unirioja.es/ojs/index.php/ajr/article/viewfile/727/652 interpreta, a nuestro juicio de forma extraordinariamente precisa, el artículo 3º de la Directiva 93/13/CEE del Consejo de 5 de abril sobre cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores, el cual señala, textualmente que:

1. “Las cláusulas contractuales que no se hayan negociado individualmente se considerarán abusivas si, pese a las exigencias de la buena fe, causan en detrimento del consumidor un desequilibrio importante entre los derechos y obligaciones de las partes que se derivan del contrato.
2. Se considerará que una cláusula no se ha negociado individualmente cuando haya sido redactada previamente y el consumidor no haya podido influir sobre su contenido, en particular en el caso de los contratos de adhesión.

El hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una cláusula aislada se hayan negociado individualmente no excluirá la aplicación del presente artículo al resto del contrato si la apreciación global lleva a la conclusión de que se trata, no obstante, de un contrato de adhesión.

El profesional que afirme que una cláusula tipo se ha negociado individualmente asumirá plenamente la carga de la prueba (....).”

De esta forma, el citado autor afirma, intentando acoplar el contenido del artículo 10 bis 1 de la Ley 26/1984 de 19 de julio General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios al citado artículo 3 de la Directiva, que solo podremos estar en presencia de una cláusula abusiva, y por tanto susceptible de control cuando estemos ante una cláusula redactada previamente, no participando el consumidor en la redacción de su contenido y hayan sido incorporadas al contrato por el empresario de manera unilateral.

Como hemos apuntado, intimamente relacionadas con los contratos de adhesión y, en general, como parte de los mismos surgen las llamadas condiciones generales de los contratos³⁹⁸. En este sentido, ya, el profesor Don Federico de Castro³⁹⁹ definió las condiciones generales de los contratos como “el conjunto de reglas que un particular (empresario, grupo, o rama de industriales o comerciantes ha establecido para fijar el contenido (derechos y obligaciones) de los contratos que sobre un determinado tipo de prestaciones se propone celebrar. Mediante tales condiciones se eliminan *a priori* los tratos previos entre las partes” De forma más actual, el artículo 1.1 de la Ley 7/1998 de 13 de abril, sobre condiciones generales de contratación, las define como “ las cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la autoría material de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de incorporarlas a una pluralidad de contratos”, añadiendo el número 2 del citado precepto que “el hecho de que ciertos elementos de una cláusula o que una o varias cláusulas aisladas se hayan negociado individualmente no excluirá la aplicación de esta Ley al resto del contrato si de la apreciación global lleva a la conclusión de que se trata de un contrato de adhesión”. Con ello, se persigue simplificar la contratación y supone un ahorro de tiempo y discusiones⁴⁰⁰. En este sentido, se afirma, la utilización de las condiciones

³⁹⁸ Sobre los requisitos necesarios para la validez de las condiciones generales y sus causas de nulidad en beneficio del adherente, así como la posibilidad de apreciación de dicha nulidad de oficio por los tribunales MIQUEL GONZÁLEZ, José María, en su estudio “La nulidad de las condiciones generales” (<http://www.codigo-civil.net/nulidad/lodel/document.php?id=343>) contrapone los conceptos de la nulidad en perjuicio del adquirente, prevista en el artículo 8.1 de la Ley 7/1998 de 13 de abril, sobre condiciones generales de contratación con la señalada en el artículo 6.3 del C.C, estimando que el contenido del artículo 8.1 de la citada Ley es posiblemente “irreverente e inoportuno”, respecto de las normas imperativas o prohibitivas contenidas en otra normas legales. Así, comentando críticamente, la STS de 12 de diciembre de 1991 señala que “la nulidad, en estos casos, se produce si se contraviene la norma imperativa o prohibitiva en perjuicio del adherente; o dicho más claramente, la nulidad la puede invocar el adherente, pero no se puede imponer en contra de su voluntad”.

En relación con la apreciación de oficio de la nulidad, por los tribunales, viene a indicar que, en todo caso, tanto la nulidad de pleno derecho puede, y debe, ser apreciada de oficio, aunque solamente en beneficio del adherente. A este respecto, acertadamente indica, que, para ello, los hechos tienen que ser claros y sobre todo acreditados y , en sentido manifiesta “si esos hechos no están acreditados no es un problema de falta de alegación de la nulidad, que es lo único que podría suplir la apreciación de oficio, porque tampoco se podría declarar la nulidad aunque se hubiera alegado”.

³⁹⁹ DE CASTRO Y BRAVO, Federico: “Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las Leyes”, Editorial Civitas SA, Reimpresión 2016, págs. 12 y 13.

En este sentido, refiriéndose a las condiciones generales en los contratos bancarios y citando al profesor D. Joaquín GARRIGUES (“Los contratos bancarios”, pág 23) ya pone de manifiesto un cierto recelo frente a las mismas al indicar que constituyen “un marco dibujado a gusto del Banco y precisamente para conseguir descargar sobre el cliente todos los hechos que puedan originar daño o responsabilidad Óp. cit, pág.13).

⁴⁰⁰ GALLEGOS SÁNCHEZ, Esperanza, señala en este sentido, que “constituyen, por tanto, un instrumento de contratación mercantil en serie por lo que su utilización es típica de las grandes empresas, en especial de las bancarias y de seguros, de las de suministro, energía y de medios de comunicación, a quienes reportan evidentes ventajas en orden a la agilidad de la contratación. De ahí que se plasmen en los denominados contratos de adhesión o contratos-tipo (.....). La incorporación de las condiciones generales al contrato exige la concurrencia de dos requisitos. En primer término, que sean aceptadas por el adherente. Se estima que concurre la aceptación cuando

generales tiene un efecto importante en relación con la racionalidad de la actividad contractual de las empresas, lo que representa un interés legítimo que el legislador ha de proteger⁴⁰¹.

Sin embargo el abuso en el uso de esas condiciones generales por parte de quien las impone en una determinada relación jurídica hace que haya surgido y tratado tanto por la doctrina científica como por la jurisprudencia el concepto de “cláusula abusiva”⁴⁰² al que hemos hecho

el contrato sea firmado por ambas partes constando en él una referencia a las condiciones generales incorporadas, siempre que el predisponente haya informado expresamente al adherente acerca de su existencia y le haya facilitado un ejemplar de las mismas [arts. 5.1 y 7 a) LCGC]. Cuando el contrato no deba formalizarse por escrito y el predisponente entregue un resguardo justificativo de la contraprestación recibida, habrá de garantizar al adherente la posibilidad efectiva de conocer su existencia y contenido en el momento de la celebración, por ejemplo, anunciando las condiciones generales en un lugar visible dentro del lugar en el que se celebre el negocio [arts. 5.3 y 7 a) LCGC]. En consecuencia, las condiciones generales no quedarán incorporadas al contrato cuando el adherente no haya tenido oportunidad real de conocerlas de manera completa al tiempo de la celebración del contrato o cuando no hayan sido firmadas, de ser necesario [art. 7 a) LCGC]. En segundo lugar, se requiere que sean legibles y se redacten de forma transparente, con claridad, concisión y sencillez. De modo que no quedarán incorporadas las que sean ilegibles, ambiguas, oscuras e incomprensibles, salvo, en cuanto a estas últimas, que hubieren sido expresamente aceptadas por escrito por el adherente y se ajusten a la normativa específica que discipline en su ámbito la necesaria transparencia de las cláusulas contenidas en el contrato [arts. 5.5 y 7 b) LCGC]. Es el llamado control de inclusión o incorporación o primer control de transparencia, que es, en esencia, un control básicamente formal por cuanto tiene por objeto evaluar la comprensión gramatical y perceptibilidad o legibilidad de la cláusula en cuestión” (“Derecho Mercantil, parte segunda: Teoría general de las obligaciones y contratos mercantiles”, 2ª Edición, Editorial Tirant lo Blanch-Consejo General del Notariado, Valencia 2017, págs. 46 y 47).

⁴⁰¹ ALFARO AGUILA-REAL, Jesús: “Las Condiciones Generales de la Contratación”, 1ª Edición, Editorial Civitas, SA, 1991, pág.37.

⁴⁰² Sobre los conceptos de cláusula abusiva, condiciones generales y libertad contractual, puede consultarse el trabajo de MIQUEL GONZÁLEZ, José María: “Condiciones generales abusivas en los préstamos hipotecarios”, RJIAM, nº27, 2013, págs. 234 y 235, que con ocasión del estudio de las condiciones generales en los préstamos hipotecarios y su crítica a la irrectroatividad declarada por la STS de de 9 de mayo de 2013, deslinda los conceptos de *cláusula abusiva* e *imposición al consumidor* de las mismas, respecto de las condiciones generales de contratación.

En relación con el primero de ellos, señala que “la palabra *abusiva* no es afortunada, porque centra su fuerza de significación en el contenido de la cláusula contractual, y oculta que la nulidad de las llamadas cláusulas abusivas no depende solamente de su contenido, sino además y de modo esencial del procedimiento por el que se establece la regla contractual y de la cualidad de empresario y consumidor de los contratantes. Esta precisión es fundamental, porque unos mismos contenidos contractuales en condiciones generales o cláusulas predispuestas son válidos entre empresarios y nulos en contratos entre empresarios y consumidores. También una misma cláusula puede ser válida si ha sido negociada individualmente entre empresario y consumidor y nula si se contiene en condiciones generales o ha sido predispuesta por el empresario. La palabra *abusiva* no da cuenta de la importancia de estos factores y da lugar a que se interprete más laxamente e indebidamente el control que la ley efectúa. No se trata de un control excepcional y solo por razón del contenido inicuo de la cláusula, sino de un control que toma en cuenta un procedimiento contractual típicamente desequilibrador de derechos y obligaciones de las partes respecto del que existiría si la cláusula no existiera. En efecto, cuando la ley considera nulas las llamadas cláusulas abusivas no lo hace sólo por su contenido, sino por el procedimiento contractual y la condición de los contratantes. Se trata de un control específico de validez que efectúa la ley por razón del procedimiento empleado al establecer los derechos y obligaciones de las partes y por razón de las personas de los contratantes. Este control es más riguroso que el general. El control general de validez de los contenidos contractuales se efectúa por medio de las leyes imperativas, la moral y el

referencia anteriormente. Por ello, se precisa, las denominadas “cláusulas abusivas”, se diferencian, sustancialmente, de “condiciones generales” en que las primeras, entre otras circunstancias, “son cláusulas no negociadas individualmente, mientras las segundas son cláusulas predispostas para ser utilizadas en una pluralidad de contratos por iniciativa exclusiva de una de las partes”⁴⁰³. A este respecto, se afirma las cláusulas consideradas nulas, por abusivas, no suponen la nulidad total del contrato, sino que, por el contrario la teoría de la *reducción conservadora de la validez o reducibilidad del negocio*, permite salvar la voluntad de las partes en el resto del negocio jurídico⁴⁰⁴.

orden público (art. 1255). En el control de las llamadas cláusulas abusivas tienen importancia decisiva el derecho dispositivo y la buena fe.

Respecto del segundo concepto apuntado, viene a señalar que al ser estas cláusulas predispostas por el empresario vienen *impuestas*, sin ninguna posibilidad de discusión, al consumidor. Dicha imposición, por tanto, tiene que determinar un régimen jurídico específico como un control de validez especial para las mismas. En este sentido indica “si algo se *impone*, por una parte, contratante a la otra, parece claro que su obligatoriedad no se puede justificar por ser un acto de autonomía privada, o, al menos un acto de autonomía privada igual a aquellos en que no exista imposición. Supuesto que los empresarios no tienen una potestad creadora de normas, y supuesto que las condiciones generales se *imponen* como la ley dice y la doctrina repite, ese contenido contractual debe merecer un tratamiento diverso del general aplicable a los otros contenidos contractuales. ¿Por qué obligan entonces las condiciones generales? Esta pregunta lejos de estar fuera de lugar, como alguno cree, es esencial”.

En este sentido concluye “las condiciones generales ponen de manifiesto, si se analizan a fondo como fenómeno social, gravísimas objeciones a la teoría liberal de los contratos, porque su admisión trae consigo imposiciones del contenido contractual que son inconciliables con la verdadera libertad contractual. Se trata de una grave contradicción que ha de ser destruida mediante un específico control de contenido y la explicación de las condiciones generales como contenidos contractuales diversos.

Para la coherencia de la doctrina liberal de los contratos, los contratos con condiciones generales han de ser segregados de los contratos en general y tratados en alguna medida de manera diferenciada. Solamente desde posiciones ultra-liberales, puede desconocerse la necesidad de un control de contenido de las condiciones generales diferenciado del aplicable al resto de los contenidos contractuales”.

⁴⁰³ ALFARO AGUILA-REAL, Jesús: Óp. cit. pág 66.

⁴⁰⁴ ALFARO AGUILA-REAL, Jesús: Óp. cit. pág. 403 y 423 a 442. Según este autor, es perfectamente posible aplicar la teoría de la reducción mediante interpretación integradora de las condiciones generales de contratación. Frente a la teoría contractualista, negadora de la admisibilidad de la posibilidad de reducción de las condiciones generales, la cual indica que “no cualquier condición general es susceptible de reducción y, por tanto, no es un instrumento aplicable con carácter general, ya que no resulta posible delimitar el *quantum* de la reducción (...) y que no es misión de los tribunales de justicia encontrar la configuración de las condiciones generales (abusivas) que dentro de lo admisible legalmente favorezca más al predisponente” y la teoría declarativa que, también, considera inadmisible la reducción de las condiciones generales en base a que, según afirma, “la reducción es inadmisible porque es un instrumento que (...) trata de compaginar el respeto a la autonomía privada y el respeto de las normas imperativas, y en el ámbito

Pues bien, como hemos dicho, la característica fundamental de los mercados regulados es que están supervisados, garantía para su correcto funcionamiento, por la autoridad reguladora de los mismos. Estos mercados, en los que concurren las notas anteriores se denominan, frente a los que hemos analizado anteriormente como *Over The Counter (OTC)*, “mercados oficiales, organizados o regulados y plataformas de contratación autorizadas”⁴⁰⁵.

Los productos que se negocian en estos mercados son instrumentos financieros, en particular futuros y opciones y, en menor medida, *swaps*. Dichos instrumentos, no pueden considerarse técnicamente

de las condiciones generales no estamos tratando de compaginar autonomía privada con normativa imperativa del Estado, como ocurre en los supuestos de nulidad parcial en un contrato individual. No hay un conflicto de intereses que deba resolverse limitando los efectos destructores de las normas imperativas sobre los actos autónomo-privados”. Frente a estas teorías, el autor citado entiende que, mediante una interpretación integradora de las condiciones generales y del contrato en general es “legítimo establecer que es posible la reducción en la misma medida en que lo sería en el supuesto de que la laguna contractual se debiera a una falta de previsión normativa de las partes, es decir, en el supuesto de que las partes no hubieran previsto regulación alguna para el supuesto concreto (.....). Negar la admisibilidad de la reducción en las condiciones generales significa únicamente que el juez no puede recurrir a las condiciones generales ineficaces para determinar la regulación sustitutiva de éstas”.

⁴⁰⁵ Junto a los mercados regulados, hoy en día, como ya hemos indicado, existen, también, los denominados Sistemas Multilaterales de Negociación y los llamados Sistemas Organizados de Contratación. Son mercados no regulados en que las partes, en principio, pueden negociar directamente instrumentos y productos financieros como, acciones, bonos, derivados, etc.

Respecto de los SMN se regularon, por primera vez, en la Ley del Mercado de Valores, concretamente se recogían, después de varias reformas, habidas en el Capítulo I del Título X, concretamente en los artículos 317 a 329 de dicho texto legal. Hoy en día tanto la regulación de los SMN como los SOC se contempla en el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de valores, dedicando a estas instituciones el Título II, artículos 26 a 46, señalándose, expresamente, en la Disposición derogatoria única (Derogación normativa) del citado Real Decreto Ley 21/2017, la derogación de todos los artículos señalados en el anterior TRLMV. Un SMN se define como todo tipo de sistema operado por una empresa de servicios y actividades de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial o por una sociedad creada al efecto por una o varias sociedades rectoras, que teniendo como objeto social exclusivo la gestión del SMN y que cuyo capital pertenezca en un 100% a una o varias sociedades rectoras, permita la contratación mediante normas no discrecionales, sobre instrumentos financieros de terceros. Los SOC, contemplados en la legislación MIFID II son también centros o plataformas de negociación pero que, a diferencia de los anteriores, solo pueden negociar rentas fija y derivados. Además la negociación en los mismos puede llevarse a cabo mediante normas discrecionales, permitiéndose que la entidad que gestiona el SOC pueda operar a través de su cuenta propia, tanto en renta fija como en derivados, pudiendo, igualmente, ofrecer contrapartida en los productos de deuda soberana para los que no exista mercado líquido. Los mercados no regulados por tanto, son aquellos en que las partes pueden negociar directamente, acciones, bonos, derivados, etc.

como valores negociables (conforme al vigente artículo 2, en relación con el correspondiente Anexo del TRLMV)⁴⁰⁶ por cuanto no son emitidos en masa y, además, no se distingue, en lo que respecta a su admisión a negociación, entre mercado primario y secundario. Son negociados de forma individualizada, sin ser comercializados de manera generalizada entre la comunidad de inversores. Por otra parte, la singularísima forma de contratación de los mismos, siempre contra una Cámara de contrapartida, determina que tengan una negociación completamente peculiar y alejada, de la forma de contratar los valores negociables tradicionales. En base a lo apuntado, estos derivados financieros han sido definidos, por MIFID I y II y la posterior legislación interna de desarrollo en cada país, como “instrumentos financieros”⁴⁰⁷.

En este sentido, el TRLMV distingue claramente, por un lado, los “valores negociables”, regulados en el apartado a) del Anexo y, por otra, los derivados cotizados en mercados regulados, llamados instrumentos financieros, definidos en el citado Anexo (letras d) a k) y que, como hemos indicado, vienen conformados, en su mayor parte, por tres tipos de productos: los futuros financieros, propiamente dichos, los *swaps* y las opciones financieras, incluyéndose los denominados contratos financieros por diferencias, estableciéndose una cláusula residual, en la letra j), que prevé la posible creación, en el tiempo, de nuevos productos al señalar que se comprenderán también incluidos en el ámbito de aplicación de la ley “cualquier otro contrato de derivados relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices, y medidas no mencionados en el Anexo, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN”

⁴⁰⁶ El Anexo al que se remite el nuevo artículo 2 del TRLMV, después de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, establece en su apartado a), lo que la legislación del mercado de valores entiende, actualmente, por “valores negociables” definiendo por tales “cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero, incluyendo las siguientes categorías de valores, con excepción de los instrumentos de pago:

1º.- Acciones de sociedades y otros valores equiparables a las acciones de sociedades, y recibos de depositario.

2º.- Bonos y obligaciones u otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores.

3º.- Los demás valores que dan derecho a adquirir o a vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas”.

⁴⁰⁷ Así se recoge, con esta denominación de “instrumentos financieros”, en el citado artículo 2 del TRLMV, después de la reforma, introducida por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, aunque, no obstante, la Ley agrupa bajo esta denominación todos los productos incluidos en el mismo bajo el título de “Instrumentos financieros comprendidos en el ámbito del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores”.

Por lo que se refiere a los futuros financieros, objeto en este momento de nuestro estudio, han tenido un desarrollo espectacular en los últimos 25 años estando, hoy en día, presentes en todo mercado financiero occidental mínimamente importante.

El concepto de “valor negociable”⁴⁰⁸, surge como consecuencia de la evolución, en el tiempo, del concepto tradicional, dentro del Derecho mercantil, de la denominación título valor. En una primera época, la creación de los títulos valores supuso un importantísimo avance jurídico que permitió el desarrollo de la economía y de las relaciones comerciales. Los títulos valores, concepto que, por otra parte, no se recoge en nuestro Código de comercio supuso, en su momento, un extraordinario desarrollo, tanto jurídico como económico, al permitir incorporar los derechos, que estaban en poder del acreedor, al propio título físico que lo representa de tal suerte que, como afirma la doctrina clásica⁴⁰⁹, el ejercicio del derecho va indisolublemente unido a la posesión del título, de manera que derecho y título quedan ligados de una forma permanentemente indisoluble e implicando una conexión especial con relación a cualquier forma distinta de documentar los distintos derechos. Por tanto, a quien posee el título, el ordenamiento jurídico le considera titular del derecho que contiene. Es lo que se conoce, en términos legales, como la incorporación del derecho al título de tal forma que el futuro ejercicio del derecho queda subordinado, por un lado, a lo dispuesto, literalmente, en el documento y, por otro, a la posesión del mismo⁴¹⁰.

Dentro de las múltiples clasificaciones de los títulos valores nos interesa, a los efectos de nuestro estudio, la que distingue entre los emitidos de forma singular y propia, referidos a un determinado negocio jurídico (por ejemplo un cheque o una letra de cambio) y la que son emitidos en serie o en masa. Estos últimos, representan unas características genéricas y similares de tal forma que uno cualquiera de ellos no se distingue de otro, respecto de la misma emisión y serie, en cuanto a los derechos incorporados al documento (acciones y obligaciones de una determinada sociedad) representados a través de un soporte cartular el cual es necesario para el ejercicio de los derechos que el título incorpora⁴¹¹. Pues bien, estos últimos se conocen bajo el nombre de valores mobiliarios.

⁴⁰⁸ GARRIGUES, Joaquín: “Curso de Derecho Mercantil”, Tomo I, 7^a edición, revisada con la colaboración de Alberto Bercovitz, edición propia, imprenta Aguirre, Madrid, 1976, pág. 720.

⁴⁰⁹ Característica, esta, que especialmente se pone de manifiesto en los títulos al portador.

⁴¹⁰ Tradicionalmente el título de las antiguas acciones de las sociedades anónimas cotizadas en Bolsa se componía de dos partes: el título de propiedad emitido, propiamente dicho, y los denominados “cupones” los cuales se cortaban o separaban del título a medida que se pagaban los correspondientes derechos económicos (dividendos) que al titular del título le correspondía.

⁴¹¹ En particular, su crecimiento, en España, se produce a partir del Plan de Estabilización de 1959.

La denominación de valor mobiliario surge como consecuencia de que estos documentos eran considerados bienes muebles y componían, como hemos dicho, el conjunto de títulos valores emitidos de una forma masiva respecto de distintas operaciones (constitución o ampliación de capital, emisión de obligaciones, empréstitos) llevadas a cabo por empresas que, obligatoriamente, tenían que acudir al público ante la necesidad de tener que llegar a un gran número de personas al objeto de cubrir sus necesidades de financiación. De ahí, surgen los mercados de valores (tanto en su configuración de mercado primario como secundario) como instrumentos que, en un mismo espacio y tiempo, consiguen reunir a los oferentes de financiación con los demandantes de dinero y tutelados, siempre, por una entidad supervisora⁴¹².

⁴¹² RECALDE CASTELLS, Andrés (“Acotación del derecho de los Mercados de “Valores e Instrumentos Financieros” en tiempos de cambio (supervisión, transparencia, y nuevos productos financieros), Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 118, 2010, págs. 9 a 34), establece que debe diferenciarse, claramente, los valores mobiliarios, los valores negociables y, recientemente, además, los denominados instrumentos financieros. Así, se indica, que la conceptualización de valor mobiliario se origina en Francia con la emisión de documentos emitidos en masa, con objeto de facilitar la inversión, por los particulares, en determinados proyectos financieros y que como consecuencia de ello, los títulos que representaban dichas inversiones, pudieran ser negociados en las bolsas establecidas, bien como acciones, bien como obligaciones; diferenciándose de los, hasta entonces, títulos valores por las características apuntadas, ya que estos quedaban reducidos a los denominados efectos de comercio. Este concepto de valor mobiliario es el que recoge nuestra antigua Ley de Sociedades de Responsabilidad Anónima en 1989. Sin embargo la primitiva Ley del Mercado de Valores de 1988 introduce, un año anterior, una nueva definición de los productos a los que se les aplica, hablando de valores negociables.

A este respecto, con acertado criterio a nuestro juicio, el autor citado, reserva el concepto de valor mobiliario para referirse a las acciones y obligaciones, en tanto su representación es cartular o por medio de anotaciones en cuenta, en tanto en cuanto, la definición de valor negociable debe ser un concepto, exclusivamente, aplicable en el campo de la normativa del mercado de valores y a su ordenación jurídica, junto con la regulación de la actividad desarrollada por los inversores y operadores de dichos mercados. En este sentido, afirma, hay acciones que son valores mobiliarios pero no pueden calificarse de valores negociables ni les son de aplicación las normas que regulan los mercados de valores, como las acciones que tienen restringida su transmisibilidad. En este sentido, se dice, el valor negociable es un concepto eminentemente jurídico, cuyas notas características son la patrimonialidad, la transmisibilidad, la sustituibilidad y, por último, la aptitud para constituir la base del funcionamiento de mercados regulados y permanentes.

Junto a estos supuestos, el legislador ha introducido un nuevo concepto: los instrumentos financieros, introducido por la legislación del mercado de valores que, vienen a recoger, entre otros, el objeto de la negociación de los derivados financieros (sustancialmente futuros y opciones) que no son más que contratos y que por tanto no pueden calificarse de valores. No obstante el artículo 2º del TRLMV 4/2015 de 23 de octubre, incluía a los valores negociables dentro del ámbito de los instrumentos financieros (nº 1 de la antigua redacción del artículo 2º) como una subclase de los mismos. Por su parte, la nueva redacción dada al artículo 2 del TRLMV (junto con el Anexo al que se remite) por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, continua en la misma idea de considerar a los valores negociables como una clase o tipo del concepto genérico de instrumentos financieros.

Por su parte, el autor citado, entiende que “resulta muy poco convincente la negativa a calificar los futuros y las opciones como valores mobiliarios sobre la base de que su contenido es el propio de una posición contractual cuando el contenido jurídico-patrimonial al que se refiere la mayor parte de los valores se corresponde con posiciones jurídico-negociables de naturaleza contractual (de préstamo, de sociedad, etc.)”

La evolución del concepto del valor mobiliario avanza hacia una siguiente fase. Hasta ahora, hemos visto que son valores emitidos en masa, incorporan derechos al título (fundamentalmente cartular o papel), siendo necesario e imprescindible, este último, para el ejercicio de los derechos que dicho título incorpora, teniendo por objeto, en la mayor parte de los casos, la apelación a un gran número de personas con objeto de obtener la financiación necesaria para determinados proyectos empresariales. El nacimiento de las grandes obras públicas hace necesario, sobre todo a partir del siglo XIX, fuertes sumas de dinero para acometerlas, creándose para ello las Bolsas de Valores como vehículos o instrumentos precisos para concentrar, como hemos dicho, la oferta y la demanda existente en un espacio y un tiempo determinados. Así, el valor mobiliario, de esta forma configurado en soporte papel, sobrevive hasta la mitad del siglo XX.

El extraordinario desarrollo de los mercados financieros y las Bolsas de Valores, desde los años 60 y 70 del siglo pasado⁴¹³, hace necesario buscar otro soporte que permita una manipulación rápida y eficaz de los valores mobiliarios y que, evidentemente, no puede realizarse con el soporte papel. Como consecuencia de ello, en España, se dictó el Decreto 1128/1974 de 25 de abril de 1974, sobre depósito de valores, liquidación y compensación de operaciones bursátiles y la OM de 20 de mayo de 1974⁴¹⁴, por el que en las acciones que se incorporasen al sistema establecido en el citado Decreto se sustituía la antigua numeración de los valores por una denominada “referencia técnica” con lo cual, cada vez que se realizaba una transacción se generaba una nueva “referencia técnica” correspondiente a esa transacción, la cual era objeto de control por los servicios de compensación y liquidación del mercado custodiándose, las mismas, por los depositarios de valores que, habitualmente, eran las entidades financieras. Con ello se lograba no tener que desplazar físicamente los títulos físicos⁴¹⁵.

Las propiedad del título se acreditaba con los denominados “resguardos o certificados” de depósito, expedidos por el depositario, en los que se indicaba que, en los respectivos registros contables del mismo, existía un depósito de un número concreto de acciones u obligaciones a favor de un

⁴¹³ Artículos 5 al 12 del antiguo texto de la Ley 24/1988 de 28 de julio, de Mercado de Valores.

⁴¹⁴ Normas, ambas, derogadas posteriormente por el Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero.

⁴¹⁵ La regulación establecida de liquidación, compensación y depósito de valores a través del sistema de referencias técnicas (puesto por el Gobierno, en vigor, mediante las normas comentadas en virtud de la autorización contenida en el artículo 24 del Decreto 12/ 1973 de 30 de noviembre) supuso un importante paso en la negociación de los valores mobiliarios ya que, sin suponer ningún perjuicio en cuanto a la seguridad jurídica en el tráfico mercantil se pudo abandonar la manipulación física de los títulos, al permitir el sistema tratarlos como fungibles y sustituibles pudiendo abandonarse la necesidad de manipular físicamente una ingente masa de papel que los títulos físicos representaban. Sin duda puede considerarse como el precursor y precedente del actual sistema de anotaciones en cuenta.

concreto titular. Ello era suficiente para determinar la propiedad del activo a favor de una determinada persona y permitía, por tanto a ella, ejercitar los correspondientes derechos derivados de su posición jurídica. Este sistema funcionó durante bastante tiempo de forma sumamente eficaz, sin plantear problemas importantes, permitiendo un alto desarrollo del mercado de valores español, tanto en lo que se refiere a títulos admitidos a cotización como en volúmenes negociados de los mismos. La fórmula de “referencias técnicas” dió al sistema bursátil español un fuerte grado de seguridad en las transacciones realizadas a pesar de la expansión experimentada por el mismo en esos años.

La antigua Ley del Mercado de Valores⁴¹⁶, junto con el RD 116/1992 de 14 de febrero, cambió el sistema de “referencias técnicas” por el actual de “anotaciones en cuenta”, introduciéndose, además, el sistema de contratación electrónica conocido como “Sistema de Mercado Continuo Interconectado”⁴¹⁷, cuyo precedente es el denominado *CATS (Computer Assisted Trading System)*, precedente directo del actual *SIBE (Sistema de Interconexión Bursatil Español)*⁴¹⁸. Este sistema de “anotaciones en cuenta”, como se ha indicado⁴¹⁹, al que solo tienen acceso las entidades adheridas, funciona mediante la apertura de dos cuentas. Una de ellas recoge el saldo del que es titular en cada momento la entidad adherida y la otra recoge el saldo global de acciones que la entidad adherida tenga registrado a nombre de terceros⁴²⁰ y, así, la liquidación de operaciones, sobre valores, se realiza mediante los correspondientes adeudos y abonos en las cuentas de las citadas entidades adheridas, procediéndose a pagar o cobrar los importes

⁴¹⁶ Como indica VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo (“Contratos del mercado financiero (IV). Mercado de valores”, en la obra DERECHO MERCANTIL II, dirigida por el profesor D. José María de la Cuesta Rute, 3 edición: julio 2014, Huygens Editorial, Barcelona, pág. 227) “la ley del Mercado de Valores de 1988 supuso el principio de la modernización de esta materia en el Derecho mercantil español, que hasta entonces designaba este tipo de cuestiones con un término bien elocuente: *derecho bursátil*. Hasta entonces no existía una normativa general sobre el concepto, clases, objeto y sujetos de los mercados de valores, sino únicamente normativa sectorial relativa a las bolsas de valores, fundamentalmente el Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967. La Ley del Mercado de Valores supuso la modernización de este sector del ordenamiento, estableciendo claramente el objeto de negociación (*los valores negociables*), las dos clases básicas de mercados de valores (primarios y secundarios), los requisitos para actuar como intermediario, las normas de actuación, etc. Un marco general completamente desconocido hasta entonces desde el punto de vista normativo”.

⁴¹⁷ Como antecedente del mismo se ha de citar el sistema establecido por la Bolsa de Toronto (Canadá).

⁴¹⁸ GARCIA CORTÉS, Juan Carlos: “La transmisión de acciones cotizadas en Bolsa” (en la obra colectiva “Estudios jurídicos en memoria de Luis Mateo Rodríguez”), Universidad de Cantabria, Facultad de Derecho, 1993, Tomo II, Derecho Privado, págs. 189 y ss.

⁴¹⁹ Artículo 33 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

⁴²⁰ Artículo 60 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

procedentes a través de una cuenta de efectivo que cada entidad adherida tiene que tener abierta, necesariamente, en el Banco de España⁴²¹.

Llegados a este punto, debemos preguntarnos ¿qué queda, en nuestro Derecho Bursátil, de la elegante construcción de los valores mobiliarios como bienes muebles en los que se incorporaba, de forma cartular, una suerte de derechos a su titular o poseedor? Prácticamente, hemos de concluir, que nada. Si en su momento la incorporación del derecho al título supuso un importante avance jurídico que posibilitó el desarrollo del tráfico y comercio mercantil, hoy en día, en los valores mobiliarios se ha producido, con la creación de las “anotaciones en cuenta”, el efecto inverso: la conocida como desincorporación del derecho del título o también llamada, desmaterialización del mismo⁴²². De ahí, que ya no podamos hablar con propiedad de valores mobiliarios, en sentido estricto, como bienes muebles susceptibles de trasmisión, únicamente, por la posesión del documento por cuanto estos no existen como tales. Por ello, fue necesario buscar otra denominación que reflejase, con más propiedad, la nueva realidad jurídica. La primitiva Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 ya habló, en su artículo 2⁴²³, por un lado, de “valores negociables” (para agrupar los antiguos valores mobiliarios) y por otro, de “instrumentos financieros” (para recoger los nuevos productos creados a partir de los derivados financieros).

El sistema de “anotaciones en cuenta” fue creado por el propio Estado como consecuencia de las emisiones masivas de Deuda Pública que aconsejaban crear un mecanismo más eficaz al existente hasta

⁴²¹ Como afirma PEINADO GRACIA, Juan Ignacio (en la obra colectiva dirigida por los profesores MENÉNDEZ y ROJO, “Lecciones del Derecho Mercantil”), Civitas-Thomson Reuters, Navarra 2017, Volumen II, págs. 452 y 453, con acierto a nuestro juicio:

“Algunas normas recientes están comenzando a admitir la posibilidad de representar electrónicamente algunos fenómenos cercanos a los títulos valores (Protocolo CMR de 20 de febrero de 2008, sobre la carta de porte electrónica; artículo 15 de la ley 15/200, de 11 de noviembre del Contrato de transporte terrestre de mercancías; también, en este sentido la Ley de Navegación Marítima para representar los títulos de transporte. Del mismo modo, se ha planteado en la jurisprudencia la posibilidad de representar otros títulos -concretamente el pagaré-electrónicamente, posibilidad que, sin embargo ha sido aún denegada por carecer todavía el sistema de las garantías necesarias, sean éstas jurídicas o sean materiales. Junto a ello hay que recordar que el artículo 43º de la Ley Cambiaria exonera abiertamente al tenedor de la letra, cuando sea una entidad de crédito, de presentarla físicamente al librado al momento del pago; así como el artículo 45º , que libera a tales tenedores de la letra de la entrega material del título una vez satisfecho; disposiciones ambas que desfiguran algunos atributos tradicionales de la letra de cambio y de los pagares como títulos de presentación obligatoria y de rescate a favor del pagador. Se trata de normas que dejaron la vía abierta al ulterior desarrollo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica que representa ya un primer paso hacia la desmaterialización o desincorporación de los derechos cambiarios del soporte documental al que hasta ahora han estado estrechamente vinculados. Finalmente, hay que considerar el surgimiento, por lo que respecta a los títulos de pago o de crédito, de nuevas instituciones que están desplazando el uso de los títulos materialmente considerados, a saber, las instituciones de servicios de pago y las entidades de dinero electrónico”.

⁴²² Recogido, igualmente, en el vigente TRLMV, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre.

⁴²³ Desarrollado por la OM de 16 de septiembre de 1981.

ese momento, para atender la rápida expansión y comercialización de los citados bonos. Para conseguir esta finalidad, se dictó, primero el Real Decreto 1849/1981 de 20 de agosto⁴²⁴ y, después, el Real Decreto 505/1987 de 3 de abril⁴²⁵, por el que se establece el sistema novedoso de las “anotaciones en cuenta” para la acreditación de la titularidad y ejercicio de los derechos que se otorgaban a los tenedores y propietarios de las diferentes variantes de productos englobados bajo la denominación de Deuda Pública emitidos por el Tesoro Público de España.

Como hemos apuntado anteriormente, su extensión a los valores privados se recoge, por primera vez, en la primitiva Ley del Mercado de Valores de 24 de julio de 1988, encontrándose regulado, en la actualidad, en el Título I, Capítulo II, (artículos 6 a 15) del vigente TRLMV bajo la denominación de “los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta”⁴²⁶, siendo su configuración, de esta manera, imprescindible, según dispone la Ley de Sociedades de Capital, para todas aquellas emisiones de acciones y obligaciones que pretendan ser admitidas a cotización en un mercado secundario oficial (artículo 496 de la citada Ley de Sociedades de Capital)⁴²⁷. Por ello, hoy en día, todos los valores cotizados en un mercado oficial tienen, necesariamente, que estar representados por este sistema, señalando el artículo 11, número 1 del TRLMV, la importantísima consecuencia que “la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos”.

Con ello, como afirman algunos autores⁴²⁸, nos encontramos ante una nueva realidad mercantil, dentro de la teoría de los títulos valores, pasándose a denominarse “derechos-valor”, en donde se pierde el valor añadido del título-valor para pasar a incorporarse, los derechos que dan al titular, al régimen de funcionamiento de los registros públicos o privados en cuanto a su representación y ejercicio de los mismos, configurándose el sistema original cartular al sistema registral, en donde la transferencia

⁴²⁴ Modificado, posteriormente, por el Real Decreto 1009/1991 de 21 de junio.

⁴²⁵ Artículos 6 al 15 del citado TRLMV de fecha 23 de octubre del 2015.

⁴²⁶ En igual sentido el artículo 29 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles y el artículo 9, punto 3, del Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

⁴²⁷ PEINADO GRACIA, Juan Ignacio (en la obra colectiva dirigida por los profesores MENÉNDEZ y ROJO, “Lecciones del Derecho Mercantil”): Óp. cit. pág. 457.

⁴²⁸ En igual sentido el artículo 11 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

contable es determinante para su eficaz transmisión de tal forma que, como indica el artículo 10, apartado 1 del TRLMV, su inscripción en el registro correspondiente tiene carácter constitutivo⁴²⁹.

La Entidad encargada de llevar el registro, respecto de las emisiones cotizadas en un mercado oficial, únicas que nos interesan aquí, es la denominada Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores conocida como *IBERCLEAR*⁴³⁰. Esta entidad es la encargada de llevar el Registro Central de anotaciones en cuenta, conformando un registro, en el que, como titulares, están las entidades adheridas al sistema⁴³¹, y que comprenderán los valores de que ellas sean directamente titulares o bien de terceros clientes de las mismas.

⁴²⁹ Como afirman LÓPEZ LUBIAN, Francisco y GARCÍA ESTEVEZ, Pablo (en la obra “Bolsa, Mercados y Técnicas de Inversión”, McGraw-Hill, Interamericana de España, 2^a edición, Madrid, 2011, pág. 8), *Iberclear* es la sociedad depositaria central de valores encargada del registro contable. Sus principales funciones son:

- a) Llevar el Registro Contable.
- b) Gestionar la liquidación de operaciones.
- c) Prestar todo tipo de servicios y actividades relacionados con el registro, compensación y liquidación de los valores.

Por otro lado, su actividad abarca a:

- 1º.- Las Bolsas de Valores españolas.
- 2º.- El Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta.
- 3º.- La AIAF, Mercado de Renta Fija.
- 4º.- El mercado LATIBEX (mercado de valores latinoamericanos cotizados en España).

⁴³⁰ El artículo 76 del Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, establece, textualmente:

1. Ostentarán la condición de Entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que sean miembros de una o varias Bolsas de Valores y las demás Entidades de entre las mencionadas en el número siguiente que adquieran dicha condición con arreglo a lo previsto en el artículo 78º de este Real Decreto.

2. Podrán adquirir la condición de Entidad adherida:

- a) Los Bancos y las Cajas de Ahorro, incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, las Entidades oficiales de crédito, el Banco de España y la Caja General de Depósitos.
- b) Las Sociedades y las Agencias de Valores que no ostenten la condición de miembros de alguna Bolsa de Valores.
- c) Las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

⁴³¹ MEEF Exchange S.A. es la sociedad que ha asumido, a partir del 10 de septiembre de 2013, las actividades del Mercado de Productos Financieros Derivados y que antes estaba integrado en MEEF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados S.A., desgajándose de esta última todo lo relativo al funcionamiento del mercado de derivados financieros y constituyéndose la citada sociedad nueva. *MEEF Exchange SAU*. Como posteriormente veremos, se rige por su novísimo Reglamento, aprobado el 3 de enero de 2018, las Condiciones Generales de los contratos que gestiona, tanto las del Segmento de Derivados Financieros, como del Segmento de Derivados de Energía, ambas aprobadas en 3 de enero de 2018, las Circulares y las Instrucciones respectivas.

Por otra parte, cada una de las entidades adheridas dispone de un registro específico en el que constan tanto los valores inscritos a nombre de ella como los valores de los que son titulares sus clientes.

Evidentemente, este sistema que ha funcionado perfectamente desde que se ha implantado y que ha permitido gestionar una gran cantidad tanto de títulos públicos como privados, no podía quedar al margen de los derivados financieros, particularmente futuros y opciones, admitidos a negociación en un mercado oficial.

El Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre señala en su artículo 12 que la admisión a negociación de los instrumentos financieros en los mercados regulados “se regirá por el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio (...) y para los que no sea de aplicación, por su normativa específica y las condiciones de admisión establecidas por el correspondiente mercado”. Esta reciente disposición junto al régimen contenido en el capítulo II del título I de la Ley 24/1988, de 28 de julio (actual TRLMV aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre), con las adaptaciones que impongan las especiales características de aquellos⁴³². En consecuencia todos los instrumentos derivados deben, estar representados por el sistema de anotaciones en cuenta. Conforme a esto, el vigente Reglamento de *MEFF Exchange S.A* de 3 de enero de 2018⁴³³, recoge en su Capítulo 3º, artículos 6 y 7 las siguientes reglas específicas:

- a) *MEFF EXCHANGE SAU* organizará la negociación y registro de los Contratos.
- b) Los contratos, necesariamente, estarán representados mediante anotaciones en cuenta.
- c) *MEFF EXCHANGE SAU* mantendrá a su cargo, un registro contable único correspondiente a los Contratos admitidos a negociación en este Mercado.

⁴³² En concordancia con lo expuesto, el Título IV, Capítulo II, Sección 3ª del TRLMV lleva por título “De los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones representados por anotaciones en cuenta, con lo que hay que concluir que todos los instrumentos derivados negociados en un mercado regulado deben estar, necesariamente, configurados como anotaciones en cuenta. Recuérdese que la Disposición Derogatoria Única, apartado 6º del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre ha derogado el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre por el que se regulaban los mercados secundarios de futuros, opciones y otros instrumentos derivados.

⁴³³ PEINADO GRACIA, Juan Ignacio (en la obra colectiva dirigida por los profesores MENÉNDEZ y ROJO, “Lecciones del Derecho Mercantil”): Op. cit. pág. 276.

- d) Las anotaciones en el Registro del Mercado pueden producirse como consecuencia de transacciones realizadas de acuerdo con este reglamento y su normativa de desarrollo.
- e) Las transacciones que se realicen en el sistema de negociación del mercado se anotarán en el Registro del Mercado y será comunicada a la Entidad de Contrapartida Central para su contrapartida, compensación y liquidación.

Una cuestión a tratar es si la negociación de instrumentos realizada en los Sistemas Multilaterales de Negociación y en los Sistemas Organizados de Contratación debe cumplirse, también, la premisa de que los distintos activos negociados deban necesariamente constar y estar representados en anotaciones en cuenta. A nuestro juicio la contestación a esta cuestión no puede ser otra que la afirmación de que así tiene que ser⁴³⁴.

II) LA ORGANIZACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA.

La constante evolución de los sistemas financieros modernos exige soluciones rápidas y congruentes para satisfacer las necesidades económicas de cada momento. Como ya hemos visto a lo largo de estas páginas, la contratación de forma organizada de futuros y opciones es, actualmente, la parte más importante de los llamados mercados de

⁴³⁴ En este sentido, pensamos que, aunque no se diga expresamente, se deduce de una interpretación sistemática de los diversos textos legales. Por una parte, el artículo 2 del TRLMV (después de la redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) sujeta a las disposiciones contenidas en dicha norma a todos los instrumentos contenidos en su Anexo, entre los que se encuentran todo tipo de producto o instrumento derivado. El TRLMV no prevé otra forma de documentación de los instrumentos financieros que se encuentran sometidos al mismo que la anotación en cuenta. A su vez, el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, en el cual se comprende la regulación de los SMN y los SOC establece en su artículo 37 nº3 que será de aplicación a los citados SMN y SOC, entre otra disposiciones, lo previsto en el artículo 94 del TRLMV, el cual señala, en su numero 2º, que "el comprador de los valores negociables admitidos a negociación en un mercado secundario oficial adquirirá su titularidad cuando aquéllos queden *anotados* a su nombre en las cuentas de valores conforme a las reglas del sistema de registro. Por tanto, si el comentado artículo 37 del Real Decreto Ley 21/2017, que regula junto con otros preceptos, los SMN y SOC, declara aplicable el artículo 94 nº 3 del TRLMV en el que se prevé esta forma de documentar la titularidad de los instrumentos financieros, habrá que concluir que la anotación en cuenta es el soporte jurídico sobre el que se tiene que realizar la negociación tanto en los SMN como en los SOC sin que en ninguna norma legal se prevea ninguna otra. Por último, el artículo 2 apartado 4, del TRLMV, en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, declara aplicable, tanto el TRLMV como las disposiciones del citado Real Decreto Ley, a los Sistemas Multilaterales de Negociación como a los Sistemas Organizados de Contratación, al señalar que "todo sistema multilateral con instrumentos financieros operará *o bien* con arreglo a las disposiciones del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercados de valores para los Sistemas Multilaterales de negociación (SMN) o para los Sistemas Organizados de Contratación (SOC), *o bien* con arreglo a las disposiciones de dicho Real Decreto Ley y de esta ley para los mercados regulados".

derivados, caracterizándose, aquellos, por tener unos subyacentes que pueden ser objeto de normalización y negociación en mercados oficiales.

En estos mercados no puede hablarse de un mercado primario y otro secundario. Los futuros, opciones y cualquier otro producto creado para su negociación en estos mercados no son emitidos ni se suscriben especialmente. Son, simplemente, diseñados por las Sociedades Rectoras conforme a unas normas específicas, establecidas previamente, para su contratación y negociación en los mismos⁴³⁵.

El precedente de estos mercados lo tenemos en el antiguo Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre (derogado por el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre y, a su vez, este último, también derogado, en la actualidad, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre) y por la OM de 8 de julio de 1992 (también derogada) por la que se crearon los primeros mercados de derivados en España, llamados *MEFF Renta Fija* y *MEFF Renta Variable*. Necesariamente, esa primera legislación española sobre este tema tuvo que sufrir una profunda transformación y de ello dan buena cuenta las sucesivas modificaciones habidas en la antigua Ley española del Mercado de Valores 24/1988 de 24 de julio, (como las contenidas en la Ley 47/2007 y en la Ley 4/2015, esta última por la que se aprueba el vigente Texto Refundido) de adaptación a la legislación europea, fundamentalmente contenida en la conocida como MIFID I (Directiva 2004/39/UE de 21 de abril), y MIFID II (Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo). Como consecuencia de ello, estaba prevista una nueva revisión de la Ley del Mercado de Valores, habiéndose elaborado, a este respecto, un anteproyecto de Ley.

No obstante, el incumplimiento de los plazos previstos, en demasía, y la posibilidad de la imposición de sanciones, por falta de transposición de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, ha hecho necesario realizar dicha transposición, de momento, por dos Reales Decretos Ley: el de 21/2017 de 27 de septiembre y el de 14/2018 de 28 de septiembre (ampliados, reglamentariamente, por Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el

⁴³⁵ Futuros y Opciones sobre Ibex 35, Futuros y Opciones sobre Acciones, Futuros y Opciones sobre el Índice de Dividendos, Futuros sobre el Bono Nocialal a 10 años, Instrumentos derivados sobre la electricidad (*MEEF POWER*) y Repos sobre Deuda Pública (*MEEF REPO*).

Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores).⁴³⁶

La regulación, actual, de los derivados financieros cotizados, básicamente futuros y opciones, en nuestro derecho, está recogida, según dispone el citado Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, en el artículo 2 del vigente TRLMV, junto con el Anexo que en dicha norma se establece, y en el Título IV, Capítulo II, Sección 3^a, artículos 64 a 68, el cual lleva por título “De los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones representados por anotaciones en cuenta”. Como complemento de los citados artículos contemplados en el TRLMV, se ha dictado, recientemente, el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre desarrolladora de los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre..

El artículo 14, apartado 1º, del antiguo Real Decreto 1282/2010 de 28 de julio (actualmente derogado por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre) establecía que, “los mercados secundarios oficiales de Futuros y Opciones estarán regidos y administrados por una sociedad anónima, denominada Sociedad Rectora, que tendrá como objeto exclusivo, las funciones contempladas en el citado Real Decreto y aquellas relacionadas con su desarrollo”⁴³⁷. Como consecuencia de la disposición transitoria única del citado Real Decreto, se dictó la Resolución de fecha 21 de diciembre del 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprobó el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (*MEFF*), regido por su Sociedad Rectora que pasó a denominarse *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A.U.* y cuya principal misión fué establecer la supervisión, funcionamiento y reglas de actuación de los instrumentos financieros regulados en los apartados 2 a 8 del antiguo artículo 2 del TRLMV. Asimismo, establece las Condiciones Generales de los contratos que se creen por *MEFF* en desarrollo de su Reglamento.

⁴³⁶ Téngase presente las modificaciones introducidas por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la ley 35/2003 de 4 de noviembre de instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

⁴³⁷ Criterio este nuevamente recogido por el artículo 3 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre que inicia, textualmente “los mercados regulados estarán regidos y administrados por una entidad que ostentará la condición legal de organismo rector del correspondiente mercado”.

Hasta el 9 de septiembre de 2013, *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados S.A.U.*, era la encargada tanto de la supervisión, regulación y funcionamiento del mercado oficial de futuros y opciones financieras, como de actuar de sociedad de contrapartida (*CCP*), en todos sus productos. Sin embargo *EMIR*, Reglamento de la Unión Europea 648/2012, estableció la necesidad de separar las actividades de negociación en el mercado de las de contrapartida. Por ello, a partir de entonces y según ha establecido la OM ECC/1556/2013 de 19 de julio, se han separado las funciones de negociación, contrapartida, compensación y liquidación que actualmente llevaba a cabo *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados S.A.*. Como consecuencia de ello, dicha sociedad se ha escindido en dos. Por una parte esta última sociedad ha quedado, exclusivamente, como sociedad de contrapartida, compensación y liquidación (*CCP*), pasándose a denominarse *BME Clearing SAU* y, para las actividades de mercado (*trading*) se ha creado una nueva sociedad denominada *MEFF Exchange SAU*⁴³⁸. Ambas sociedades anónimas son propiedad, cien por cien, de la sociedad holding *Bolsas y Mercados Españoles, BME, S.A.*.

En consecuencia, a partir del 10 de septiembre de 2013, los contratos de Derivados Financieros, los Derivados de electricidad de *MEFF Power* y los repos de Deuda Pública son compensados y liquidados por *BME Clearing S.A.* realizando, esta sociedad, la actividad de contrapartida central.

Por otro lado, según dispone el Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, de 3 de enero de 2018⁴³⁹ esta sociedad tendrá encomendada, como ya dijimos anteriormente, la organización, gestión y negociación de todos los productos derivados financieros que estén admitidos a negociación en el mercado oficial, así como las anotaciones en cuenta que se produzcan al registrar los citados contratos.

Se prevé, igualmente, la necesidad de que todos los contratos negociados en *MEFF Exchange SAU* deban tener la correspondiente contrapartida en *BME Clearing SAU*, no pudiendo *MEFF Exchange SAU* contratar los servicios de una *CCP* distinta de *BME Clearing SAU*. Para ello, entre ambas sociedades anónimas, existe un acuerdo suscrito, entre ambas, por el que *BME Clearing SAU* tiene el derecho y la obligación de encargarse de la contrapartida, compensación y liquidación de los contratos emitidos por *MEFF Exchange SAU*.⁴⁴⁰.

⁴³⁸ Artículo 13, apartado 2º del primitivo Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de fecha 10 de septiembre de 2013

⁴³⁹ El nuevo Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018 se dictó en sustitución del anterior, de fecha 10 de septiembre de 2013, como consecuencia de la transposición de la Directiva, conocida como MIFID II, Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo.

⁴⁴⁰ Así se dispone el artículo 13 apartado 2º del vigente Reglamento de *MEFF Exchange*, de 3 de enero de 2018.

La importancia del Mercado de Derivados Español lo pone de manifiesto el hecho de que, según los datos publicados, a finales de diciembre de 2017 se llevaban negociados 20 millones de contratos en sus diversas modalidades, batiendo records de negociación año tras año⁴⁴¹. Con ello se contribuye, poderosamente, a la gestión por los inversores del riesgo financiero y económico tanto a nivel de empresas como de la propia gestión de carteras de valores de diferente perfil y características. Ello ha motivado, en los últimos años, la necesidad de ir adaptando, progresivamente, en estos escasos treinta años transcurridos desde la entrada en vigor de la antigua Ley del Mercado de Valores, de una legislación específica dirigida al control de la negociación, contrapartida, compensación y liquidación de los distintos derivados financieros contratados, tanto en los mercados regulados como en los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y en los nuevos Sistemas Organizados de Contratación (SOC)⁴⁴².

⁴⁴¹ De los 20 millones de contratos de Futuros financieros unos 8.000.000 corresponden a contratos de Futuros sobre el Índice, y dentro de este concepto unos 6.300.000 pertenecen a contratos cuyo subyacente es el IBEX Plus. El resto unos 12.000.000, corresponden a Futuros sobre distintas acciones (datos publicados por Bolsas y Mercados Españoles S.A).

⁴⁴² La situación actual, respecto de la regulación básica en España de los derivados financieros, como veremos en las páginas siguientes, viene dada por las siguientes normas:

- a) Artículo 2 (junto con su Anexo) y artículos 64 a 68 del TRLMV.
- b) Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, ambos llevan acabo la transposición de la Directiva, 2014/65/UE de 15 de mayo, conocida como legislación MIFID II.
- c) Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.
- d) El Reglamento de actuación de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018, junto con su legislación complementaria de Condiciones Generales y Circulares e Instrucciones.
- e) El Reglamento de actuación de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, junto con sus Condiciones Generales, sobre la contrapartida, compensación y liquidación de los distintos instrumentos financieros.

Además son normas de actuación muy importantes las Circulares dictadas por la CNMV por cuanto que es la entidad administrativa encargada, en nuestro ordenamiento jurídico, de velar por el buen funcionamiento de los mercados, entre ellos el de futuros y opciones.

III) LOS DERIVADOS FINANCIEROS, ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN, CONTEMPLADOS EN EL ACTUAL TRLMV.

Como ya se ha indicado⁴⁴³, el TRLMV, en la redacción dada al artículo 2 por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre y el Anexo al que se remite, contempla distintos supuestos de aplicación. Por un lado, los denominados “valores negociables”⁴⁴⁴, entre los cuales se citan las acciones de las sociedades y otros valores equiparables a estas, los recibos de depositario⁴⁴⁵, los bonos, las obligaciones y, en general, otras formas de deuda titulizada, incluidos los recibos de depositario representativos de tales valores.

El Anexo, también incluye dentro de su ámbito del TRLMV los instrumentos del mercado monetario⁴⁴⁶, así como las participaciones⁴⁴⁷ y acciones en instituciones de inversión colectiva, también de las entidades de capital riesgo y, por último, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado⁴⁴⁸.

⁴⁴³ Nos remitimos, para evitar reiteraciones, a lo comentado en el Capítulo TERCERO, Apartado V, letra d), bajo el título “los activos subyacentes en el vigente TRLMV. Análisis de su artículo 2”, páginas 138 a 145 del presente estudio.

⁴⁴⁴ El Anexo al que se refiere el nuevo artículo 2 (según establece el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) hace una definición amplia y extensa del concepto de valores negociables. Así indica que entiende por tales “cualquier derecho de contenido patrimonial, cualquiera que sea su denominación, que por su configuración jurídica propia y régimen de transmisión, sea susceptible de tráfico generalizado e impersonal en un mercado financiero (...), con excepción de los instrumentos de pago (...) así como, los demás valores que dan derecho a adquirir o vender tales valores negociables o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores negociables, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas”.

⁴⁴⁵ Entendemos se refiere a los “warrants” o recibos de los Almacenes Generales de Depósito u otros de distintos depositarios no comprendidos en el número 2º del apartado a) del citado Anexo.

⁴⁴⁶ A este respecto entiende por tales “las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario, como Letras del Tesoro, y efectos comerciales”, volviendo a excluir los instrumentos de pago.

⁴⁴⁷ Sigue dejando fuera del ámbito de aplicación del TRLMV las participaciones de las sociedades de responsabilidad limitada, las cuales siguen sin tener la consideración de “valor negociable” y por tanto no podrán ser objeto de contratación en ninguna clase de centro de negociación permitido por nuestra legislación.

⁴⁴⁸ Las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado fue una figura jurídica introducida por la Ley 22/2004 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Conforme se dispone en el artículo 4 de la citada norma, las Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) son aquellas que careciendo de un objeto social comercial o industrial específico, obtienen sus recursos de una serie de inversores para invertirlo en cualquier clase de activos, financieros o no financieros, con arreglo a una determinada política de inversión definida. En este sentido, indica el número 4º del artículo 38 que todas las aportaciones que se efectúen para la constitución inicial, y las posteriores que se realicen, tendrán que ser en efectivo, exclusivamente. Dichas entidades pueden adoptar la modalidad de *sociedades*, en cuyo caso se

El concepto de “instrumento financiero” es, también conocido, en base a la legislación anglosajona, como *derivate financial instrument* y fue empleado, inicialmente en Europa, por la legislación bursátil alemana, incorporándose, por primera vez, a nuestro ordenamiento jurídico en el antiguo Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre, que como ya hemos dicho se encuentra actualmente derogado.

La característica general que presenta la enumeración de los supuestos comprendidos en las letras d), e), f), g), h), i), j), y k) del Anexo al artículo 2, es que, en todos los casos, son operaciones que tienen un subyacente, de distinta clase como veremos a continuación, y que inexorablemente están sujetas a término en relación a su cumplimiento. De ahí, que en todas ellas el “tiempo” sea un elemento esencial del contrato sin que se pueda dar cumplimiento al mismo sin tener en cuenta el plazo establecido. Igualmente, todos los supuestos que vamos a estudiar, seguidamente, deben ofrecer la característica de poder negociarse en un mercado regulado, un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) o un Sistema Organizado de Contratación (SOC). Por tanto los supuestos a los que nos vamos a referir son todos aquellos, que actualmente, no son negociados en el mercado *Over The Counter (OTC)*.

Por tanto, como ya vimos en páginas anteriores⁴⁴⁹, dejando aparte los contratos de derivados *OTC*, estudiados anteriormente, y ciñéndonos a los contratos negociados en las distintas plataformas de negociación autorizadas podemos agrupar y sistematizar los distintos supuestos en varias categorías distintas.

A) Contratos cuyo subyacente son materias primas.

Se contemplan en los apartados, f) y g) del Anexo al artículo 2⁴⁵⁰. El apartado f) hace referencia a todos aquellos instrumentos financieros

denominarán sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado o de *fondos*, en cuyo caso se llamarán fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC). Su régimen jurídico es el establecido para las sociedades de capital riesgo y para los fondos de capital riesgo, con las salvedades previstas en el artículo 38 de la citada norma. Las desinversiones producidas deben ser simultáneas para todos los participes o inversores recibiendo los importes que procedan en función a su participación en la sociedad.

⁴⁴⁹ El TRLMV, también, prevé la posibilidad de mercados secundarios oficiales de ámbito autonómico (artículo 64, nº 3), en cuyo caso, las preceptivas autorizaciones y aprobaciones serán competencia de las correspondientes Comunidades Autónomas (artículos 51, nº1 y 64, nº 3).

⁴⁵⁰ Conforme a la redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre. El apartado e) del Anexo, en nuestra opinión, se está refiriendo a la contratación de derivados sobre materias primas realizados en mercado *Over The Counter*.

(opciones, futuros, permutas-*swaps* u otros contratos de derivados cuyo subyacente sea una materia prima) que se negocien en un mercado regulado, en un Sistema Multilateral de Negociación o en un Sistema Organizado de Contratación, excluidos los productos energéticos al por mayor, según la definición del artículo 2, punto 4 del Reglamento (UE) nº 1227/2011 de 25 de octubre del Parlamento Europeo y del Consejo, que se negocien en un Sistema Organizado de Contratación y deban liquidarse mediante entrega física⁴⁵¹.

El apartado g) no ofrece ningún problema de comprensión por cuanto incluye “los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) y otros contratos de derivados relacionados con materias primas que puedan ser liquidados mediante entrega física no mencionados en el apartado anterior y no destinados a fines comerciales, que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados”. Se configura a nuestro juicio como una cláusula residual, en la negociación de *commodities*. A este respecto la referencia al ámbito de aplicación del anterior apartado, f) del Anexo, nos hace pensar que estamos, igualmente, en presencia de instrumentos derivados sobre materias primas contratados en un mercado regulado, un SMN o un SOC y cuyos contratos no estén destinados a fines comerciales, es decir, sean productos creados “a medida”, cuya posibilidad de configuración esta admitida por nuestra legislación sobre productos derivados y que serán objeto de estudio más adelante. La norma admite que puedan ser liquidados por cualquier procedimiento acordado (“entrega física” o “por diferencias”).

B) Contratos cuyo subyacente es financiero.

⁴⁵¹ El artículo 2, punto 4 del Reglamento (UE) nº 1227/2011 de 25 de octubre del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía, indica textualmente:

“Se entenderán como productos energéticos al por mayor los siguientes contratos y productos derivados, con independencia del lugar y del modo en que sean negociados:

- a) Contratos de suministro de electricidad o gas natural cuyo lugar de entrega esté ubicado en la Unión.
- b) Productos derivados relacionados con la electricidad o el gas natural producidos, negociados o entregados en la Unión.
- c) Contratos relacionados con el transporte de la electricidad o gas natural en la Unión.
- d) Productos derivados relacionados con el transporte de electricidad o gas natural en la Unión Europea.

No se considerarán productos energéticos al por mayor los contratos de suministro y distribución de electricidad o gas natural destinados a su utilización por clientes finales. No obstante, se considerarán productos energéticos al por mayor los contratos de suministros y distribución de electricidad o gas natural destinados a clientes finales con una capacidad de consumo superior al umbral establecido en el punto 5, párrafo segundo (600 GWh)”.

Están comprendidos en el apartado d) del Anexo al artículo 2. La norma los configura de la forma más amplia posible, como indica al señalar *y otros contratos de derivados*, preveyendo la creación de nuevos productos cuyos subyacentes sean financieros. Así señala, como tales, “los contratos de opciones, futuros, permutas (*swaps*) acuerdos sobre tipos de interés a plazo y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, derechos de emisión u otros instrumentos derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse mediante la entrega física o en efectivo”. Como apuntamos en su momento la disposición contempla dentro de esta apartado los denominados “derivados de derivados” al comprender, dentro de su ámbito de aplicación, los contratos de derivados (.....) relacionados con otros instrumentos derivados”. Por último, el precepto señala las distintas formas en que puede liquidarse el contrato: mediante entrega física o en efectivo.

C) Contratos en los cuales el subyacente es teórico y no existe físicamente.

El Anexo del Real Decreto ley 14/2018 de 28 de septiembre se refiere a ellos en los apartados h), i), j) y k). Todos los supuestos comprendidos en dichas normas son susceptibles de negociarse en mercados organizados, en Sistemas Multilaterales de Negociación o en Sistemas Organizados de Contratación (SOC). Todos estos supuestos presentan la particularidad que la liquidación del contrato de derivados al que se hace referencia debe ser siempre en efectivo por cuanto el subyacente físicamente no existe, es ideal o ficticio.

En cuanto al supuesto contemplado en el apartado h) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre⁴⁵², se está refiriendo, sin ninguna duda, a los denominados *Credit Default Swaps (CDS)* o seguros de impago o moratoria que ya fueron objeto de estudio anteriormente y a cuyas páginas nos remitimos⁴⁵³.

Respecto al apartado i) del Anexo del Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre contempla una reciente figura jurídica, a la que también nos hemos referido anteriormente⁴⁵⁴, denominada “contratos

⁴⁵² Instrumentos derivados que supongan la transferencia del riesgo del crédito.

⁴⁵³ Véase lo comentado, sobre esta figura, en las páginas 152 a 156 de este estudio.

⁴⁵⁴ Esta figura, cuyo nacimiento se debe a la doctrina alemana bajo la denominación *Differenz Geschäfte*, nos hemos referido en las páginas 127 y 128 de este trabajo.

por diferencias”, conocidos también por sus iniciales en inglés como *CFD*⁴⁵⁵.

⁴⁵⁵ Según la expresión de la CNMV los contratos por diferencias (*Contracts for Difference*) son aquellos en que un inversor o una entidad financiera acuerdan intercambiarse la diferencia entre el precio de compra y el de venta de un determinado activo subyacente que puede ser cualquier activo de naturaleza financiera (acciones, bonos, índices, divisas tipos de interés o cualquier otro). Evidentemente no se admiten, en la construcción de este tipo de contrato, subyacentes *commodities*, al ir en contra de la propia esencia y funcionamiento del mismo. Debe tratarse por tanto de subyacentes financieros, teóricos o ficticios. En España, en principio, solo se negocian en plataformas electrónicas creadas por las entidades financieras que los emiten (SMN o SOC), pero no en mercados secundarios oficiales. Son catalogados por las autoridades del mercado (tanto las internas de los países que permiten su negociación, como la comunitaria) como “productos extremadamente complejos”. En este sentido, existe una “advertencia a los inversores”, en 28 de febrero del año 2013, sobre el peligro, en la utilización de los mismos, por ESMA (puede consultarse en www.esma.eu o en www.cnmv.es) por el riesgo que entraña su utilización, por inversores no expertos, en base al alto grado de apalancamiento que su negociación lleva aparejada.

Estos contratos recogen el “rendimiento” producido por el activo elegido, en un determinado período de tiempo, sin tener que ser titular de dicho activo (acciones, bonos, divisas, tipos de interés, etc). El inversor, según sus previsiones, puede abrir un contrato, de compra o venta, sobre el CFD del subyacente elegido y transcurrido el tiempo que estime conveniente cerrarlo mediante una operación de signo contrario. Si vendió el CFD procederá a comprarlo y si compró el CFD procederá a venderlo, produciéndose una diferencia entre ambos precios, positiva o negativa, lo que generará la ganancia o la pérdida de la operación. Son instrumentos, como puede observarse, exclusivamente especulativos y que se parecen más, en su funcionamiento a un juego de azar, que a una inversión económica-financiera con sustrato real. Por ello no es de extrañar que, en nuestro país estuvieran prohibidos hasta el año 2007.

En este sentido, recientemente, en concreto el 1 de junio de 2018 con entrada en vigor el 1 de agosto del mismo año, ESMA ha dictado una serie de medidas de protección del inversor referidas a la contratación de *CFS*’s y opciones binarias. Por lo que respecta a los *CDF*’s, aquí comentados, establece la necesidad de obligar a las entidades que los negocien a imponer un incremento de las garantías a prestar por las personas que los contraten con objeto de poder limitar, así, la especulación sobre estos productos. Igualmente, imponen una serie de obligaciones a las entidades financieras comercializadoras en orden a advertir, de forma clara y precisa, a los posibles clientes (*retail investors*) de los altos riesgos que lleva aparejada su contratación (<https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-adopts-final-product-intervention-measures-cfds-and-binary-options>).

Respecto a como ha tratado nuestra jurisprudencia a los contratos por diferencias (*CFD*’s) no ha habido, todavía, pronunciamientos específicos de nuestro Tribunal Supremo, estando, esta cuestión siendo tratada, en la actualidad, a nivel de Audiencia Provincial. En este sentido, prácticamente, todos los pronunciamientos habidos, hasta esta fecha, inciden en exigir a la entidad comercializadora de estos productos, fundamentalmente sociedades de valores, un especial rigor en lo que respecta a la información a facilitar al cliente respecto de todos los posibles peligros que lleva la contratación de este tipo de contratos. En especial, se hace especial hincapié en exigir a las entidades un riguroso cumplimiento de sus obligaciones específicas en cuanto a la realización de los test de evaluación y conviencia.

Así la Sentencia 364/2013 de 15 de enero de 2014 de La Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife (Roj: SAP TF 1322/2014-ECLI: ES: APTF: 2014:1322, Id Cendoj: 38038370042014100005) después de caificar, a este tipo de contratos, como productos complejos indica que “tratándose de inversiones con apalancamiento, es decir, en las que el cliente no precisa desembolsar el importe total del valor que subyace, como ocurriría si invirtiera directamente en el mismo, tiene el enorme riesgo de la pérdida de la inversión”.

Por su parte, la Sentencia 941/2012 de 10 de abril de 2014 de la Audiencia Provincial de Madrid (Roj: SAP M 11665/2014-ECLI:ES: APM: 2014:11665, Id Cendoj: 2879370212014100391) indica, respecto de estos contratos, que “lo que “la Ley del Mercado de Valores lo que pretende es proteger al inversor cuando se le transmite o aconseja la inversión en un producto no adecuado a las características o riesgo inversor, para lo que ha de evaluarse previamente la idoneidad y

conveniencia del producto en cuestión a la vista de las características como inversor. Si pese a las características del inversor se le ofrece al mismo un producto de un riesgo superior a su perfil, cabría que nos planteáramos si en esa fase de perfección del contrato prestó su consentimiento al mismo con algún vicio de consentimiento, pero una vez, que, como en el supuesto que nos ocupa, se dice por el Sr. (.....) que los contratos por él convenidos, y concretamente el consentimiento que prestó en el contrato financiero por diferencias fue válidamente emitido, siendo este contrato en consecuencia válido y eficaz, entendemos que desde luego ni la dudosa calificación del mismo como inversor DE RIESGO ALTO ni que le aconsejara la sociedad (.....) la inversión en productos como los litigiosos conlleva infracción de las obligaciones que esta última entidad debiera cumplir perfeccionando el contrato en cuestión, en tanto que no cabe convertir un problema que afecta a la perfección del contrato en una cuestión de incumplimiento contractual. Es precisamente en base a lo expuesto por lo que consideramos que no procede, sino que desestimemos el recurso de apelación que nos ocupa, sin olvidar, que como recuerda la sentencia dictada en instancia, la activa participación del Sr. (.....) en la contratación de los productos litigiosos, así como las sucesivas aportaciones de capital para la inversión en los mismos pese a las pérdidas habidas".

La Sentencia 521/2016 de 24 de marzo de 2017 de la Audiencia Provincial de Oviedo (Roj: SAP O 768/2017-ECLI:ES: APO: 2017: 768, Id: Cendoj: 3304437002017100096), vuelve a calificar a los contratos por diferencias como productos complejos, y, a este respecto, señala, es "a partir de esa calificación como debe ser analizado el error en la valoración de la prueba invocada en el recurso centrada esencialmente en la experiencia previa del actor en productos financieros complejos antes de contratar con la entidad y la falta de prestación de servicios de asesoramiento financiero por parte de la entidad apelante (.....). Además, según se dice en las *sentencias de 12 de enero y 30 de noviembre de 2015*, es la empresa de servicios de inversión quien tiene la obligación de facilitar la información que le impone dicha normativa legal y no sus clientes que no son profesionales del mercado financiero y de inversión- quienes deben averiguar las cuestiones relevantes en materia de inversión, buscar por su cuenta asesoramiento experto y formular las correspondientes preguntas. Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber que información concreta ha de requerir al profesional. Por el contrario, el cliente debe poder confiar en la entidad de servicios de inversión que le asesore no está omitiendo información sobre ninguna cuestión relevante.

En el mismo sentido, la Sentencia 764/2016 de 8 de marzo de 2017 de la Audiencia Provincial de Madrid (Roj: SAP M 5177/2017-ECLI:ES: APM: 2017:5177, Id Cendoj: 28079370122017100089), además de volver a calificar los denominados contratos por diferencias (*CFD's*) de productos complejos, define cuales son las características que deben reunir los mismos, señalando, en este sentido, los siguientes rasgos esenciales:

- Por virtud de los mismos las partes intercambian la diferencia entre el precio de adquisición y el de venta de acciones u otros activos subyacentes.
- No se requiere la propiedad de del activo subyacente. El producto actúa replicando el precio del activo subyacente, de tal manera que el resultado del producto, si bien depende del valor que tengan determinadas acciones u otros activos subyacentes en los mercados en que coticen, no implica que se haya adquirido dichos activos, sino que se utiliza su valor al objeto de determinar el resultado, positivo o negativo, de la operación realizada.
- Es un producto apalancado. El cliente, para operar con un determinado activo, no debe depositar la totalidad del importe que debería desembolsar para adquirir el activo subyacente sobre el que opera, sino tan sólo un porcentaje determinando. Esto conlleva la posibilidad de aumentar las ganancias, pero igualmente la de multiplicar las pérdidas, incluso por encima del capital depositado inicialmente.
- Conlleva el riesgo de liquidación de posiciones. Si el cliente no tiene depositado dinero suficiente para cubrir el requerimiento de garantías para sus posiciones – es decir los activos sobre los que haya actuado-, éstas son liquidadas si el saldo de la cuenta cayera por debajo del nivel de cierre, pudiendo provocar con ello la consiguiente pérdida en la posición o posiciones canceladas".

Por último, la Sentencia 328/2018 de 26 de septiembre de 2018 de la Audiencia Provincial de Madrid (Roj: SAP M 13197/2018-ECLI: ES: APM: 2018:13197. Id Cendoj: 28079370092018100417), vuelve a calificar a estos contratos como instrumentos financieros complejos de alto riesgo, que pueden negociarse fuera de los mercados regulados, siendo un instrumento financiero derivado,

Por último, en lo que concierne al apartado j) del Anexo del Real Decreto ley 14/2018 de 28 de septiembre⁴⁵⁶ se configura en unos términos lo suficientemente amplios para recoger cualquier posible contrato de derivados creado o por crear sobre cualquier tipo de activo subyacente contemplado en dicha norma.

D) Normas de actuación para los contratos de derivados negociados en mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

El contenido del artículo 2 y del Anexo del TRLMV (en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre) merece, a nuestro juicio, una crítica mucho más favorable que la que ofrecía el texto del antiguo artículo 2 por cuanto contiene una mayor sistematización que, no obstante estar en presencia de una materia compleja, permite determinar, con mayor claridad, los supuestos que contempla en cada caso. En este sentido, la nueva redacción ofrece un planteamiento mucho más amplio y general que la anterior, intentando ser comprensiva y ser de aplicación, con intención de tener que ajustarse a las exigencias del texto legal, a todo tipo de contrato de derivados financieros creado o por crear sobre una multiplicidad de activos subyacentes, citados en la norma o sin citarlos pero que puedan servir para dicha finalidad, intentando, además, que la mayor parte de ellos se negocien en los centros de negociación autorizados al respecto.

que, en caso de tratarse de *CFS*'s sobre divisas, estos serán los activos subyacentes, pudiendo definirse, estos contratos, como "acuerdos en virtud de los cuales dos partes convienen en intercambiar la diferencia de precio entre el precio actual de un activo subyacente (en este caso francos suizos) y el precio del mismo cuando el contrato se cierre, procediéndose a la liquidación por la diferencia entre el precio de compra y el de venta (.....) no cabiendo calificar de supuesto de fuerza mayor, el cambio de política monetaria del Banco Central Suizo, dejando de mantener una paridad artificial del franco frente al euro, y dejar que se fijara dicha paridad por el mercado, puesto que no era imprevisible que tal cambio pudiera darse, pero en todo caso no cabe entender que tales hipótesis no pudieran contemplarse, ni por el creador del mercado de divisas, ni de los *brokers* que actúan en dicho mercado, y que la menos de haberse previsto, deberían haberse adoptado medidas a fin de evitar ese resultado para los clientes".

⁴⁵⁶ "Contratos de opciones, futuros, permutas, (*swaps*), acuerdos a plazo y otros contratos de derivados relacionados con variables climáticas, gastos de transporte o de tipos de inflación u otras estadísticas económicas oficiales, que deban liquidarse en efectivo o que puedan liquidarse en efectivo a elección de una de las partes por motivos distintos al incumplimiento o a otro suceso que lleve a la rescisión del contrato, así como cualquier otro contrato derivado relacionado con activos, derechos, obligaciones, índices y medidas no mencionados en este Anexo, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados, teniendo en cuenta, entre otras cosas, si se negocian en un mercado regulado, SOC o SMN".

En este mismo sentido, el artículo 65, nº1 del TRMVL señala que los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones tienen por objeto los contratos de Futuros y Opciones y de otros instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea el activo subyacente, definidos por la Sociedad Rectora, la cual establecerá las normas de negociación de los distintos contratos en dicho mercado. Vemos pues, como la Ley en consonancia con el artículo 2, no limita la clase ni tipo de contrato negociable, ni, tampoco, establece restricciones a los posibles subyacentes que sirvan de base a dichos contratos. Deja, ambas cuestiones, abiertas y a disposición de lo que pueda establecer la correspondiente Sociedad Rectora, en la actualidad *MEFF Exchange S.A.U.*

Igualmente, el artículo 68 del TRLMV, establece la necesidad de que los Mercados oficiales de Futuros y Opciones, además de tener que respetar lo dispuesto en el TRLMV y su normativa de desarrollo, se deberán regir por un Reglamento específico en lo que respecta a la ordenación y disciplina del Mercado de Valores. En base a ello, se dictó el Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, de 10 de septiembre de 2013, a su vez, sustituido por el reciente Reglamento de 3 de enero de 2018⁴⁵⁷, disposición que contiene las normas específicas para el desarrollo, ordenación y disciplina del mercado regulado. Dicho Reglamento ha sido aprobado, conforme dispone el artículo 45 del TRLMV, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cual también, tiene atribuida conforme al artículo 44 del TRLMV, otorgar la autorización preceptiva para que los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones de ámbito estatal puedan comenzar a funcionar⁴⁵⁸. El citado Reglamento del Mercado de Derivados contiene todo lo necesario para el correcto funcionamiento del mismo. En particular, entre otras cuestiones, se definen: el estatus de sus miembros, con los requisitos técnicos y de solvencia que deben reunir en relación con las diversas actividades que desarrolle en el mercado, los contratos propios del mercado, las relaciones jurídicas de la Sociedad Rectora y de los Miembros del Mercado con los Clientes que actúen en el mismo, las normas de supervisión, el régimen de contratación, así como cualesquiera otros aspectos que se precisen reglamentariamente.

⁴⁵⁷ Como consecuencia de la falta de transposición definitiva de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, conocida como legislación MIFID II, tuvo que dictarse el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre produciéndose un caso curioso al tener que aprobarse, urgentemente, unos nuevos Reglamentos de actuación, tanto de *MEFF Exchange SAU*, como de *BME Clearing SAU*, en fechas 3 de enero de 2018 y 22 de mayo de 2018, respectivamente, junto con sus normas de actuación, los cuales vinieron a sustituir a los anteriores vigentes hasta esos momento. Lo cual representó que ambos Reglamentos de actuación, adaptados a MIFID II, se aplicasen con carácter previo a la norma legal de incorporación de la Directiva 2014/65, conocida como MIFID II y que se ha producido con la promulgación del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre y el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre. Lo cual, desde un punto de vista de técnica legislativa, no parece demasiado ortodoxo.

⁴⁵⁸ En igual sentido DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 130

Además del TRLMV, de las normas contenidas en el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, el cual ha venido a sustituir al Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre que queda derogado, de la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 21 diciembre del 2010 por la cual se publica el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones, del Reglamento de *MEFF Exchange SAU*⁴⁵⁹ de fecha 3 de enero de 2018 (el cual ha venido a sustituir al anterior de fecha 10 de septiembre de 2013) y el Reglamento de *BME Clearing SAU*⁴⁶⁰ de fecha 22 de mayo de 2018 (que, igualmente, ha venido a sustituir al citado de 18 de septiembre de 2017), este Mercado se rige, también, por las denominadas Circulares y por las Condiciones Generales de los Contratos que aprueben las respectivas Sociedades Rectoras.

Por lo que respecta a estas últimas, las Condiciones Generales de los Contratos, hacen referencia, respecto de los distintos contratos que se aprueben, las características concretas de su negociación, términos, plazos y liquidación de los respectivos subyacentes en relación con los modelos que sean aprobados para su negociación por la Sociedad Rectora de *MEFF Exchange SAU*

Como consecuencia de la entrada en vigor de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, por la que se aprueba la normativa conocida como MIFID II, las normas aprobadas por *MEFF Exchange SAU*, respecto al Mercado, son las siguientes:

- Reglamento de Actuación, de fecha 3 de enero de 2018.
- Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros, de 10 de octubre de 2018⁴⁶¹.
- Condiciones Generales para el Segmento de Derivados de la Energía (*MEFF POWER*), de 3 de enero de 2018.

En relación a *BME Clearing* las normas dictadas por la entrada en vigor de la citada normativa viene contenidas por:

⁴⁵⁹ Todo el desarrollo normativo de *MEFF Exchange SAU* (Reglamento de Actuación, Condiciones Generales para los distintos Segmentos, Circulares, Instrucciones y otras disposiciones) se puede encontrar en la siguiente dirección de internet: www.meff.es/esp/normativa.

⁴⁶⁰ De igual forma, para consultar las normas vigentes de *BME Clearing SAU*, puede consultarse la siguiente dirección de internet: www.bmeclearing.es/normativa.

⁴⁶¹ Han venido a sustituir como consecuencia de las modificaciones introducidas por la nueva legislación MIFID II recientemente incorporada, a las anteriores Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros.

- Reglamento de la *Entidad de Contrapartida Central (ECC)*, de 22 de mayo de 2018.
- Condiciones Generales de la *ECC* Segmento Derivados Financieros de fecha 10 de octubre de 2018, con entrada en vigor en 4 de diciembre de 2018.⁴⁶²
- Condiciones Generales de la *ECC* sobre transacciones de Instrumentos Financieros de Renta Variable: Segmento de Renta Variable, de 22 de mayo de 2018.
- Condiciones Generales de la *ECC* sobre transacciones de Instrumentos Financieros de Renta Fija: Segmento de Renta Fija, de 22 de mayo de 2018.
- Condiciones Generales de la *ECC* en relación al Segmento de la Energía, de 22 de mayo de 2018.
- Condiciones Generales de la *ECC* sobre transacciones de Derivados (Extrabursátiles) de Tipos de Interés: Segmento de Derivados de Tipos de Interés, de 22 de mayo de 2018.

Respecto de las Circulares de *MEFF Exchange SAU* tienen por finalidad desarrollar su Reglamento específico. Son aprobadas por el Consejo de Administración de la Sociedad Rectora y tienen que ser objeto de publicación, como mínimo, con cinco días hábiles de antelación a su entrada en vigor, salvo casos de urgencia. Necesariamente deben ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) dentro de las veinticuatro horas siguientes a su adopción. Dicho organismo podrá suspender o dejar sin efecto las mismas, cuando estime que infringen la legislación del Mercado de Valores o perjudiquen la corrección o transparencia del proceso de formación de los precios o la protección de los inversores. En nuestra opinión, las Circulares son, a pesar de dictarse por un Consejo de Administración de una Sociedad Anónima, auténticas normas jurídicas toda vez que, admitidas por la CNMV son de obligado cumplimiento para los intervenientes en el Mercado (artículo 2, apartado 2 del vigente Reglamento de *MEFF Exchange*)⁴⁶³.

⁴⁶² Al igual que se ha indicado para *MEFF Exchange SAU*, han venido a sustituir respectivamente de *BME Clearing SAU*, como consecuencia de las modificaciones introducidas por la nueva legislación MIFID II recientemente incorporada, a las anteriores Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros.

⁴⁶³ Como consecuencia de la necesidad de aplicar en nuestro ordenamiento jurídico las disposiciones contenidas en la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, conocidas sus normas por MIFID II se ha hecho necesario, habida cuenta de la urgencia en su aplicación y de la imposibilidad de proceder de manera rápida a la reforma de la Ley del Mercado de Valores que su transposición lleva aparejada ha sido necesario revisar y reformar las normas de

Junto a las Circulares y Condiciones Generales de los Contratos, el Reglamento de *MEFF Exchange SAU* prevé otro tipo de disposiciones susceptibles de dictarse, denominadas Instrucciones. Estas son aprobadas por el Director General (o en su caso por los Directores de Departamento) de *MEFF Exchange SAU* y tiene por objeto desarrollar y llevar a la práctica lo dispuesto en las Circulares y Condiciones Generales. Son normas de carácter técnico, procedural y operativo en relación al funcionamiento del Mercado encomendado a *MEFF Exchange SAU*.

Por lo que se refiere a *BME Clearing S.A.U*, el Reglamento de la Entidad de Contrapartida Central (*ECC*) fue aprobado, también, al amparo de lo dispuesto, en la antigua LMV de 28 de julio de 1988 y del actual TRLMV de 19 de septiembre de 2013. Posteriormente, para *BME Clearing SAU*, se dictó el Reglamento de 18 de septiembre de 2017, el cual ha sido, a su vez, sustituido, recientemente, por el vigente Reglamento de 22 de mayo de 2018. En esta última norma se establece el régimen económico y de funcionamiento de la Entidad de Contrapartida llamada *BME Clearing SAU*, también conocido como *ECC*, para los Mercados de Futuros y Opciones Españoles. Esta sociedad ostenta la condición de “sistema” a los efectos previstos en la Ley 41/1999 de 12 de noviembre sobre sistemas de pagos y liquidación de valores y en la Directiva de la Unión Europea 98/26 19 de mayo, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y liquidación de valores. Según el artículo 8 de dicha norma y conforme a la modificación efectuada, en el citado artículo, por el Real Decreto Ley 19/2018 de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores⁴⁶⁴ y en la Directiva de la Unión Europea 98/26 de 19

actuación, tanto de *MEFF Exchange SAU*, como de *BME Clearing SAU*. Por todo ello, se han dictado y aprobado las siguientes disposiciones:

Respecto de *MEFF Exchange SAU*, se han aprobado las siguientes normas, todas ellas de 3 de enero de 2018: Nuevo Reglamento de actuación, nuevas Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros y nuevas Condiciones Generales para el Segmento de la Energía.

Por lo que afecta a *BME Clearing SAU*, se han aprobado las siguientes normas, todas ellas de 22 de mayo de 2018: Nuevo Reglamento de actuación, nuevas Condiciones Generales de Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Variable, nuevas Condiciones Generales sobre el Segmento de la Energía, nuevas Condiciones Generales de Transacciones sobre Instrumentos de Renta Fija y nuevas Condiciones Generales de Transacciones de Derivados (Extrabursátiles) de Tipos de Interés en el Segmento de Derivados de Tipos de Interés.

⁴⁶⁴ El reciente Real Decreto ley 19/2018 de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera (por el que se deroga la Ley 16/2009 de 13 de noviembre, de servicios de pago), y que transpone la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre, viene a modificar el contenido del artículo 8 de la Ley 41/1999 de 12 de noviembre sobre sistemas de pagos y liquidación de valores. Así la disposición final primera, de dicho Real Decreto Ley 19/2018 de 23 de noviembre, da una nueva redacción al citado artículo 8 de la Ley 41/1999 fijando su contenido en los siguientes términos:

“A efectos de lo previsto en la presente ley, y sin perjuicio de que puedan reconocerse nuevos sistemas en el futuro de conformidad con el artículo 4, se consideran y reconocen como sistemas

de mayo, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y liquidación de valores (artículo 1, 2º de su Reglamento).

BME Clearing SAU, está regida, igual que la anterior al ser, también, una sociedad anónima, por un Consejo de Administración, encargado de dictar sus normas operacionales. En relación a estas últimas, su órgano de administración, en base a las disposiciones previstas en su Reglamento, puede dictar las correspondientes Circulares, Condiciones Generales de actuación e Instrucciones que al igual que las vistas anteriormente, también, son normas de obligado cumplimiento, teniendo estas normas que tener para su aprobación los mismos requisitos que vimos anteriormente para las de *MEFF Exchange S.A.U.* (artículo 2º, apartado 5º de su Reglamento). Particularmente, en este caso, el Banco de España, además de la CNMV, tiene la facultad supervisora sobre las citadas normas. En su condición de *Entidad de Contrapartida Central (ECC)* realiza todas las funciones de interposición por cuenta propia en los sistemas de compensación y liquidación de los Contratos sobre Instrumentos Financieros negociados en los Mercados que dependen de *MEFF Exchange S.A.U.*

En cuanto a las funciones encomendadas a *BME Clearing S.A.U.* señalaremos, de acuerdo con el artículo 2º, apartado 3º de su Reglamento, las siguientes:

españoles de pagos y de compensación y liquidación de valores y de productos financieros derivados los siguientes:

1. El Sistema Nacional de Compensación Electrónica, gestionado por la Sociedad Española de Sistemas de Pago SA.
2. El sistema de liquidación de valores ARCO, gestionado por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores SAU.
3. La entidad de contrapartida central *BME Clearing SAU*.
4. TARGET 2-Banco de España (abreviado TARGET 2-BE), sistemas de pagos gestionado por el Banco de España y componente español del sistema de grandes pagos denominados en euros "TARGET 2", gestionado por el Sistema Europeo de Bancos Centrales, incluidas sus conexiones con los componentes nacionales TARGET 2".

A su vez el artículo 4 de la Ley 41/1999 establece que para reconocer un "sistema de pagos" se deberá dictar la oportuna resolución administrativa por el Gobierno, a petición de las entidades que participen en el mismo o mediante solicitud motivada del Banco de España o la CNMV o, en su caso, el órgano supervisor correspondiente en el ámbito autonómico.

Los sistemas de pagos y de liquidación de valores se establecen con la finalidad de dar más agilidad, seguridad y transparencia a las transacciones que se realizan a diario en todo tipo de mercados financieros. La forma habitual de operar es mediante la compensación de pagos entre todos los participantes del sistema, de tal forma que, transcurrido un cierto periodo de tiempo, exista un solo saldo positivo o negativo para cada participante.

- a) Actuar como Entidad de Contrapartida Central (*ECC*) y aprobar las Circulares y Condiciones Generales en las que se definan la forma de operar por dicha sociedad.
- b) Tomar todas las medidas necesarias para el desarrollo y funcionamiento correcto, tanto de la compensación como de la liquidación de las transacciones y posiciones abiertas en el desarrollo de su misión como *ECC*.
- c) Dirigir y llevar el Registro Central, así como el Registro de Detalle de los Miembros Registradores.
- d) Actuar como Contrapartida Central respecto de las transacciones anotadas en las cuentas del Registro Central.
- e) Llevar el control de las garantías respecto de las posiciones que, en cada momento, encuentren abiertas.
- f) Informar, de acuerdo con *EMIR*, a la Autoridad Europea de Mercados de Valores, de las transacciones sobre instrumentos financieros en los que haya actuado como *ECC*, así como, definir, por medio de las correspondientes Circulares, los protocolos necesarios para que los miembros o clientes del mercado realicen las correspondientes notificaciones a la Autoridad Europea del Mercado de Valores de las transacciones en que hayan intervenido y en los que *BME Clearing S.A.* haya actuado como *ECC*.

IV) EL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS, NEGOCIADO EN EL MERCADO OFICIAL DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL.

En nuestro reciente ordenamiento jurídico han existido cuatro aplicaciones específicas de contratos de futuros durante la vigencia de la antigua Ley del Mercado de Valores y actual TRLMV:

- a) Los contratos de Futuros Financieros, “stricto sensu”, regulados, actualmente, como hemos visto, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre y los Reglamentos de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018 y *BME Clearing, SAU* de 22 de mayo de 2018. Estos contratos constituyen el núcleo central de nuestro mercado oficial de futuros, por cuanto las experiencias con otro tipo de subyacente no financiero (aceite de oliva y cítricos), o bien han constituido, como veremos, un completo fracaso, o se encuentran (Futuros sobre electricidad) en una fase muy incipiente.

- b) Los contratos de Futuros del aceite de oliva (MFAO)⁴⁶⁵, autorizados al amparo del artículo 49, numero 1º, apartado a) del TRLMV por OM del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de diciembre de 2003, cuya sede se fijó en Jaén, y que gozó, ciertamente, de una corta vida por cuanto en la Junta general de accionistas de 31 de marzo de 2016 se aprobó la renuncia expresa a la autorización para operar (concedida por acuerdo del Consejo de Ministros de 7 de noviembre de 2003), así como se aprobaron, igualmente, los correspondientes acuerdos relativos a la disolución de la Sociedad Rectora de dicho Mercado. Como consecuencia de ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en Resolución de 18 de mayo de 2016, revocó la autorización concedida a la Sociedad Rectora, para la creación del Mercado y procedió a dar de baja a dicho Mercado en los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado Valores.
- c) Los contratos de Futuros y Opciones sobre Cítricos⁴⁶⁶, creados al amparo de la OM del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de julio de 1995, con sede en Valencia, y cuya Sociedad Rectora pasó a denominarse FC & M Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos S.A., teniendo, este Mercado, el carácter de mercado secundario oficial el cual ha gozado, también, de una vida breve al no llegar a funcionar, propiamente, como mercado, dándose solamente la contratación ficticia realizada por los Creadores del Mercado. Dicha sociedad fue adquirida (mediante la compra del 100% de su capital), en el año 2003, por el holding español *Bolsas y Mercados Españoles S.A.*, con lo cual se dió por finalizado la negociación de este tipo de contratos en la plaza financiera de Valencia, dando por tanto extinguido dicho mercado y trasladando su domicilio social a Madrid. A continuación *BME S.A.* convirtió la antigua sociedad Rectora, cambiando su objeto social, en una consultora técnica en proyectos de organización y estructuración empresarial, regímenes normativos y corporativos y procedimientos operativos, procediéndose, en el año 2017 a su disolución y extinción.
- d) Los contratos de Futuros sobre la Electricidad⁴⁶⁷ admitidos, actualmente en España, por la legislación comentada sobre Mercados de Futuros

⁴⁶⁵ En relación al Mercado de Futuros sobre el Aceite de oliva, con base en Jaén, y su corto funcionamiento, puede consultarse MARTIN MESA, Antonio: "El Mercado de Futuros del aceite de oliva (MFAO). Un mercado mundial con sede en Jaén", en el Boletín del Instituto de Estudios Jienenses, Enero-Junio 2009, número 199, Jaén, págs. 293-317.

Por lo que respecta al Mercado de Futuros de Cítricos de Valencia y su funcionamiento, puede consultarse GARCIA-VERDUGO SALES, Javier: "El mercado de Futuros de Cítricos de Valencia: valoración, evolución y perspectivas de futuro", trabajo realizado en el Departamento de Economía Aplicada e Historia Económica de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de la UNED, Economía Agraria nº 183 (Mayo-Agosto 1998), págs. 115-152

⁴⁶⁶ Véase, sobre esta cuestión, el completo estudio de MILLAN NAVARRO, Rocío: "Los Mercados de Futuros de la Electricidad", en la dirección de internet: www.catedra.endesa.us.es/documento/Tesis_Rocío_Millán_Navarro.pdf. (consulta efectuada en diciembre de 2017). Con posterioridad esta Tesis Doctoral ha sido publicada, como monografía, en el año 1999, por Civitas Ediciones, 1999.

⁴⁶⁷ PAREJO GÁMIR, José Alberto, y otros: "Manual del Sistema Financiero Español", 26ª edición actualizada, editorial Ariel, Barcelona, septiembre 2016, págs. 440 y ss.

Financieros se basan en conseguir fijar el precio actual de la electricidad que viene basado en relación a tres variables: precios de los combustibles, producción eólica y reservas hidráulicas, con un sistema de contratos que permitan establecer a los agentes del mercado, comercializadores y distribuidores de energía eléctrica, una serie de coberturas que permitan cubrirse, a futuro, en relación a las oscilaciones del precio de este activo como consecuencia de la variación de las tres variables apuntadas. Dejando aparte la posibilidad de celebrar, sobre esta materia, un contrato bilateral en el que se establece directamente entre un generador y un agente del mercado, tanto la cantidad de energía entregada como el plazo en que debe entregarse. Los contratos financieros normalizados sobre energía eléctrica no tienen base física de entrega de energía sino que se trata de coberturas de riesgo ante la posible oscilación de precio de la energía. Se consigue, así, un precio fijo durante un plazo de tiempo determinado. En estos casos, el agente del mercado comprará la energía en el mercado físico de electricidad realizando, posteriormente, la cobertura y consiguiendo así un precio determinado de venta. Los contratos de Futuros Financieros sobre Energía Eléctrica, que estudiaremos más adelante, son uno de los productos comercializados actualmente por *MEFF Exchange SAU* y en los que, también, actúa, como *ECC, BME Clearing SAU*.

A) Concepto y naturaleza jurídica del contrato de Futuros Financieros.

El contrato de Futuros Financieros puede definirse como “la realización de una transacción económica a plazo, en base a un activo subyacente consistente en valores, préstamos, depósitos, índices, tipos de interés o cualquier otro producto o instrumento financiero, en el entorno de un mercado organizado en el que, necesariamente debe haber una Cámara que asegure la contrapartida que garantice, siempre, el cumplimiento y liquidación, en efectivo metálico, del contrato de adhesión y normalizado en cuestión”⁴⁶⁸.

Son notas económicas (las jurídicas las veremos inmediatamente) configuradoras de este contrato, además de las apuntadas, las siguientes⁴⁶⁹:

- a) La bilateralidad del contrato de tal suerte que entre ambas partes se produce, como ya apuntamos en páginas anteriores, un juego de suma cero.

⁴⁶⁸ En este sentido, véase CASTELLANOS HERNAN, Enrique: “Opciones y Futuros de Renta Variable”, manual práctico, Instituto BEX, 2011, 1^a edición, págs. 22 y ss.

⁴⁶⁹ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Op. cit. págs. 364 y 365.

- b) La necesaria obligación, por parte del inversor, de la constitución de unas garantías específicas, mediante el preceptivo depósito, en efectivo u otros depósitos financieros admitidos por la correspondiente Sociedad Rectora que sirvan para asegurar el correcto cumplimiento del contrato, en la cuantía que determine dicha Sociedad Rectora.
- c) La necesidad de que diariamente se liquiden, mediante unas cuentas abiertas “ad hoc”, los beneficios o pérdidas producidas en cada sesión y que vendrán a determinar que las garantías prestadas estén actualizadas cada día, en función de la marcha del contrato.

Por lo que respecta a la naturaleza jurídica del contrato normalizado de futuros financieros hemos de destacar como notas características las siguientes:

1º.- Tiene siempre el carácter de contrato mercantil, no solo porque, como se ha indicado,⁴⁷⁰ siempre es un acto de comercio que se dá dentro del tráfico mercantil y, por tanto encuadrable en el artículo 2º del C. de C. sino porque, además, viene, expresamente, tipificado en el artículo 2º, nº 2 y 65º nº1 del TRLMV. Disposición legal que, sin discusión alguna, se encuadra dentro de la legislación mercantil especial y sectorial relativa al Derecho del Mercado de Valores, una de las partes especiales del actual Derecho Mercantil.

2º.- Son contratos típicos de “adhesión” por cuanto no pueden tener virtualidad propia al margen del mercado oficial en que se negocian. Están expresamente tipificados ya que, necesariamente, todas y cada una de sus cláusulas están incluidas en un modelo que, previamente, es aprobado por la CNMV, a instancia de la Sociedad Rectora antes de admitirse a su negociación y en base a las Condiciones Generales de dicho contrato (artículo 13 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre). Igualmente, el participante en el mercado solo tiene la posibilidad de celebrarlo o no, pero en ningún caso de negociar ninguno de sus términos.

3º.- En estos contratos, en los que las obligaciones siempre están diferidas en el tiempo, el plazo es un elemento esencial de los mismos. Este plazo no viene determinado por el acuerdo entre las partes sino que, previamente, viene fijado antes de perfeccionarse el mismo por las Condiciones Generales aprobadas con anterioridad (artículo 11º, apartado j) del RD1282/2010 de 15 de octubre).

4º.- Incorporan siempre una obligación dineraria o susceptible de convertirse en dinero. Así el citado artículo 11, apartado j) señala que las condiciones generales del contrato expresaran necesariamente las “reglas de

⁴⁷⁰ IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao: “Los contratos de futuros negociados en los mercados secundarios españoles: aproximación conceptual y consecuencias de política legislativa bursátil”, Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 16, 1995, págs. 13 a 54.

liquidación al vencimiento, con indicación en su caso, de la forma de determinación de los valores entregables o del precio de liquidación al vencimiento". No cabe pues, a diferencia de los contratos de derivados *OTC* el cumplimiento en subyacentes que no sean dinero o valores financieros.

5º.- En nuestra opinión los contratos de futuros financieros negociados en *MEFF Exchange SAU*, se pueden encuadrar dentro de la terminología moderna de "contratos diferenciales" o "negocios por diferencias" definiéndose, estos, como "operaciones negociadas en un mercado de valores, en cuya virtud las partes acuerdan entregar, en fecha cierta, un efectivo igual a la *diferencia* que para entonces se produzca entre el precio de mercado de ciertos activos negociables y su precio pactado para la misma fecha futura, excluyéndose la entrega de dichos activos como modo de cumplimiento"⁴⁷¹, siendo, este, realizado mediante el pago o el cobro de la diferencia puesta de manifiesto al finalizar el contrato⁴⁷².

6º.- Son contratos que se encuadran dentro de la categoría de contratos "aleatorios". Sirva aquí lo dicho, en páginas anteriores, cuando hablamos de los contratos de derivados *OTC* y su configuración como negocios aleatorios⁴⁷³.

7º.- En estos contratos la forma es un requisito esencial. En este sentido la contratación debe, necesariamente, efectuarse sobre los modelos de contratos previamente aprobados, en todas sus cláusulas por la CNMV, a instancias de la Sociedad Rectora. A este respecto, se afirma⁴⁷⁴, las declaraciones negociales tienen que producirse conforme se expresan en las correspondientes "órdenes de contratación" que se generan en el mercado realizadas a través de un miembro del Mercado que, tras casar la operación con la entidad de contrapartida (*ECC*), da lugar a la perfección del contrato en la forma establecida por la Sociedad Rectora.

8º.- Son, siempre, contratos onerosos y bilaterales. Onerosos por cuanto siempre llevan consigo una prestación de dar (bien sea dinero o valores) a favor de una de las partes (bien del particular contratante, bien de la Cámara de Compensación). En estos contratos no hay bilateralidad de las prestaciones por cuanto solo existirá una única prestación, determinable al vencimiento del mismo, y a cargo de una de las partes. No obstante, este hecho no obsta para que el contrato se pueda y deba definir como oneroso. Por otra parte, estos contratos, en nuestra opinión, son siempre bilaterales

⁴⁷¹ Sin embargo, DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso (Óp. cit. pág. 381) parece inclinarse por considerarlos dentro de la categoría genérica de Mercado a Plazo o Contratación a Plazo.

⁴⁷² Véase lo dicho anteriormente en relación al epígrafe 14.3.5.1.

⁴⁷³ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 383.

⁴⁷⁴ Como afirma DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso (Óp. cit. pág. 395) el particular que contrata, siempre, tendrá aparejado, además, dos prestaciones accesorias suplementarias: constituir las garantías exigidas por la Sociedad Rectora y pagar los gastos que la perfección y liquidación del contrato lleve aparejada, aunque, estas dos últimas obligaciones citadas, siempre, tendrán el carácter de accesorias de la obligación principal configurada por la perfección del contrato.

aunque, como hemos dicho, la prestación solo sea satisfecha con cargo a una de las partes intervenientes en el mismo⁴⁷⁵.

En base a todo lo anterior, podemos concluir que la naturaleza jurídica del contrato de futuros financieros viene definida por los siguientes caracteres: Son contratos, denominados por la reciente doctrina “por diferencias”, mercantiles, formales, típicos, de adhesión, bilaterales, aleatorios, que incorporan, siempre una obligación de dar (de carácter pecuniario, tanto en valores como en efectivo), a término y que, necesariamente, tienen que ser objeto de contratación y negociación en un mercado oficial secundario, teniendo los precios que en dicho mercado se determinen, el carácter de precios públicos y oficiales⁴⁷⁶.

B) Elementos personales: Clientes, Miembros del Mercado y organización del mismo.

Conviene, como precisión previa, distinguir dos conceptos en relación a las personas intervenientes en los mercados oficiales de derivados. Por una parte, se encuentran los participantes últimos del Mercado, es decir, los beneficiarios o perjudicados, en última instancia, con la contratación efectuada. Son los destinatarios de los beneficios o pérdidas de las operaciones concertadas. Por otro lado, nos encontramos con los operadores o Miembros del mercado, es decir, aquellas entidades que actúan directamente en éste para que, por cuenta propia o ajena, se produzca la contratación.

Desde un punto de vista económico, los primeros, se afirma⁴⁷⁷, se clasifican en tres categorías en función de la finalidad perseguida:

1) Coberturistas o *hedgers*: Son las personas que actúan en los mercados oficiales de derivados con la exclusiva finalidad de cubrir sus posiciones en el mercado de subyacentes limitando, así, los riesgos que en este último

⁴⁷⁵ PEDROSA, Mónica: Óp. cit. págs. 208 y 209.

⁴⁷⁶ En este sentido como afirma CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso (Óp. cit. páginas 29 y 30) hay tres notas o características jurídicas que configuran el contrato de futuros financieros: la relación del contrato con el activo subyacente, la contraparte del inversor que, necesariamente, tiene que ser una Cámara de contrapartida y la función que cumple el plazo. Por ello, afirma, “en el contrato de futuros financieros no se consiente en transmitir cosa por dinero, sino en lucrarse con la diferencia de precios de magnitudes económicas en distintos mercados (...) de manera que la función de la compraventa en la estructura del contrato es instrumental y no esencial”.

⁴⁷⁷ Más adelante analizaremos los distintos tipos de cuentas que pueden ser abiertas, tanto en *MEEF Exchange SAU* como, sobre todo, en *BME Clearing SAU*.

mercado se puedan producir. Usualmente las posiciones tomadas en el mercado de derivados son las contrarias a las existentes en el mercado de subyacentes⁴⁷⁸.

2) Especuladores: Son aquellas personas que participan en el mercado, no con la idea de limitar riesgos, sino que, por el contrario, tienen como única finalidad maximizar el beneficio con una determinada posición, en base a una predicción sobre cuál va a ser la futura tendencia del mercado⁴⁷⁹.

3) Arbitrajistas: Son los que, en beneficio propio, se aprovechan de las posibles diferencias de precios de mercado de un mismo instrumento financiero, en diferentes mercados o en el mismo, en relación con su precio teórico⁴⁸⁰.

a) El Cliente final.

Todo contrato de Futuros Financieros celebrado, en nuestro Mercado Oficial, da lugar a distintas relaciones jurídicas de diverso contenido cada una de ellas. En particular, podemos señalar, respecto de estas, cuatro distintas que, como mínimo, se producen:

1º.- La relación existente entre el Cliente y el Miembro del Mercado en cuyo nombre este actúa.

2º.- La relación existente entre el Cliente y el Miembro del Mercado con *MEFF Exchange SAU*.

3º.- La relación existente entre el Cliente y el Miembro del Mercado con *BME Clearing SAU*.

4º.- Por último la relación existente entre *MEFF Exchange SAU* y *BME Clearing SAU*. (*Entidad de Contrapartida Central-ECC*).

Comencemos por el estudio de la primera de ellas. En principio, pueden ser clientes de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones cualquier persona física o jurídica dotada de la correspondiente

⁴⁷⁸ Aunque las denominadas coberturas pueden ser, hoy en día, utilizadas por cualquier persona, habitualmente sus principales destinatarios son fondos de inversión y pensiones, gestoras de patrimonios, empresas de seguros, así como, *hedge funds*, también llamados fondos de gestión discrecional.

⁴⁷⁹ No suelen ser titulares de ningún tipo de subyacente vinculado con la posición ostentada en el mercado de derivados.

⁴⁸⁰ Su actuación, actualmente, se encuentra muy limitada como consecuencia de la contratación electrónica en tiempo real, por medio de ordenadores, que hace que los mercados sean bastante eficientes.

capacidad jurídica y de obrar⁴⁸¹. Para ello, tiene que contar con la suscripción del respectivo contrato con, al menos, un Miembro de dicho Mercado procediéndose, en ese momento, a abrir las respectivas cuentas ISA-Agencia⁴⁸² o ISA-PtoP⁴⁸³ o solicitar que sus operaciones se registren en las correspondientes cuentas OSA⁴⁸⁴, en el Registro General, de la *ECC*, y, en su caso, abrir otra cuenta en el correspondiente Registro de Detalle⁴⁸⁵ (artículo 15º, nº 3 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018)⁴⁸⁶. Así mismo, el Cliente responderá frente a cada Miembro por las cuentas abiertas, a través del Miembro con el que formalizó el contrato, en *BME Clearing SAU* (no hay que olvidar que las liquidaciones positivas o negativas así como las garantías generadas, como consecuencia de los contratos de Futuros realizados por el Cliente, en términos generales, la *ECC* los abona o los carga en las cuentas que tiene abierta el Miembro en la *ECC* respectiva).

En cuanto al contrato suscrito entre el Cliente y el Miembro, por el que el primero accede, a través del segundo, al Mercado, no existe ningún tipo de discusión que el mismo debe encuadrarse dentro de los parámetros del contrato de Comisión Mercantil teniendo que completarse, en cuanto a su configuración jurídica, con los añadidos que se contemplan en el Reglamento de *BME Clearing*, que veremos a continuación, y que dan a este tipo de contratos una tipicidad especial.

En este sentido el artículo 16 nº 3, del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU*, de 22 de mayo de 2018, establece, de forma abierta sin

⁴⁸¹ Así se dispone en el artículo 15 número 1º del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

⁴⁸² Las cuentas ISA Agencia, también llamadas Cuentas de Clientes con segregación individual, son definidas por el Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 como aquellas cuentas cuyo titular es un Cliente, en la que se registran de forma individualizada las transacciones, posiciones, garantías y colateral de dicho Cliente.

⁴⁸³ Las Cuentas ISA PtoP, también llamadas Cuentas de Clientes con segregación individual-Principal a principal, son definidas por el Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 como aquellas cuentas cuyo titular es un Miembro Compensador, en la que se registran de forma individualizada, las transacciones, posiciones, garantías y colateral mantenidas por dicho Miembro Compensador, en nombre propio pero por cuenta de un único Cliente.

⁴⁸⁴ Las Cuentas OSA, también denominadas Cuentas de Clientes con segregación ómnibus, son definidas por el Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 como aquellas Cuentas cuyo titular es un Miembro Compensador y en las que se registran las transacciones, posiciones, garantías y colateral mantenidos por el Miembro Compensador, en nombre propio y por cuenta de una pluralidad de Clientes.

⁴⁸⁵ Las Cuentas de Registro de Detalle son definidas por el Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, como aquellas Cuentas establecidas, para el caso en que se prevea para un determinado Segmento en las Correspondientes Condiciones Generales y respecto de las Cuentas OSA del Registro Central, a favor de un Cliente, titular de la misma, en las que se registrarán las transacciones, posiciones, garantías exigidas y colateral aportado por el Cliente, reflejando la posición del Cliente frente al Miembro Compensador titular de la Cuenta OSA.

⁴⁸⁶ CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. págs. 275 y ss.

concretar demasiado, que “la relación contractual entre el Miembro y el Cliente se ajustará a los términos acordados por las partes, con sujeción a los requisitos específicos que en su caso se establezcan en las correspondientes Condiciones Generales, debiendo hacerse constar los derechos y obligaciones que corresponden a los Clientes, el tipo de cuenta, así como la aceptación de la regulación de *BME Clearing SAU* y el sometimiento del Cliente, en relación en su actuación con esta última, tanto la legislación española como la de la Unión Europea”. No obstante, en general, los contratos deberán, entre otras, recoger las siguientes cuestiones⁴⁸⁷:

- a) Descripción del tipo de subyacente de los contratos.
- b) Categoría o grupo de contratos al que pertenece, en su caso.
- c) Importe nominal.
- d) Modo de determinación de los vencimientos de contratos admitidos a efectos de negociación.
- e) Forma de cotización para los contratos que sean objeto de negociación.
- f) Miembros con acceso a la negociación.
- g) Criterios para la introducción de nuevas series, en el caso de las opciones.
- h) Reglas de liquidación al vencimiento, con indicación, en su caso, de la forma de determinación de los valores entregables o del precio de liquidación a vencimiento.
- i) Determinación de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, que podrá ser una entidad de contrapartida central.
- j) Cualquier otra información que sea necesaria para que la negociación permita una formación de precios ordenada y la existencia de condiciones efectivas de liquidación.

Podrán negociarse contratos cuyo cumplimiento exija la entrega efectiva, al precio convenido, del activo subyacente a que se refieran o de otro que resulte equivalente, de acuerdo con lo previsto en dichos contratos. También podrán negociarse contratos cuya liquidación se efectúe por diferencias, abonándose por la parte obligada el importe que resulte de la diferencia entre el precio inicialmente convenido y el precio de liquidación, determinado de acuerdo con lo previsto en sus propias condiciones generales, o contratos cuya liquidación pueda realizarse combinando la entrega física del activo subyacente y la liquidación en efectivo, de acuerdo con lo que se establezca en las condiciones generales.

⁴⁸⁷ Artículo 13 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

Por otro lado, como derechos y obligaciones, del cliente, que también son contemplados en el Reglamento de *BME Clearing SAU* podemos citar los siguientes⁴⁸⁸:

- a) Pedir al correspondiente Miembro la apertura de una cuenta ISA Agencia o ISA PtoP, o solicitar que las transacciones, realizadas por su cuenta, queden registradas en una cuenta OSA y, en su caso, en las correspondientes cuentas de Registro de Detalle, así como solicitar al Miembro el registro de los contratos en los respectivos segmentos en los que tenga la condición de Cliente.
- b) Recibir, a la liquidación del contrato, el precio pactado a cambio del activo subyacente o viceversa.
- c) Recibir información, por parte del Miembro, de los contratos registrados a su favor en su cuenta.
- d) Presentar las oportunas reclamaciones y ser resarcido por el Miembro o por la *ECC* de los perjuicios ocasionados por la actuación de los mismos siempre que haya mediado dolo o culpa grave en su actuación.
- e) Cumplir con el conjunto de normas aprobadas por *BME Clearing SAU*.
- f) Satisfacer, al correspondiente Miembro, los importes debidos por las operaciones realizadas.
- g) Mantener las garantías previamente establecidas por los contratos celebrados, a favor de *BME Clearing SAU*, si es titular de una cuenta de Cliente Individual y a favor de un Miembro Registrador correspondiente, si es titular de una Cuenta sin Segregación o con Segregación.
- h) Cumplir con las normas establecidas en el TRLMV respecto a la conducta a observar y en especial las relativas a su condición de cliente.
- i) Comunicar al correspondiente Miembro si las transacciones son de cierre en los casos en que la normativa así lo requiera.
- j) Aceptar el régimen de compensación contractual de saldos previsto en el presente Reglamento y su normativa de desarrollo.

Como, anteriormente indicábamos estamos en presencia de un contrato de Comisión Mercantil, previsto en el artículo 245 del C. de C. en virtud del cual, el Cliente, que no tiene acceso directo al Mercado, actúa

⁴⁸⁸ Conforme dispone al artículo 16 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

a través de un Miembro del mismo. Actuación esta que, se discute si debe entenderse como representación indirecta o directa⁴⁸⁹.

Por una parte, se dice, el Miembro actúa en nombre propio pero por cuenta del Cliente respondiendo, este último, frente al Miembro Compensatorio General y frente a la propia *BME Clearing SAU* de las obligaciones que asuma en nombre de su cliente⁴⁹⁰, en base a la actuación del Miembro, siempre por cuenta de terceros. Otra parte de la doctrina califica la relación como representación directa⁴⁹¹, en base a que el Cliente está identificado, tanto por *BME Clearing SAU* como, en su caso, por el Miembro Compensador General y por la posibilidad de ejecución directa de las garantías por cualquiera de ellos, directamente, sin tener que recurrir a efectuarlo a través del Miembro por medio del cual se contrata. Una tercera opinión, es la que configura esta relación como una representación singular⁴⁹². En este sentido, se indica, que el supuesto se aproxima a la modalidad de actuación del comisionista que se contempla en el artículo 247 del C. de C. estando en presencia de una figura híbrida propia, exclusivamente, de los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones. De esta manera, se dice⁴⁹³, que las especialísimas normas reguladoras de este tipo de mercados implican que se dé una doble representación. Por un lado, la representación indirecta, en lo que se refiere a la relación existente en cuanto a la contratación de la operación, y, por otro lado, una representación directa, en lo relativo a la ejecución del contrato.

Si estudiamos la configuración de esta o estas relaciones jurídicas (entre Cliente y Miembro, entre Miembro y Miembro Compensador, entre estos últimos y *BME Clearing SAU*, y entre este y el Cliente nos permitimos observar lo siguiente. Por una parte, los artículos 245, 246 y 247 del C de C. se señalan las dos posibles formas de representación:

⁴⁸⁹ Véase, a este respecto: URÍA, Rodrigo: "Derecho Mercantil", Editorial Marcial Pons, Madrid, 28^a Edición, 2002, págs. 709 y 710, y

MASSAGUER FUENTES, José: "La opción financiera: caracterización jurídica", en la obra colectiva: "Los mercados españoles: opciones y futuros financieros", Editorial Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, pág. 276.

⁴⁹⁰ DÍAZ RUIZ, Emilio: "Contratos sobre tipos de interés a plazo y futuros financieros sobre intereses", editorial Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993, pág. 268.

⁴⁹¹ IGLESIAS PRADA, Juan: "El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico" (en la obra colectiva: "Los mercados españoles de opciones y futuros financieros"). Seminario celebrado en la Universidad Menéndez Pelayo del 12 al 16 de Septiembre, publicado por el Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Santander, 1995, óp. cit. págs. 245 a 249.

⁴⁹² CUENCA GARCÍA, Ángeles: "Régimen jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros", editorial Comares, Granada, 1999, págs. 149 a 154.

⁴⁹³ CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Óp. cit. pág. 285.

La *indirecta*, cuya consecuencia más importante es el quedar obligado el comisionista, de modo directo, con las personas con las que contrate, las cuales no tendrán acción contra el comitente, ni este contra aquellas, quedando a salvo, siempre las que tengan entre ellos comitente y comisionista. La *directa*, según la cual el contrato y las acciones derivadas del mismo producirán efecto entre el comitente y las personas que contraten con el comisionista, también, sin perjuicio de las acciones que se den entre comitente y comisionista.

La legislación específica del Mercado de Valores indica lo siguiente: El TRLMV señala en su artículo 69 numero 4, que “los miembros del mercado secundario oficial se atenderán a las obligaciones contempladas en los artículos 209 a 218 y 221 a 224, en relación con sus clientes cuando *actuando por cuenta de estos* ejecuten sus órdenes en un mercado secundario oficial”.

Por su parte, el antiguo Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de Futuros, Opciones y otros instrumentos financieros (actualmente derogado), indicaba, en su artículo 21, numero 1º, apartado a), que los miembros del mercado podrían actuar por “*cuenta ajena, por cuenta propia, o por cuenta ajena y propia*”.

A su vez, el Reglamento vigente de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018, señala, en su artículo 4, numero 1, apartado a), que los Miembros negociaran los contratos en el mercado actuando por “*cuenta propia o por cuenta de sus clientes*”, añadiendo el apartado k) del número 2º del mismo artículo, que tendrán los Miembros la obligación de celebrar con sus clientes “los oportunos contratos que regulen la actuación del Miembro en el Mercado por *cuenta de sus clientes* y los derechos y obligaciones que para ambos se derivan de tal actuación. Dicho contrato podrá prever, a elección del cliente, *la manifestación expresa del cliente sobre la eventual sumisión de sus quejas y reclamaciones frente al Miembro o frente a MEFF al procedimiento de arbitraje previsto en el artículo 25 de este Reglamento*”. Por su parte, el citado artículo 25 del vigente Reglamento establece el procedimiento arbitral para sustanciar todas las reclamaciones que tuviera el cliente directamente, no solamente contra el Miembro actuante sino también, de forma directa contra *MEFF Exchange SAU*.

En el mismo sentido, el Reglamento de *BME Clearing SAU*, de 22 de mayo de 2018, en su artículo 51, indica la posibilidad, por parte del Cliente, de acudir directamente a la Comisión de Reclamaciones de *BME Clearing SAU* (prevista en los artículos 49 y 51 del Reglamento), situación esta que choca, frontalmente, con la idea de representación indirecta a la que hace referencia los artículos 245 y 246 del C. de C. vigente. Por otro lado,

el Cliente queda obligado, según el citado artículo 11, numero 2º, apartado j) “aceptar y colaborar activamente para que, en caso de incumplimiento de su Miembro Agente, entre en vigor el contrato con el segundo Miembro Agente si lo hubiere, o bien, se actue según lo previsto en el régimen transitorio establecido en el artículo 44”, según el cual es *BME Clearing SAU* la que tendrá que adoptar todas las medidas que fueran necesarias para solucionar dicha situación. A su vez el artículo 51 del vigente Reglamento establece, como hemos indicado, igual que en *MEFF Exchange SAU*, el procedimiento arbitral para que el cliente pueda dirimir sus diferencias, no solamente contra el Miembro, sino también, del Cliente contra *BME Clearing SAU*.

Este procedimiento arbitral, tanto en el caso de *MEFF Exchange SAU* como en el de *BME Clearing SAU* se impone, necesariamente, respecto de todas las controversias que se den entre los Clientes, los Miembros y las Entidades anteriormente señaladas, pudiendo excluirse, únicamente, en los supuestos en que, por imperativo legal, las cuestiones no puedan someterse a arbitraje. Es más, el citado artículo, en su apartado 5º, establece la obligación por parte de la *ECC* de poner a disposición de los Clientes un libro de reclamaciones en que se recojan todas las posibles quejas planteadas, por el Cliente, contra *BME Clearing SAU* o contra cualquier Miembro. Por último, conforme al artículo 45, numero 6º, apartado c) del vigente Reglamento de 22 de mayo de 2018, en supuesto de incumplimiento de un Cliente, en el caso de tener saldos deudores y acreedores del mismo Cliente en distintos Miembros, cada uno de estos deberá determinar el saldo neto resultante de cierre de posición del Cliente en cuestión y si hubiera distintos saldos deudores y acreedores en los distintos Miembros será *BME Clearing SAU* la que deberá calcular el saldo final neto correspondiente a cada Miembro, a cuyos efectos se entenderá que las distintas posiciones mantenidas con cada Miembro por el Cliente incumplidor son parte de un único contrato marco, en el sentido del artículo 5, nº1 del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo.

A la vista de las disposiciones anteriormente indicadas, en nuestra opinión, nos inclinamos mas por considerar que estamos en presencia de una representación *directa* “*ex lege*” y ello, no porque las entidades del Mercado, *MEFF Exchange SAU* y *BME Clearing SAU* tengan, en todo momento, conocimiento preciso y concreto de los clientes que contratan ya que, como se afirma⁴⁹⁴, este conocimiento no es un elemento esencial en la representación indirecta, sino, sobre todo, porque las relaciones jurídicas entre todos los intervenientes en la negociación, ejecución, compensación y liquidación del contrato se entremezclan de tal forma que hace, en nuestra opinión, que estemos en presencia de un supuesto claro de representación directa. Obsérvese, igualmente, que en todos y cada uno de los preceptos jurídicos indicados el legislador se abstiene de calificar la relación Cliente-Miembro como *indirecta*, es decir,

⁴⁹⁴ VICENT CHULIA, Francisco: “Compendio crítico de Derecho Mercantil”, 3ª edición, José María Bosch, editor, Barcelona, 1990, Tomo II, páginas 296 y 297.

actuación en nombre propio y por cuenta ajena. Se limita a indicar, en todas las normas comentadas, que el Miembro actuará por *cuenta del cliente*, omitiendo, quizá deliberadamente, ya que, en nuestra opinión, el supuesto comentado (actuación en nombre propio o ajeno), no se adapta, de una forma precisa, a los términos del artículo 246 del C. de C. A mayor abundamiento la posibilidad, tanto por parte del Cliente como por parte de *BME Clearing SAU* de formular las oportunas reclamaciones de forma directa choca frontalmente con la propia definición de *representación indirecta*. En igual sentido, debemos apuntar, que la Comisión Mercantil es un contrato que, tal y como se regula en el C. de C., su configuración viene determinada por la autonomía de la voluntad de las partes contratantes. Por el contrario, en el caso que nos ocupa el contenido del contrato de Comisión Mercantil, tanto en cuanto a su celebración como al contenido y a los efectos que la misma despliega, viene determinado “*ex lege*” por el legislador de tal suerte que el principio de autonomía de la voluntad tiene, en este caso, una actuación limitadísima. En consecuencia, y en nuestra opinión o la relación jurídica que se da entre el cliente y el resto de actores que interviene en el Mercado o lo encuadramos, con las características señaladas como una *representación directa* configurada “*ex lege*” - posición, esta última, por la que nos decantamos- o bien, tendríamos que hablar, como ya se ha apuntado, como un supuesto de representación híbrido creado específicamente para estos casos por la legislación especial del Mercado de Valores.

Por último, indicaremos que a los Clientes les son de aplicación todas las normas relativas a la protección al inversor financiero y al consumidor y a las que específicamente nos hemos referido en anteriores páginas⁴⁹⁵.

⁴⁹⁵ Son causas de incumplimiento, según el artículo 14 del Reglamento de *MEEF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018, las siguientes:

1º.- El inicio de un procedimiento concursal o de intervención (cualquiera que sea su denominación), en relación con el Miembro, su sociedad dominante u otra sociedad relevante de su grupo, o la adopción por una autoridad judicial o administrativa de una medida de carácter universal para la liquidación o el saneamiento del Miembro o de la entidad relevante de su grupo.

2º.- La concurrencia en el Miembro, o en su sociedad dominante u otra relevante del grupo, de cualquier circunstancia que pudiera generar un riesgo para la solvencia económica de *MEEF Exchange* entre las que podría incluirse el incumplimiento por parte de un Miembro de sus obligaciones en otros mercados, sistemas de liquidación o entidades de contrapartida central.

3º.- El incumplimiento por el Miembro de las normas de conducta que les sean aplicables de acuerdo con lo establecido en la Ley del Mercado de Valores, en especial el incumplimiento de las normas relativas a la prevención del abuso de mercado.

4º.- Cualquier otro incumplimiento por el Miembro de las obligaciones previstas en el presente Reglamento, en las Condiciones Generales o en las Circulares que desarrollen el Reglamento, o en su contrato con *MEEF Exchange*.

5º.- Cualquier incumplimiento de un Miembro en el ámbito de sus obligaciones en la Entidad de Contrapartida Central.

b) Los Miembros del Mercado.

Desde una perspectiva jurídica, las personas físicas y jurídicas que dan las correspondientes órdenes para contratar en el Mercado no pueden actuar directamente sino que, necesariamente, se debe realizar a través de unas entidades conocidas como Miembros de Mercado. Así el TRLMV, señala que podrán ser Miembros de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones las siguientes entidades⁴⁹⁶.

a) Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.

b) Las entidades de crédito españolas.

c) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El acceso podrá ser a través de cualquiera de los siguientes mecanismos:

1º- Directamente, estableciendo sucursales en España, de conformidad con el artículo 169 del título V, en el caso de empresas de servicios de inversión, o de conformidad con el artículo 12 de la Ley 10/2014 de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, en el caso de que se trate de sociedades de este tipo⁴⁹⁷.

2º- Haciéndose miembros remotos del mercado secundario oficial, sin tener que estar establecidos en el Estado español, cuando los procedimientos de negociación o los sistemas del Mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones.

⁴⁹⁶ Artículos 66, número 1º y 69, número 2º del TRLMV de 23 de octubre de 2015.

⁴⁹⁷ La nueva redacción dada al artículo 169 del TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre indica textualmente:

"Libre prestación de servicios en España por empresas de servicios y actividades de inversión de Estados miembros de la Unión Europea.

1. La realización en España por primera vez de servicios o actividades de inversión, así como de servicios auxiliares, en régimen de libre prestación de servicios, por empresas de servicios y actividades de inversión autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea, podrá iniciarse una vez que la CNMV haya recibido una comunicación de la autoridad competente del Estado miembro de origen de la entidad, con la información y en los términos establecidos reglamentariamente.

2. Cuando la empresa de servicios y actividades de inversión o entidad de crédito tenga la intención de utilizar agentes vinculados establecidos en su Estado miembro de origen, la CNMV y el Banco de España harán pública su identidad, previamente comunicada por la autoridad competente del Estado miembro de origen.

d) Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el título V para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los Mercados de Valores Españoles.

e) La Administración General del Estado, actuando a través de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España.

f) Aquellas otras personas que, a juicio de la Sociedad Rectora del Mercado Secundario Oficial correspondiente, quien tendrá en cuenta en particular las especiales funciones del mercado que pudieran ser atendidas por aquéllas:

1º.- Sean idóneas.

2º.- Posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación.

3º.- Tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas.

4º.- Dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado secundario oficial puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

La condición de Miembro del Mercado se otorgará por la Sociedad Rectora del mismo, a solicitud del interesado.

En desarrollo de las disposiciones apuntadas del TRLMV, los Reglamentos, tanto de *MEFF Exchange SAU*, de 3 de enero de 2018, como el Reglamento de *BME Clearing SAU*, de 22 de mayo de 2018, establecen las normas que a continuación expondremos.

c) Configuración jurídica y normas de actuación de MEFF Exchange SAU.

El vigente TRLMV recoge⁴⁹⁸, en su artículo 67, numero 1º que “en los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones existirá, conforme a los dispuesto en el artículo 45, una Sociedad Rectora, con forma de sociedad anónima, cuyas funciones básicas serán las de organizar, dirigir y supervisar la actividad del Mercado”. Esta Sociedad Rectora, por tanto, tiene que adoptar, necesariamente, la forma de sociedad anónima y debe regirse por su Consejo de Administración (de al menos cinco miembros) y por un Director General cuyos nombramientos deben ser aprobados por la CNMV, o, en su caso, por la correspondiente Comunidad Autónoma, debiendo tener, los nombrados, reconocida honorabilidad, conocimiento y experiencia en la materia para poder cumplir adecuadamente con sus funciones (artículo 152º, numero 1º, apartado f) TRLMV).

En desarrollo de las disposiciones de la antigua Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores (actualmente TRLMV, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre) se dictó el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre (actualmente derogado), por el que se regulaban los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones y en el que se contenía una primera normativa que desarrollaba los artículos correspondientes de la Ley del Mercado de Valores.

El Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre (actualmente derogado, como hemos indicado, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre), por el que se regulan los Mercados oficiales de Futuros, Opciones y otros Instrumentos Derivados, por una parte derogaba, en su totalidad, el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre⁴⁹⁹ y, por otra parte, daba una nueva regulación a estos Mercados. Como consecuencia de ello, el artículo 2, otorgaba a la correspondiente Sociedad Rectora, no solamente las facultades en orden a la negociación, registro, compensación, liquidación y contrapartida de aquellos contratos sobre instrumentos financieros derivados que fueran objeto de negociación en los mismos, sino que además, les otorgaba la facultad de ejercer la actividad de contrapartida central en base a la cual dicha Sociedad Rectora, además, de desarrollar todas las funciones apuntadas, tenía que dar, por si misma o por medio del correspondiente acuerdo con otra entidad (ECC) contrapartida a todos los contratos negociados en el Mercado⁵⁰⁰, teniendo que elaborarse y aprobarse el correspondiente Reglamento del Mercado. En base a ello, se dictó la

⁴⁹⁸ Ya establecido, anteriormente, por la primitiva Ley del Mercado de Valores.

⁴⁹⁹ Disposición derogatoria única. Derogación normativa, del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre.

⁵⁰⁰ Artículo 10 del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre.

Resolución de 21 de diciembre del 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publicó el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (*MEFF*), el cual, entre otras cosas, estableció la creación de una Sociedad Rectora, bajo la forma de sociedad anónima y ajustada a la legislación específica en la materia, que giraría bajo la denominación de *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados, SAU*, acordándose su aprobación por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su sesión del día 21 de diciembre de 2010, entrando en vigor el 24 de enero de 2011, en base a la cual, la citada sociedad *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados SAU* asumía, tanto las funciones derivadas de la organización y gestión de la negociación del Mercado como los servicios de contrapartida central (*Entidad de Contrapartida Central-ECC*), tal y como disponía en su artículo 2.

No obstante lo anterior, para cumplir con las condiciones y exigencias establecidas por el Reglamento de la Unión Europea, UE 648/2012 de 4 de julio, se dictó la Orden del Ministerio de Economía y Competitividad, OM ECC/1556/2013 de 19 de julio, en la que se autorizó a *MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, SAU* separar las funciones, por una parte, de organización y negociación en el Mercado, y por otra, de contrapartida, compensación y liquidación de operaciones. Como consecuencia de ello la antigua *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados S.A.U.* se escindió en dos sociedades:

Por un lado, se creó una nueva sociedad, llamada *MEFF Exchange SAU* a la que la antigua *MEFF* traspaso todas las competencias relativas a la organización, gestión, contratación y funcionamiento del mercado.

Por otra parte, la antigua sociedad *MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados SAU* retuvo las funciones de contrapartida (*ECC*), compensación y liquidación. Esta última cambió, con posterioridad, su denominación, primeramente a *MEFF Clearing SA* para, finalmente, denominarse *BME Clearing, SAU*, nombre con el que se la conoce actualmente.

Ambas sociedades, *MEFF Exchange* y *BME Clearing*, establecieron, cada una de ellas sus correspondientes Reglamentos de actuación que fueron inicialmente aprobados, los dos, en la misma fecha de 10 de septiembre de 2013. Sin embargo, como ya hemos apuntado, respecto de *BME Clearing SAU*, con posterioridad aprobó un nuevo Reglamento de actuación, de fecha 18 de septiembre de 2017. En la actualidad, como ya hemos indicado, la necesaria aplicación inmediata, aún parcial, de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, la cual contiene la normativa conocida como MIFID II, ha supuesto tener que dictar con carácter de

urgencia, entre otras normas ya apuntadas, para *MEFF Exchange SAU*, un nuevo Reglamento de fecha 3 de Enero de 2018 y para *BME Clearing SAU* otra norma reglamentaria similar que, en este caso, lleva fecha 22 de mayo de 2018.

Por lo que respecta a *MEFF Exchange SAU*, sus facultades y forma de actuación viene contenido por su citado Reglamento de 3 de enero de 2018. En concreto tiene atribuida la organización de la contratación en el Mercado y la gestión del mismo.

En lo relativo a la organización de la contratación, esta se realiza a través de los Miembros del Mercado que son los únicos autorizados para contratar con la *ECC*. El requisito, para acceder a la condición de Miembro del Mercado, la concede el Consejo de Administración de *MEFF Exchange SAU*, previa solicitud por parte de alguna de las entidades que según el TRLMV pueden acceder a dicho estatus, como ya hemos visto anteriormente. Igualmente, en dicha solicitud el futuro Miembro se ha de comprometer a suscribir el correspondiente contrato con *MEFF Exchange SAU* en el que se regulan las relaciones jurídicas entre ambos⁵⁰¹. Por otra parte, todos los Miembros del Mercado, necesariamente, deben ostentar, en alguna de las formas que posteriormente veremos, la condición de Miembros de la *Entidad de Contrapartida Central*, en nuestro caso *BME Clearing SAU*, para poder compensar y liquidar las transacciones correspondientes a los contratos que se negocien en *MEFF Exchange SAU*⁵⁰².

Los Miembros podrán actuar, según su clase, tanto por *cuenta de sus clientes* como por *cuenta propia*⁵⁰³ y perderán su condición de Miembro, conforme al citado artículo 3, apartado 6º, por las siguientes causas:

- a) Por renuncia, manifestada expresamente, mediante solicitud dirigida a *MEFF Exchange SAU*.
- b) Por Declaración de Incumplimiento⁵⁰⁴, en los términos previstos en el capítulo 6º del vigente Reglamento, por parte de *MEFF Exchange SAU* debidamente comunicada a la CNMV y a *BME Clearing SAU*.

⁵⁰¹ Artículo 5 del vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰² Artículo 3, nº 5 del vigente Reglamento *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰³ Artículo 4, apartado a) del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰⁴ Según el artículo 1º, nº 2 del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU*, de fecha 22 de mayo de 2018, esta Entidad ostenta la condición de sistema a los efectos previstos en la Ley 41/1999, de 12 noviembre sobre sistemas de pagos y liquidación de valores y en la Directiva 98/26/CE del

- c) Por la pérdida, por medio del correspondiente procedimiento administrativo tramitado por la autoridad supervisora competente, de la condición en virtud de la cual hubiera obtenido la condición de Miembro.
- d) Por el reiterado fallo de los medios técnicos empleados por el Miembro para la negociación de *MEFF Exchange SAU*, así como el reiterado uso indebido por el Miembro de los medios técnicos que *MEFF Exchange SAU* ponga a su disposición para la negociación y la recepción de la correspondiente información.

A partir de ese momento en que se haya perdido la condición de Miembro, se restringirá de forma inmediata la actuación del mismo en el Mercado, así como, se adoptaran por parte de *MEFF Exchange SAU* todas aquellas medidas que estime oportunas siendo necesaria la comunicación de las mismas a las autoridades competentes, en particular al Ministerio de Economía y Competitividad⁵⁰⁵. La “declaración de incumplimiento”, por parte de *MEFF Exchange SAU* supondrá, respecto del Miembro, la pérdida de su condición de tal, procediendo, aquella a resolver el contrato suscrito entre ambas e indemnizando de todos los perjuicios que pudiera haberle ocasionado⁵⁰⁶.

Por lo que respecta a la supervisión del Mercado, se establece, también, la necesidad de que en todas las sesiones del Mercado exista un Supervisor del mismo que será el encargado de velar por el correcto funcionamiento de la negociación en el mismo. Estos Supervisores del Mercado rendirán cuentas a un Supervisor General que será la máxima autoridad ordinaria respecto a la contratación en la respectiva sesión⁵⁰⁷.

Por último el Reglamento prevé, en relación a las reclamaciones que puedan formular los distintos Miembros a *MEFF Exchange SAU*, que estos deberán, previamente formular su reclamación ante la Comisión de Supervisión y Vigilancia de *MEFF Exchange SAU*. En caso de que no se esté de acuerdo con el criterio mantenido por esta última, se procederá a iniciar el arbitraje previsto en el Reglamento, arbitraje, que será de derecho, y se sustanciará conforme a las disposiciones contenidas en la Ley Española de Arbitraje de 23 de diciembre de 2003, pudiendo, solo, acudir a los tribunales en el caso de que por imperativo legal no pudieran

Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

⁵⁰⁵ Artículos 3, 14, 15, 17, 18 y 19 del vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰⁶ Artículo 20 del vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰⁷ Artículos 21 y 22 del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

someterse al mismo. En igual sentido, se establece que para las posibles reclamaciones de los Clientes frente a los distintos Miembros y a *MEFF Exchange SAU*, en caso de que no se obtenga una respuesta favorable de esta última, el Cliente podrá iniciar el procedimiento arbitral (similar al visto anteriormente para las reclamaciones de un Miembro a *MEFF*) siempre que la reclamación o queja se plantee frente al Miembro y así se hubiera acordado en el contrato entre el Miembro y el Cliente⁵⁰⁸. Por lo que se refiere a la gestión de la contratación, entre *MEFF Exchange SAU* y *BME Clearing SAU*, ambas, tienen suscrito el correspondiente acuerdo, en base a lo establecido en el artículo 13 del Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, en virtud del cual *BME Clearing SAU* se encarga de dar contrapartida, compensar y liquidar todos los contratos negociados en *MEFF Exchange SAU*, conforme a las reglas establecidas al respecto en el correspondiente Reglamento de *BME Clearing SAU* y su normativa correspondiente. Por lo que respecta al registro de los contratos, por *MEFF Exchange SAU*, esta mantendrá un registro contable único, respecto de todos los contratos negociados en el mercado. Igualmente, los correspondientes Miembros tendrán que llevar las respectivas cuentas abiertas en el Registro de Mercado donde se anotaran las transacciones en los que haya intervenido el citado Miembro, comunicándose a continuación a la *Entidad de Contrapartida Central (BME Clearing SAU)* para su contrapartida, compensación y liquidación⁵⁰⁹.

d) Configuración jurídica y normas de actuación de *BME Clearing SAU*

a') Consideraciones previas.-

El vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, establece el régimen, tanto jurídico como económico, de la *Entidad de Contrapartida-ECC*, regulándose las clases de cuentas y los tipos de Miembros, el estatuto que les corresponde en función de su clase, las garantías exigibles a cada uno de ellos, así como la información, las operaciones de contrapartida, los registros que se deben producir respecto de los contratos en los que la *ECC* haga de contrapartida, y las relaciones jurídicas entre *BME Clearing SAU* y los Miembros y entre estos y los Clientes⁵¹⁰, así como, el contenido mínimo de los contratos suscritos entre ellos.

⁵⁰⁸ Artículos 24 y 25 del vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁵⁰⁹ Artículos 7 y 9, apartado 2 -sistema electrónico de órdenes- del vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU*.

⁵¹⁰ El artículo 3, apartado 1º, de la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, señala que "las órdenes de transferencia y la compensación serán exigibles y vinculantes con respecto a terceros, aún en el caso de que se inicie un procedimiento de insolvencia respecto de un participante, siempre que las órdenes de transferencia se hayan cursado al sistema

Por lo que respecta a la actuación de *BME Clearing SAU* como *Entidad de Contrapartida Central* ya dijimos anteriormente que entre ella y *MEFF Exchange SAU* hay suscrito un acuerdo en virtud del cual aquella tiene necesariamente que dar contrapartida a los contratos que se negocien en el Mercado Oficial de Derivados Financieros y que se contraten bajo la supervisión de esta última. Así *BME Clearing SAU* como *ECC* actúa como vendedor frente al comprador y como comprador frente al vendedor y en base a ello, tanto el comprador como el vendedor, dejarán de relacionarse jurídicamente entre ellos, para ser *BME Clearing SAU* la titular de los derechos y obligaciones, individualmente, frente a ambos. Desde el momento del cierre de la operación se procederá a la anotación en el Registro Central y en los respectivos Registros de Detalle⁵¹¹ en los términos que más adelante veremos, del correspondiente contrato y, en base a ello, la interposición de la *ECC* se entenderá irrevocable a efectos de compensación y liquidación del contrato, pudiendo oponerse a terceros en el sentido del artículo 3 de la Directiva 1998/26/CE de 19 de mayo, del Parlamento Europeo y del Consejo.

En base a ello⁵¹², *BME Clearing SAU* actúa como *ECC* sobre las siguientes transacciones de los siguientes instrumentos financieros:

1º.- En el Segmento de Renta Variable, sobre las compraventas de valores de Renta Variable, tanto respecto a las transacciones realizadas dentro del Mercado Oficial como las efectuadas fuera de dicho Mercado.

2º.- En el Segmento de Renta Fija, igualmente respecto de las transacciones realizadas dentro del Mercado como fuera de él, respecto de las compraventas, al contado o a plazo, tanto sobre valores de Renta Fija como sobre compraventas simultáneas sobre valores de Renta Fija.

3º.- En el Segmento de Derivados Financieros, respecto de las transacciones efectuadas en el Mercado y referidas, tanto a las compraventas de contratos de Futuros como a las compraventas de contratos de Opción.

antes del momento de la incoación del procedimiento de insolvencia (.....) aplicándose incluso en el caso de que se inicie un procedimiento de insolvencia contra un participante o contra el operador de sistema de un sistema interoperable que no sea un participante".

Cuando las órdenes de transferencia se cursen a un sistema después de la incoación del procedimiento de insolvencia y se ejecuten dentro de la jornada laborable, con arreglo a las normas del sistema, durante la que se haya incautado dicho procedimiento, solo serán legalmente exigibles y vinculantes con respecto a terceros si el operador del sistema puede probar que, en el momento en que dichas órdenes de transferencia pasaron a ser irrevocables, no tenía conocimiento de la incoación del procedimiento ni obligación de haberlo tenido".

⁵¹¹ Los Miembros Registradores son, como veremos más adelante, una categoría especial de Miembros, dentro de los Miembros autorizados para operar en la *ECC*, que se caracterizan por tener, previa autorización de *BME Clearing SAU* la posibilidad de llevar los Registros de Detalle.

⁵¹² Así se indica en el artículo 2 del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

4º.- En el Segmento de la Energía respecto de los siguientes contratos⁵¹³:

- Compraventas de contratos de Futuros sobre Electricidad MIBEL realizadas en el Mercado.
- Compraventas de contratos de Futuros sobre Gas realizadas tanto en el Mercado como fuera del mismo, referidas a Futuros de Gas Natural como de Futuros de Gas Natural Licuado.
- Contratos *Spot* sobre Gas Natural y Gas Natural Licuado, tanto realizados dentro del Mercado como fuera de él.
- Contratos de Préstamo sobre Gas Natural y/o Gas Natural Licuado realizados fuera del Mercado.
- Contratos de Depósito sobre Gas natural y Gas natural Licuado realizados fuera del Mercado.

5º.- En el Segmento de Derivados de Tipo de Interés (IRS) realizados fuera del Mercado tanto respecto de *Swaps* de tipo de interés como de compraventas a plazo de tipo de interés.

Por otra parte, se establece que *BME Clearing SAU* podrá actuar como *ECC* respecto de los contratos negociados en otros mercados o sistemas multilaterales de negociación siempre que entre el órgano encargado del funcionamiento de dicho mercado o sistema de negociación y aquella se haya establecido que *BME Clearing SAU* actuara como *Entidad de Contrapartida Central* aunque para ello será necesario contar con la aprobación de la CNMV⁵¹⁴. Por ello, *BME Clearing SAU* establecerá los requisitos necesarios, a la relación establecida entre ambas partes, *BME Clearing SAU* como *ECC* y el Mercado, Sistema Multilateral de Negociación (SMN) o Sistema Organizado de Contratación (SOC) respectivo⁵¹⁵, para el correcto funcionamiento de aquella como Entidad Central de Contrapartida. A este respecto, *BME Clearing SAU* establecerá, en las correspondientes Condiciones Generales, las disposiciones relativas a:

⁵¹³ Todos los contratos sobre Gas Natural apuntados comenzaron a ofrecerse, por *BME Clearing SAU*, a partir del 24 de mayo de 2018.

⁵¹⁴ Capítulo 7º del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, artículos 26 a 33.

⁵¹⁵ Artículo 27 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 en relación con lo dispuesto en los artículos 26 a 49 del Real Decreto Ley 21/2017, de 29 de diciembre.

1º.- Las transacciones de Mercado respecto de las que *BME Clearing SAU* actuará como *ECC*.

2º.- Las funciones y servicios que *BME Clearing SAU* llevará a cabo en relación con dichas transacciones de Mercado.

3º.- Los requisitos aplicables a la relación que, en su caso, deba existir entre los Miembros de *BME Clearing SAU* y los miembros de los mercados.

Por otro lado, el Reglamento vigente señala, igualmente, que se articularán los medios necesarios, entre *BME Clearing SAU* y los otros mercados, con objeto de establecer la necesaria coordinación en orden a:

1º.- Establecer que *BME Clearing SAU* pueda aceptar automática e inmediatamente las transacciones efectuadas en otros mercados.

2º.- Establecer que ambas entidades se comuniquen, recíprocamente, las modificaciones o anulaciones de transacciones que se produzcan en sus respectivos ámbitos.

3º.- Establecer que ambas entidades se comuniquen, reciprocamente, los incumplimientos en que hayan incurrido los Miembros del correspondiente Mercado y los Miembros de *BME Clearing SAU*.

4º.- Establecer que ambas entidades se comuniquen recíprocamente la suspensión momentánea, la finalización o la extensión extraordinaria de la sesión que se produzcan en sus respectivos ámbitos.

b') Clases de Cuentas

Como hemos dicho anteriormente, una vez el contrato se ha celebrado entre el comprador o vendedor y *BME Clearing SAU*, actuando esta última como *Contrapartida Central*, se procede a su registro. El Reglamento establece que, en primer lugar, el contrato se anote en el llamado Registro de Operaciones que es llevado por *BME Clearing SAU* y que se integra dentro del denominado Registro Central⁵¹⁶.

⁵¹⁶ Según dispone el artículo 19 del Reglamento de *BME Clearing SAU* "la llevanza del Registro de Operaciones corresponde a *BME Clearing SAU*, que llevará el Registro Central (.....). Serán objeto del Registro de Operaciones las transacciones, las posiciones resultantes de las transacciones, las

Junto a este Registro Central, llevado por la *ECC*, existen los denominados Miembros Registradores⁵¹⁷, encargados de llevar el llamado Registro de Detalle⁵¹⁸. En este sentido, la Cuenta se define como la parte del Registro de Operaciones donde se anotan las diversas transacciones, las posiciones resultantes, las garantías exigidas y el colateral, así como las restantes actuaciones derivadas de las transacciones registradas que deban ser objeto de anotación. En general, cada Cuenta del Registro Central estará formada, a su vez, por una o varias Cuentas de Posición, de Garantías y de Colateral (todas estas, como veremos a continuación, de carácter instrumental). Las distintas clases de Cuentas se indican en el artículo 1 del vigente Reglamento y que podemos agrupar, a efectos de sistematización dado su número, en las siguientes categorias:

1º.- Cuentas específicas:

- **Cuenta de Cliente con segregación individual-Agencia (ISA Agencia):** Cuenta cuyo titular es un **cliente**, en la que se registran de

garantías exigidas y el colateral, así como cualesquiera otras operaciones derivadas de las transacciones registradas y que deban ser objeto de anotación”.

⁵¹⁷ El artículo 2 del Reglamento de la UE 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, en su apartado 1º, letra K, epígrafes (i) y (iii) dice textualmente:

“Actividades de creación de mercado: las actividades de las empresas de inversión, las entidades de crédito, las entidades de terceros países o una de las empresas contempladas en el artículo 2º, apartado 1, letra I) de la directiva 2004/39CE que sean miembros de una plataforma de negociación o de un mercado de un tercer país cuyo marco jurídico y de supervisión la Comisión haya declarado equivalente de conformidad con el artículo 17º, apartado 2, si actúan como principal en relación con un instrumento financiero, negociado dentro o fuera de una plataforma de negociación, en cualquiera de las siguientes formas:

- (i) Anunciando simultáneamente cotizaciones firmes de compra y venta de magnitud comparable y en condiciones competitivas, proporcionando así de forma regular y permanente liquidez al Mercado.
- (ii) Cubriendo las posiciones resultantes de la ejecución de las actividades a que se refieren los incisos (i) y (ii)”.

⁵¹⁸ El artículo 19 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 establece la posibilidad que el Registro de Detalle de las Cuentas OSA del Registro Central, sea llevado, conjuntamente, con *BME Clearing SAU* por los llamados Miembros Registradores. Estos son definidos, a su vez, por el Reglamento como aquellos Miembros Compensadores, individuales o generales que realizan la función de gestionar un Registro de Detalle (artículo 1, apartado 4º).

forma individualizada las transacciones⁵¹⁹, posiciones⁵²⁰, garantías⁵²¹ y colaterales⁵²² de dicho cliente⁵²³.

- **Cuenta de Cliente con segregación individual-Principal a principal (ISA PtoP):** Cuenta cuyo titular es un *Miembro Compensador*⁵²⁴, en la que se registran las transacciones, posiciones
-

⁵¹⁹ Se define como “transacción”, a los efectos del Reglamento de *BME Clearing SAU*, todo tipo de negocio jurídico sobre los instrumentos financieros o cualquier otro tipo de activos que determine *BME Clearing SAU* o sobre los que esta desarrolle alguna de sus funciones. En este sentido, las transacciones pueden ser de mercado o fuera de mercado. Las primeras son las ejecutadas dentro del mercado y conforme a las reglas del mismo. Las segundas son las celebradas fuera de aquél, pero que, respecto de las cuales, *BME Clearing SAU* haya celebrado los correspondientes acuerdos con las partes intervenientes en la transacción.

⁵²⁰ La “posición” es el saldo económico de los distintos instrumentos financieros que se correspondan en cada momento con las distintas transacciones realizadas y registradas en una cuenta. Puede ser posición “neta”, si ha sido objeto de compensación entre las distintas partidas que componen la posición, o “bruta” si no se ha producido dicha compensación.

⁵²¹ Las “garantías” son los importes exigidos a los Clientes y a los Miembros por las posiciones detentadas, a través del tiempo que los instrumentos estén vivos, anotadas en las correspondientes Cuentas de Garantías.

⁵²² Los “colaterales” son los activos aportados a *BME Clearing SAU*, anotados en las correspondientes Cuentas de Colateral a favor del Cliente o Miembro y en las que se materializan las garantías exigidas. Son fundamentales para cubrir los riesgos de las posiciones mantenidas por los intervenientes en el Mercado.

⁵²³ El “cliente” es la persona física o jurídica que, a través de un Miembro del Mercado (Compensador o No Compensador), realiza las diferentes transacciones, dependiendo del Segmento en que actúe.

El Reglamento de *BME Clearing SAU* distingue varias clases de Clientes:

- a) Cliente compensador Directo: Es la entidad que, a través de un Miembro, actúa en uno o varios Segmentos registrándose sus transacciones, posiciones, garantías y colateral en una Cuenta Propia de Cliente Compensador Directo.
- b) Cliente Directo: Es la entidad de crédito o la ESI que, teniendo la condición de Miembro No Compensador Ordinario o Cliente de un Miembro Compensador, presta servicios de compensación a un Cliente Indirecto mediante un Acuerdo de Compensación Indirecta.
- c) Cliente Indirecto: Es la persona, física o jurídica, que recibe los servicios de compensación a través de un Cliente Directo (antes visto), registrándose las transacciones realizadas por su cuenta, posiciones, garantías y colateral en una Cuenta OSA de Clearing Indirecto o una Cuenta GOSA de Clearing Indirecto, todo ello mediante, también de un Acuerdo de Compensación Indirecta, previamente suscrito.

⁵²⁴ Los Miembros Compensadores, según el Reglamento, pueden ser de dos tipos: Compensadores Generales y Compensadores Individuales.

Los Miembros Compensadores Generales son aquellos que teniendo como contrapartida siempre a *BME Clearing SAU* llevan a cabo todas las actuaciones previstas para los Miembros, manteniendo toda clase de Cuentas y pudiendo actuar por cuenta propia, por cuenta de sus clientes y por cuenta de los Miembros No Compensadores. Son los únicos que pueden ser Miembros Agentes de un Cliente Compensador Directo, actuando en nombre y por cuenta de este.

garantías y colaterales mantenidas por el *Miembro Compensador*, en nombre propio o por cuenta de un único cliente.

- **Cuenta de Clientes con segregación ómnibus (OSA)⁵²⁵:** Cuenta cuyo titular es un *Miembro Compensador*, en la que se registran las transacciones, posiciones, garantías y colaterales mantenidos por el Miembro Compensador, tanto en nombre propio como por cuenta de una pluralidad de clientes.
- **Cuenta de Clientes con segregación ómnibus-Clearing indirecto (OSA de Clearing indirecto):** Cuenta cuyo titular es *un Miembro Compensador, un Miembro No Compensador⁵²⁶ o un Cliente de un Miembro Compensador*, en la que se anotan las transacciones, posiciones y garantías mantenidas por cuenta de una pluralidad de Clientes indirectos del titular de la Cuenta o de un Miembro No Compensador Ordinario del Miembro Compensador General titular de la cuenta.
- **Cuenta de Clientes con segregación ómnibus de registro bruto-Clearing indirecto (GOSA de Clearing indirecto):** Cuenta cuyo titular es *un Miembro Compensador, un Miembro No Compensador o un Cliente de un Miembro Compensador*, en la que se anotan las transacciones, las posiciones y garantías mantenidas por cuenta de cada uno de los Clientes indirectos del titular de la Cuenta o de un Miembro No Compensador Ordinario del Miembro Compensador General titular y en las que se anota el colateral mantenido por cuenta del conjunto de dichos clientes indirectos.
- **Cuenta de Registro de Detalle:** En los casos en que así se prevea, para un determinado Segmento, en las correspondientes condiciones generales y respecto de las cuentas OSA del Registro Central, es la Cuenta cuyo titular es un Cliente y en la que se registran las transacciones, posiciones, garantías y colateral aportado por el

Los Miembros Compensadores Individuales son los que teniendo, también, como contrapartida siempre a *BME Clearing SAU* solo pueden actuar por cuenta propia, respecto de sus Clientes, pero, sin embargo, no pueden actuar por ningún otro Miembro.

⁵²⁵ Reciben la denominación de “cuenta ómnibus” aquellas cuentas que recogen la situación patrimonial de una pluralidad de clientes.

⁵²⁶ El Miembro No Compensador puede ser, también de dos clases: No Compensador y Miembro No Compensador Ordinario.

El primero de ellos, el Miembro No Compensador, es el que teniendo como contrapartida a *BME Clearing SAU* realiza las actuaciones a través de un Miembro Compensador General. Pueden tener abiertas, a su nombre, cuentas ISA Agencia, OSA de Clearing Indirecto y GOSA de Clearing Indirecto.

El segundo, el Miembro No Compensador Ordinario es que teniendo como contrapartida, también, a *BME Clearing SAU* no mantien cuentas, a su nombre, en el Registro de Operaciones, realizando sus funciones a través de los Miembros Compensadores Generales y a través de las cuentas de estos últimos.

Cliente, reflejando la posición del Cliente frente al Miembro Compensador titular de la cuenta OSA.

- **Cuenta Propia:** Son cuentas cuyo titular es un Miembro Compensador o un Miembro No Compensador, en las que se anotan las transacciones, posición, garantías y colateral del Miembro titular de la Cuenta.

2º.- Cuentas instrumentales

Son las que, contablemente, recogen los activos aportados por los Clientes y los Miembros y en los que se materializan las garantías prestadas por aquellos, teniendo por objeto y finalidad cubrir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones en que estos puedan incurrir. Se denominan instrumentales porque tienden a facilitar la información sobre las operaciones realizadas y las posiciones existentes. Son de dos clases:

- a) Las Cuentas de Colateral⁵²⁷.
- b) Las Cuentas de Garantías⁵²⁸.
- c) Las Cuentas de Posición⁵²⁹.

⁵²⁷ Dentro de las Cuentas de Colateral se distinguen, a su vez, tres tipos distintos de Cuentas:

1. Cuenta de Colateral por Posición: Es una cuenta de carácter instrumental en la que se anota el colateral directamente destinado a cubrir las garantías exigidas por posición y reflejadas en las correspondientes Cuentas de Garantías.
2. Cuenta de Colateral por Garantías: Es una cuenta instrumental en la que se anota el Colateral destinado a cubrir las garantías exigidas a un Miembro, distintas de las garantías prestadas por Posición, en la que se diferencian la garantía colectiva, la garantía individual y la garantía extraordinaria.
3. Cuenta de Colateral o Cuenta BUFFER: Es una cuenta de carácter instrumental en la que se anota el Colateral destinado a cubrir, al final del día, el déficit de Colateral de las Cuentas de Colateral.

⁵²⁸ Las Cuentas de Garantías son unas cuentas instrumentales en la que se anotan los importes correspondientes a las Garantías por Posición exigidas en relación con las posiciones registradas en las Cuentas de Posición, pudiendo ser de cálculo neto o de cálculo bruto. Igualmente, son también Cuentas de Garantías aquellas en las que se anotan los importes correspondientes a las garantías exigidas a un Miembro en relación a su actuación en cada uno de los correspondientes Segmentos, distintos de las garantías de Posición (la aportación a la garantía colectiva, garantía individual y la garantía extraordinaria).

⁵²⁹ Las Cuentas de Posición son cuentas de carácter instrumental que tiene por objeto anotar las transacciones y posiciones resultantes, pudiendo ser, igualmente, de registro bruto o de registro neto.

c') Clases de Miembros:

En cuanto a quien puede adquirir la condición de Miembro, el del Reglamento⁵³⁰ señala que podrán optar las siguientes entidades:

1º.- Las empresas de servicios de inversión que estén establecidas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.

2º.- Las entidades de crédito españolas.

3º.- Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea, que estén autorizados para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.

4º.- Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea siempre que cumplan los requisitos establecidos por la legislación española del Mercado de Valores, para operar en España y cuenten con la autorización pertinente en sus respectivos países para ejecutar las órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.

5º.- El Banco de España y otras entidades, residentes o no que realicen actividades análogas en los términos previstos en la Ley del Mercado de Valores y disposiciones complementarias, previa aprobación, en este caso de la CNMV.

6º.- Aquellas otras personas, que a juicio de *BME Clearing SAU*, sean idóneas, cuenten con un nivel suficiente de aptitud, organización y competencia en materia de compensación y liquidación así como, los recursos necesarios para ejercer estas funciones.

Por lo que respecta a los tipos de Miembros que prevé el Reglamento de *BME Clearing SAU*, al igual que hemos visto para las diferentes Cuentas, son sin duda de una variedad complicada y diversa. Frente a la sencillez del Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, que solo hacía referencia a las clases de Miembros en función de que actúen por *cuenta ajena, por cuenta propia, o, por cuenta ajena y propia*, las especiales funciones de contrapartida, registro, compensación, liquidación y gestión de garantías de los contratos que tiene asignado *BME Clearing SAU*, hace que, en base a las diferentes funciones asumidas por los Miembros, se tengan que establecer distintas categorías de los mismos.

⁵³⁰ Artículo 3, números 1º y 2º del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

El artículo 1 del vigente Reglamento define como Miembro a todos aquellos de los previstos en el Capítulo 2 del Reglamento (artículos 2 al 9). Por consiguiente, según los artículos 3 y 4 del Reglamento, y dentro de las entidades indicadas, se puede establecer las siguientes clases de Miembros, a efectos de *BME Clearing SAU* (artículo 4 del Reglamento) que detallamos a continuación:

1º.- Miembros Registradores:

Su estatuto viene regulado en los artículos 1 y 25 del vigente Reglamento de 22 de mayo de 2018 y constituyen, junto con los Miembros Compensadores Generales, la categoría más importante de Miembro por las funciones que tienen encomendadas. Los Miembros Registradores, pueden ser, a su vez, Miembros Compensadores Individuales o Miembros Compensadores Generales y son los que realizan las funciones de llevanzade del Registro de Detalle en relación con las Cuentas OSA del Registro Central⁵³¹.

Tienen la obligación de suministrar, obligatoriamente, a las autoridades competentes, en general, y a *BME Clearing SAU*, en particular, toda la información que les sea requerida respecto de las transacciones, de cada Cliente registradas en las Cuentas de Registro de Detalle. Igualmente, deben comunicar las transacciones de cierre, respecto de las transacciones registradas en las Cuentas del Registro de Detalle y el ajuste de Posición, que debe realizar *BME Clearing* en las Cuentas OSA del Registro Central.

Todos los Miembros Registradores deberán, para poder gestionar un Registro de Detalle, cumplir con una serie de condiciones que pueden resumirse en las siguientes:

- a) Disponer del nivel de recursos suficientes que establezca *BME Clearing SAU*, según el Segmento en que opere el Miembro, al objeto de que el mismo cuente con un nivel adecuado de solvencia, disponibilidad y seguridad financiera.
- b) Gestionar las Cuentas de Registro de Detalle de cada Cliente de manera que las transacciones anotadas en las Cuentas OSA, abiertas en el Registro Central tengan fiel reflejo en aquellas.

⁵³¹ En este sentido están facultados por el Reglamento de *BME Clearing SAU* a realizar traspasos entre cuentas de Clientes siempre que tengan por objeto subsanar posibles errores en las transacciones efectuadas y recogidas en el el Registro de Detalle. Están, igualmente, sujetos al régimen general de incumplimientos previstos en los artículos 38 a 46 del citado Reglamento.

- c) Realizar, igualmente, la gestión de las garantías correspondientes a las posiciones registradas en cada Cuenta del Registro de Detalle.
- d) Obtener el cálculo de las liquidaciones correspondientes a las transacciones registradas en cada Cuenta de Registro de Detalle.
- e) Realizar la liquidación de las posiciones en los correspondientes sistemas de liquidación con los que *BME Clearing* haya alcanzado los oportunos acuerdos en relación con las transacciones que figuren en las Cuentas del Registro de Detalle.
- f) Asignar los ejercicios de Opciones parciales o las entregas con múltiples entregables sobre las Cuentas de Registro de Detalle.
- g) Constituir la garantía individual que se establezca para el Segmento en que opere conforme a las Condiciones Generales específicas.

Los Miembros Registradores deberán comunicar las transacciones que sean de cierre respecto de las transacciones anotadas en las Cuentas del Registro de Detalle y el, consiguiente, ajuste de posición que deba realizar en las Cuentas de Clientes con Segregación General del Registro General⁵³².

2.- *Miembros Compensadores Generales:*

Es la clase de Miembro más importante. Son Miembros que participan de las actividades de *BME Clearing SAU* como Miembros Compensadores⁵³³, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 2, número 14 de *EMIR*, pudiendo llevar a cabo todas las actuaciones previstas para los Miembros en el vigente Reglamento de *BME Clearing SAU*, manteniendo, a este respecto, toda clase de cuentas y pudiendo actuar, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes, así como, por los Miembros No

⁵³² La condición de Miembro Registrador y, consecuentemente la llevanza del Registro de Detalle, puede ser, en todo momento, revocada por *BME Clearing SAU*, en aquellos casos en que dicho Miembro incumpliera cualquiera de las condiciones impuestas en el Reglamento de *BME Clearing SAU*, adoptándose por parte de la Entidad de Contrapartida Central, todas aquellas medidas que juzgue necesarias, siendo preceptiva la comunicación -que no autorización- a la CNMV.

⁵³³ La “compensación” se define por el artículo 1, apartado 4º del Reglamento de *BME Clearing SAU* como aquella operación “por la que se crea una única obligación jurídica que abarca todas las obligaciones de pago y derecho de cobro de efectivo o las obligaciones de entrega y derechos a la recepción de valores u otros instrumentos financieros o activos derivados de las transacciones registradas en aquellas cuentas respecto de las cuales así se establezca, en virtud de la cual, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto resultante de tales obligaciones y derechos, reflejado en una posición neta”.

Compensadores y los Miembros No Compensadores Ordinarios, teniendo que tener, en todo caso como contrapartida a *BME Clearing*.

El Miembro Compensador General adquiere, por otro lado, el compromiso con *BME Clearing SAU* de responder frente a esta última Entidad de la constitución y mantenimiento de las garantías precisas, en cada momento, correspondientes a las posiciones de las cuentas de los Miembros No Compensadores o independientemente que estos últimos, o sus clientes, hayan cumplido o no con dicha obligación frente al Miembro No Compensador o al Miembro Compensador según corresponda.

Igualmente, el Miembro Compensador tiene la obligación de pagar las correspondientes liquidaciones que se produzcan en relación a los contratos en que intervenga. Especialmente los Miembros Compensadores Generales deben satisfacer a *BME Clearing SAU* las liquidaciones que se produzcan en relación a los Miembros no Compensadores, y en su caso a los clientes de estos últimos, aunque los mismos no hayan cumplido con sus obligaciones frente al Miembro Compensador o Miembro No Compensador. Todo ello en base al contrato que, necesariamente, debe estar suscrito, con carácter previo, entre el Miembro No Compensador y el Miembro Compensador General y que debe contemplar la responsabilidad solidaria del Miembro Compensador General frente a *BME Clearing SAU* por todas las cuentas que aquel tenga abiertas por los Miembros No Compensadores. En el mismo sentido el Miembro Compensador General deberá constituir y mantener las garantías correspondientes a las posiciones de las cuentas patrocinadas de los Miembros No Compensadores por *cuenta propia*.

Estas obligaciones se prolongan en el tiempo, incluso, en el caso de que el Miembro Compensador General haya cesado en su actividad como Miembro de la *ECC*. La condición de Miembro de *BME Clearing SAU* solo se pierde o por renuncia del Miembro (adoptándose, en este caso, con carácter previo a hacer efectiva la renuncia por parte de la *ECC*, todas las medidas necesarias para traspasar o cerrar las posiciones que tuviera abiertas el Miembro) o por Declaración de Incumplimiento, en similares términos a los vistos anteriormente para los Miembros de *MEFF Exchange SAU*.

El Miembro Compensador General adquiere, por otro lado, el compromiso con *BME Clearing SAU* de responder frente a esta última Entidad de la constitución y mantenimiento de las garantías precisas, en cada momento, correspondientes a las posiciones de las cuentas de los Miembros No Compensadores o independientemente que estos últimos, o sus Clientes, hayan cumplido o no con dicha obligación frente al Miembro No Compensador o al Miembro Compensador según corresponda.

3.- Miembros Compensadores Individuales:

Son Miembros que, igualmente, participan de todas las actividades de *BME Clearing SAU*, de conformidad, también, con el artículo 2, número 14 de *EMIR*⁵³⁴, pero que, a diferencia de los anteriores solo pueden actuar, teniendo como contrapartida a *BME Clearing SAU*, respecto de las operaciones que realicen por cuenta propia y por cuenta de sus Clientes, pero no pueden actuar por cuenta de ningún otro Miembro.

En cuanto a este tipo de Miembros, señala el vigente Reglamento⁵³⁵, que pueden mantener y gestionar en el Registro de Operaciones de *BME Clearing SAU*, todos los tipos de Cuentas indicadas. Asimismo, podrán comunicar para su registro, solicitarlo, realizar y aceptar el traspaso de transacciones, actuando por cuenta propia o por cuenta ajena de sus Clientes, respondiendo, a su vez, frente a *BME Clearing SAU* del cumplimiento de todas las obligaciones relativas a las posiciones registradas tanto en sus cuentas como en las cuentas de sus Clientes.

Por último, los Miembros Compensadores que presten servicios a Clientes que hayan optado porque las transacciones realizadas por su cuenta se registren en las Cuentas OSA del Registro Central y para los casos que deban llevar las correspondientes Cuentas de Detalle ser titulares de cuentas de Registro de Detalle, deberán cumplir con los requisitos de los Miembros Registradores, a fin de poder gestionar dicho Registro de Detalle.

4º.- Miembros No Compensadores:

Son los que, teniendo como contrapartida siempre a *BME Clearing SAU*, pueden llevar a cabo todas las actuaciones a través de los Miembros Compensadores Generales, los cuales actúan en nombre y por cuenta de los primeros, pudiendo abrir, en el Registro de Operaciones de *BME Clearing SAU*: Cuentas Propias, Cuentas ISA Agencia, Cuentas OSA de *Clearing Indirecto*, Cuentas GOSA de *Clearing Indirecto*⁵³⁶.

⁵³⁴ El artículo 2, número 14, del Reglamento 648/2012 de 4 de julio del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, define a los Miembros Compensadores como las empresas que participan en una *ECC* y que son responsable del cumplimiento de las obligaciones financieras derivadas de dicha participación.

⁵³⁵ Artículo 4, número 2 del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

⁵³⁶ Ya hemos definido, anteriormente, el concepto de Cuenta ISA Agencia, el de Cuenta OSA de *Clearing Indirecto* y el de cuenta GOSA de *Clearing Indirecto*. Por lo que respecta a las denominadas

En este sentido, responden frente a *BME Clearing SAU*, solidariamente, junto con cada uno de sus Miembros No Compensadores, del cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a las transacciones registradas en las Cuentas del correspondiente Miembro No Compensador, independientemente de que este haya cumplido o no dicha obligación ante el Miembro Compensador General.

Cuando actúen por cuenta de sus Clientes, titulares de Cuentas ISA-Agencia o por cuenta de Clientes Indirectos, los Miembros No Compensadores transmitirán a aquellos el efectivo o los valores que *BME Clearing* haya puesto a su disposición a través de un Miembro Compensador General.

Igualmente, los Miembros No Compensadores deberán, necesariamente, celebrar un contrato con uno o, como máximo, con dos Miembros Compensadores Generales, respondiendo ante cada uno de ellos de forma independiente del cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a las transacciones registradas en las Cuentas que hayan quedado identificadas en *BME Clearing*, con independencia de que los Clientes Indirectos hayan cumplido o no con sus obligaciones ante el Miembro No Compensador. Por otra parte, dichos Miembros no mantienen Cuentas en el Registro de Operaciones. En este sentido, todo el Registro de Operaciones, por las transacciones que dichos Miembros intervengan, así como, para la apertura de las Cuentas que procedan, deberá efectuarse a través de un Miembro Compensador General.

5º.- *Miembros No Compensadores Ordinarios:*

Son los Miembros que, teniendo como contrapartida a su Miembro Compensador General y no manteniendo cuentas en el Registro de Operaciones de *BME Clearing*, pueden llevar a cabo actuaciones en nombre propio y por cuenta de sus Clientes, respondiendo frente al citado *BME Clearing SAU*, como responsables directos y únicos, del cumplimiento de las obligaciones surgidas con ocasión de las transacciones en que intervengan y registradas en las cuentas abiertas, a solicitud del Miembro No Compensador Ordinario, independientemente que éste haya cumplido sus obligaciones frente al Miembro Compensador General.

El Miembro Compensador General adquiere, por otro lado, el compromiso con *BME Clearing SAU* de responder frente a esta última

Cuentas Propias son, según el Reglamento, aquellas cuyo titular es un Miembro Compensador o un Miembro No Compensador en las que, exclusivamente, se anotan las transacciones, posiciones, garantías y colaterales del Miembro titular.

Entidad de la constitución y mantenimiento de las garantías precisas, en cada momento, correspondientes a las posiciones de las cuentas de los Miembros No Compensadores o independientemente que estos últimos, o sus Clientes, hayan cumplido o no con dicha obligación frente al Miembro No Compensador o al Miembro Compensador según corresponda.

Igualmente, el Miembro Compensador, sea cual sea su clase, tiene la obligación de pagar las correspondientes liquidaciones que se produzcan en relación a los contratos en que intervenga. Especialmente los Miembros Compensadores Generales deben satisfacer a *BME Clearing SAU* las liquidaciones que se produzcan en relación a los Miembros No Compensadores, y en su caso a los Clientes de estos últimos, aunque los mismos no hayan cumplido con sus obligaciones frente al Miembro Compensador o Miembro No Compensador. Todo ello en base al contrato que, necesariamente, debe estar suscrito, con carácter previo, entre el Miembro No Compensador y el Miembro Compensador General y que debe contemplar la responsabilidad solidaria del miembro Compensador General frente a *BME Clearing SAU* por todas las Cuentas que aquel tenga abiertas por los Miembros No Compensadores. En el mismo sentido, el Miembro Compensador General deberá constituir y mantener las garantías correspondientes a las posiciones de las cuentas patrocinadas de los Miembros No Compensadores por *cuenta propia*⁵³⁷.

e) Los llamados “Creadores de Mercado”.

Se denominan “Creadores de Mercado” a aquellas Entidades-Miembros que, previamente autorizadas, ofrecen, en firme, cotizaciones o precios, simultáneamente, de compra y venta para determinados contratos de Derivados Financieros cotizados, consiguiendo dar, de forma regular y permanente, liquidez al Mercado. Tienen, por tanto, como finalidad y objetivo ofrecer al Mercado distintas posiciones de compra y venta de los distintos productos negociados, por cuenta del Miembro “Creador de Mercado”⁵³⁸.

⁵³⁷ Estas obligaciones se prolongan en el tiempo, incluso, en el caso de que el Miembro Compensador General haya cesado en su actividad como Miembro de la ECC y, a este respecto, igual que veíamos, para los Miembros de *MEFF Exchange SAU*, la condición de Miembro de *BME Clearing SAU* solo se pierde, o, por renuncia del Miembro (adoptándose, en este caso, con carácter previo a hacer efectiva la renuncia por parte de la ECC, todas las medidas necesarias para traspasar o cerrar las posiciones que tuviera abiertas el Miembro) o por Declaración de Incumplimiento, en similares términos a los vistos anteriormente para los Miembros de *MEFF Exchange SAU*.

⁵³⁸ Los “creadores de mercado” son los denominados en inglés *market maker*, los cuales mediante un contrato celebrado con la entidad rectora del mercado ofrecen, respecto de un producto o de un conjunto de productos, precios de compra y venta, de manera continuada y simultánea, en el tiempo que permanece abierto el mercado. Los *market maker* son, en muchos casos *brokers* los cuales, en algunos casos, al situarse fuera de España, escapan a la jurisdicción de la CNMV y al contar y disponer de mesas de contratación propias operan tanto por cuenta de sus clientes como por

En nuestra legislación del Mercado de Valores, los “Creadores de Mercado” fueron introducidos por el Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012, que los regula en su artículo 2, apartado 1º, letra K, epígrafes (i) y (iii). Como consecuencia de ello, se dictó, por *MEFF*, diversas Circulares, estando actualmente en vigor la Circular C-EX-DF-07/2014⁵³⁹ y, recientemente, por la Circular C-EX-DF- 04/2018⁵⁴⁰, en la que se adapta esta figura a las disposiciones contenidas en la legislación MIFID II y por la que se regula la actuación de los citados “Creadores de Mercado”. Según esta, serán considerados “Creadores de Mercado” aquellos Miembros que cumplan las condiciones mínimas de cotización establecidas por *MEFF Exchange* y que pongan, simultáneamente, cotizaciones, tanto de compra como de venta, de magnitud comparable y en condiciones competitivas, consiguiendo así dar, de forma regular y permanente, liquidez al mercado, estableciéndose, por la correspondiente Instrucción, las condiciones mínimas de cotización, volumen y horquillas máximas de compra y venta respectivas.

Con posterioridad a estas normas de rango inferior, el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores ha establecido un marco específico de condiciones que tienen que reunir los denominados creadores de mercado⁵⁴¹ regulando los denominados “acuerdos y planes de creación de mercado”⁵⁴².

cuenta propia, de forma simultanea, lo que da lugar, en muchos casos a importantes conflictos de interés.

⁵³⁹ Esta última Circular, la C – EX – DF – 07/2014, ha venido a sustituir a la C – EX – DF -20/2013.

⁵⁴⁰ La citada Circular C-EXDF-04/2018 ha sido desarrollada por la Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAUI-EXDF* 22/2018.

⁵⁴¹ Así el artículo 8 del citado Real Decreto ley 21/2017 ha establecido la necesidad de elaborar unos denominados “acuerdos y planes de creación de mercado” en los que la autoridad del mercado celebrará con todas las ESI’s que pretendan llevar una estrategia de creación de mercado, debiendo, los mismos, contener las siguientes especificaciones:

- a) Las obligaciones asumidas por las ESI’s, en relación con el aporte de liquidez necesaria para llevar a cabo dicha función.
- b) Los incentivos ofrecidos por la autoridad del mercado regulado para que las ESI’s puedan ofrecer esa liquidez de forma regular y predecible.

Los “acuerdos de creación de mercado” deberán comunicarse a la CNMV, junto con la información adicional requerida que demuestre el correcto funcionamiento del mercado en esta materia.

Igualmente, la autoridad del mercado elaborará, como instrumento para los creadores de mercado, los necesarios “planes” que garanticen que participan, como creadores de mercado, un numero suficiente de ESI’s que permitan la existencia de unas cotizaciones en firme, a precios competitivos.

⁵⁴² En aplicación y de conformidad con lo establecido en el Reglamento Delegado de la Comisión (UE) 2017/578 de 13 de junio de 2016 respecto de esta materia que estamos tratando.

Según la citada Circular C-EXDF-04/2018, los Miembros del Mercado que sigan una estrategia de “creación de mercado” deberán suscribir un “acuerdo de creación de mercado” en relación con el contrato respecto de los que apliquen dicha estrategia si:

- a) Publican cotizaciones simultáneas en firme, de compra y de venta por cuenta propia.
- b) Cotizan durante al menos el 50% del horario de la sesión excluyendo la subasta de apertura.
- c) Cotizan un volumen mínimo y con una horquilla máxima recogidas en la correspondiente Instrucción Operativa.

Cuando un Miembro cumpla con los requisitos anteriores *MEFF Exchange SAU* le comunicará su condición de “Creador de Mercado”. Dicha condición, se otorgará por *MEFF Exchange SAU*, previa petición de los respectivos Miembros. Su beneficio consistirá en un descuento en las tarifas que tendrá que venir recogido en las tarifas de *MEFF Exchange SAU* y *BME Clearing SAU* y perdiéndose, dicha condición, por acuerdo de *MEFF Exchange* si el Miembro no cumple con los requisitos mínimos de cotización durante tres meses consecutivos, acuerdo, este, que deberá ser notificado al Miembro. Igualmente, si *MEFF Exchange SAU* observa que algún Miembro actúa de forma irregular, como, por ejemplo establecer una horquilla de precios con niveles claramente alejados de lo que consideren normal el resto de creadores, podrá considerar su actuación como irregular y hacer perder a dicho Miembro la condición de “Creador de Mercado.”

En otro orden de cosas, la Circular de *MEFF Exchange SAU* C-EX-ENE-04/2016, de fecha 2 de diciembre de 2016, con entrada en vigor el 13 de diciembre de 2016, establece los requisitos en relación a la concesión de la participación de los Miembros en el programa de “Creadores de Mercado” para los contratos *Swaps* en Energía Eléctrica Eólica⁵⁴³.

Por otro lado, la Circular de *MEFF Exchange* C-EX-DF-13/2016, con entrada en vigor el 20 de septiembre de 2016, establece que para adquirir y conservar la condición de “Creador de Mercado”, con carácter general en Derivados Financieros cotizados, el Miembro deberá cumplir los siguientes requisitos:

⁵⁴³ A medida que vayamos estudiando los diferentes productos de Futuros Financieros, admitidos a negociación en los diferentes Segmentos, iremos indicando quienes pueden actuar, en cada caso, como “creadores de mercado” admitidos en los programas específicos de cada contrato.

a) Cumplir, durante el tiempo que se indique, con las obligaciones de cotización, previstas en las normas de *MEFF Exchange SAU* en relación con las cotizaciones simultáneas de compra y venta para cada serie de contratos relativas a:

1º.- El número de contratos mínimo establecido.

2º.- El *Spread* máximo establecido⁵⁴⁴.

3º.- El tiempo mínimo establecido.

b) Designar a una persona para poder tomar las decisiones necesarias, en nombre del Miembro y a disposición de *MEFF Exchange SAU* para todo lo relacionado con el programa de “Creadores de Mercado”.

c) Informar a *MEFF Exchange SAU*, con la antelación necesaria, en caso de no poder cumplir con las obligaciones que impone el programa.

d) En caso de incumplimiento de los anteriores requisitos el Miembro será retirado del programa y no tendrá derecho a los incentivos que la misma comporta.

Por lo que respecta a las obligaciones asumidas por *MEFF Exchange SAU* en el programa, pueden concretarse en las siguientes:

a) Incluir al Miembro, que haya cumplido con los requisitos anteriormente señalados, en el correspondiente programa.

b) Prestar el correspondiente soporte de medios, tanto personales como materiales, a los Miembros incluidos en el programa en relación a las actividades que estos tengan que realizar como Creadores de Mercado.

c) Consultar con los Creadores de Mercado aquellos cambios necesarios a realizar sobre los productos en relación con los Programas en que participe el Miembro.

d) Vigilar el cumplimiento de que se den, en todo momento los requisitos necesarios para que los Miembros puedan tener la condición de Creadores de Mercado.

⁵⁴⁴ Por *Spread*, en términos generales, se entiende la diferencia entre el precio de oferta y demanda para un determinado valor. También puede referirse al diferencial de rentabilidad entre un producto y otro que sea comparable (por ejemplo, el diferencial existente entre la prima de riesgo española e italiana).

En el mercado de derivados se emplea el término *Spread* para referirse al diferencial de precios entre contratos de Futuros subyacentes con la misma fecha de vencimiento (*interspread*).

- e) En todo caso *MEFF Exchange SAU*, tendrá las más amplias facultades para suspender, tanto por un tiempo limitado como indefinidamente, la actuación de los Creadores de Mercado cuando las circunstancias de volatilidad, liquidez del Mercado o cualquier otra que a juicio de *MEFF Exchange SAU* lo aconseje.
- f) Se podrá definir, en relación al Miembro, una cuenta diferente por cada “programa de Creador de Mercado” en la que este participe y si lo hubiera por modalidad de cotización.

En lo que se refiere a las obligaciones asumidas por los Miembros “Creadores de Mercado Regulados” serán las siguientes:

- a) Suscribir el contrato de Creador de Mercado Regulado con *MEFF Exchange* respecto a los grupos de Contratos en los que han obtenido la condición de Creador de Mercado Regulado.
- b) Cotizar, durante al menos el 50% del horario de negociación durante la mitad de los días de negociación de un mes, órdenes en firme de compra y de venta con los requisitos de precio y volumen definidos en la Instrucción operativa no incluyendo, en el cálculo, los períodos en que los contratos estén en subasta o en circunstancias excepcionales. La obligación de cotización no se extiende a las Condiciones Excepcionales de Mercado, definidas y comunicadas por *MEFF Exchange SAU*.
- c) Las órdenes que procedan de una estrategia de “creación de mercado” deberán ir marcadas con la marca "*Liquidity provision*".
- d) Los Creadores de Mercados Regulados deberán informar a *MEFF Exchange SAU* del inicio y fin de las circunstancias excepcionales que no les permitan ejercer sus obligaciones de acuerdo con el artículo 3 del Reglamento Delegado.
- e) Los Creadores de Mercado Regulados están obligados a mantener un registro de órdenes provenientes de su estrategia de creación de mercado, que pueda distinguir dichas cotizaciones de otros flujos de órdenes. Este registro se deberá mantener un mínimo de cinco años y estará a disposición de *MEFF Exchange SAU* de la Autoridad competente en caso de que lo solicita
- f) Los Creadores de Mercado Regulados deben implementar sistemas y controles efectivos para asegurar que cumplan con sus obligaciones de “Creación de Mercado” en todo momento.
- g) Designar a una persona con las autorizaciones necesarias y el conocimiento suficiente para tomar decisiones y actuar en nombre del miembro, que estará a disposición de *MEFF Exchange SAU* para todo lo relacionado con la actividad de “Creador de Mercado Regulado”.

A este respecto, a los efectos de la actuación de los “Creadores de Mercado”, la Circular C-EX-DF -04/2018 prevé tres escenarios posibles:

1º.- Condicionales *normales* del Mercado: Se define como todas aquellas en que el mercado no está sometido a condiciones extraordinarias de *Tensión* ni bajo *Circunstancias Excepcionales*.

2º- Condiciones de *Tensión* del Mercado denominado *Fast Market*⁵⁴⁵: Se produce en los siguientes momentos:

- Despues de una subasta de volatilidad del subyacente.
- Despues de una subasta que se produce trás el levantamiento de la suspensión del subyacente.
- Despues de desactivarse la condición de “*Circunstancias Excepcionales*” en la que se ha encontrado el Mercado y que veremos a continuación.
- Si el subyacente es un índice o cuando este no cotice, como en el caso de Futuros sobre Dividendos, cuando dicho subyacente alcance una variación entre el máximo y el último, de la última hora de contratación, mayor al porcentaje que sea fijado por *MEFF Exchange* para ese activo subyacente.

3º.- Condiciones de *Circunstancias Excepcionales* del Mercado:

a) Se consideran *Circunstancias Excepcionales* a nivel de Mercado las siguientes:

⁵⁴⁵ La condición de Mercado Tensionado durará 10 minutos, prorrogable, a su vez, por intervalos sucesivos de 10 minutos, salvo que esta situación provenga a continuación de Mercado en Circunstancias Excepcionales, en que la situación de Tensión durará 120 minutos. La situación de Mercado en tensión se comunicará por *MEFF Exchange SAU* a todos sus Miembros y se activará a nivel de subyacente afectando a todos los contratos que tengan como base dicho subyacente. Mientras el Mercado tenga la condición de Mercado en Tensión los Creadores de Mercado Regulados no tendrán la obligación de cotizar, siempre que a lo largo del mes coticen, al menos, la mitad de los días, durante el 50% del horario estipulado.

- Las situaciones de extrema volatilidad que suponga la necesidad de tener que activar los mecanismos de volatilidad previstos, tanto para los subyacentes como para los propios instrumentos financieros.
- Las situaciones de guerra, acciones sindicales, disturbios o sabotaje cibernético.
- La situación de perturbación de las condiciones de negociación que comprometa el mantenimiento de una ejecución equitativa ordenada y transparente de las operaciones y siempre que se aporten pruebas relativas, bien a la merma producida en la eficacia del sistema, o bien a las operaciones erróneas producidas, bien a la pérdida por *MEFF Exchange SAU* de su capacidad de actuación en Mercado como consecuencia de la situación producida.

b) Se consideran *Circunstancias Excepcionales*⁵⁴⁶ a nivel de Creador de Mercado Regulado las siguientes:

- Problemas tecnológicos acaecidos al Miembro que le impidan cumplir con su actividad ordinaria de Creador de Mercado.
- Problemas surgidos en la gestión de riesgos.
- Establecimiento de la prohibición de “ventas en corto”.

Las circunstancias anteriormente apuntadas deben ser puestas en conocimiento de *MEFF Exchange SAU*, por el Miembro tan pronto como ocurran. Asimismo, también se pondrá en conocimiento el cese de la causa en el momento que ocurra.

C) El objeto del contrato de Futuros Financieros negociados en el Mercado oficial español y los activos subyacentes respectivos. Contratos de Futuros Financieros admitidos a negociación en el Mercado Español.

El contrato de Futuros, negociados en mercados organizados, podemos definirlo como “aquel contrato normalizado o estandarizado, siempre a plazo, por el cual el comprador se obliga a comprar el activo

⁵⁴⁶ Los Creadores de Mercado no tendrán la obligación de cotizar durante el tiempo que duren las citadas Circunstancias Excepcionales y, en todo caso, tanto el comienzo de esta circunstancia como su cese, será comunicada por *MEFF Exchange SAU* a los Miembros del Mercado.

subyacente y el vendedor a venderlo, a una fecha determinada y a un precio, previamente, pactado, procediéndose a liquidar el contrato, habitualmente, por diferencias, o, lo que es más excepcional, con entrega del activo subyacente, todo ello realizado en un mercado negociado en el que los precios son públicos y oficiales y en los que la contrapartida del comprador o vendedor siempre tiene que ser una denominada *Entidad central de Contrapartida (ECC)*”.

Ya hemos visto con anterioridad⁵⁴⁷, cuando estudiamos las operaciones *Over The Counter (OTC)*, que se distingue, perfectamente, entre el objeto, propiamente dicho del contrato, y el activo subyacente sobre el que el mismo recae, los que, como vimos en su momento, son dos realidades distintas y, las cuales, no coinciden. Valga lo dicho anteriormente en relación al objeto y al activo subyacente que puede repetirse, sin ningún problema, al estudiar los contratos de Futuros Financieros negociados en el Mercado. En este sentido, como ya dijimos en su momento, nos reafirmamos⁵⁴⁸ con algún otro autor, en que el objeto de los contratos de Futuros Financieros negociados en nuestro Mercado Oficial no son las acciones, los bonos, los índices bursátiles, los productos eléctricos y cualquier otro subyacente que sirva como base a la negociación sino que, por el contrario, el verdadero objeto de estos contratos es el denominado “*price risk*”. Es decir, el riesgo que supone para el titular del contrato la posición que adquiere como consecuencia de la contratación que ha efectuado. No puede existir un contrato de Futuros Financieros en el que no se contemple una situación de riesgo para la persona que contrata. De ahí, que sea consustancial, con la propia existencia del contrato, la existencia de unas garantías que se deben prestar, necesariamente, como complemento inexcusable a dicha contratación.

Una vez definido el riesgo, como objeto del contrato, y con el que se da cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 1261 nº 2 del C.C., vamos a analizar las distintas clases de contratos en función del tipo de subyacente contemplado en el mismo y que son objeto, actualmente, de contratación oficial en nuestro Mercado de Derivados negociados, en su vertiente de Futuros Financieros.

a) Las Condiciones Generales establecidas para el Segmento de Derivados Financieros.

⁵⁴⁷ Vease, en este sentido, lo reseñado en las páginas 164 a 166 de este estudio.

⁵⁴⁸ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Op. cit.páginas 317 a 326.

Las Condiciones Generales, las cuales son de obligado cumplimiento tanto para los Miembros como para los Clientes, tienen por objeto desarrollar el Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, estableciendo las características que deben reunir los distintos contratos objeto de negociación en el Mercado Oficial estableciéndose, en las mismas, las características de estos, así, como las definiciones a utilizar en la contratación y liquidación de dichos contratos.

Existen dos tipos de Condiciones Generales para los Derivados Financieros negociados:

- i) Las nuevas **Condiciones Generales** para el grupo de contratos relativos al Segmento de Derivados Financieros de fecha 10 de octubre de 2018⁵⁴⁹.
- ii) Las **Condiciones Generales** para el grupo de contratos relativos al Segmento de Derivados de la Energía (*MEFF Power*), aprobadas en fecha 3 de enero de 2018.

A este respecto, en dichas normas, se definen una serie de conceptos utilizados en la negociación de este grupo de contratos de la siguiente manera:

- En cuanto a las posibles *fechas* que afectan a los contratos celebrados:
 - *Fecha de Liquidación*: Día en la que se hace efectiva la liquidación del contrato.
 - *Fecha de Vencimiento*: Día en que vence o llega a su término el contrato.
- En cuanto al concepto de *liquidación* del contrato celebrado:

Liquidación de Pérdidas y Ganancias: Liquidación periódica, en efectivo, de las diferencias entre el precio del contrato y el precio que el mismo tenga el día de la liquidación, o entre este último y el del día del

⁵⁴⁹ Por lo que se refiere al Segmento de Derivados Financieros, las Condiciones Generales son específicas y de aplicación a los contratos sobre activos subyacentes de carácter financiero, detallando las condiciones y características de la negociación en *MEFF Exchange SAU*. Expresamente en las mismas, se establece la necesidad de que en todos los contratos negociados en *MEFF Exchange SAU*, la Entidad encargada de la compensación y liquidación de los mismos sea, exclusivamente, a través de la Entidad de Contrapartida Central-BME *Clearing SAU* con la que *MEFF Exchange SAU* estableció, después de la división de actividades entre ambas, el oportuno acuerdo de prestar, en exclusiva, las funciones de contrapartida, compensación y liquidación de las operaciones cerradas en el Mercado español.

cálculo para los contratos que ya estuvieran abiertos al inicio de este día, liquidación, esta, que, salvo que se establezca otra cosa, se efectuara diariamente.

Liquidación por Diferencias: Procedimiento según el cual el cumplimiento y la liquidación del contrato se produce, exclusivamente, mediante la transmisión del efectivo correspondiente a la diferencia entre el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación.

Liquidación por Entrega: Procedimiento por el cual el cumplimiento y liquidación del contrato se produce mediante la entrega del activo subyacente por parte del vendedor al comprador a cambio del precio de entrega.

- Respecto de los posibles *precios*:

Precio de Entrega: Es el precio que se paga por la entrega del activo subyacente en aquellos contratos en que se liquida por entrega.

Precio del Futuro: Precio pactado, con anterioridad, en el contrato de Futuro.

Precio de Liquidación: Precio que sirve de base para calcular el efectivo que debe entregarse en la liquidación por Diferencias, ya sea en la fecha de vencimiento o anticipadamente. Si es a vencimiento y se liquida por diferencias se denomina *Precio de Liquidación al Vencimiento*.

Precio de Liquidación, Periódica o Diaria: Precio, diario o con la periodicidad que se establezca, que sirve para calcular las Pérdidas y Ganancias diarias o periódicas del contrato y que, a su vez, sirve para ajustar las garantías prestadas.

Precio de Registro: Precio del contrato ajustado como consecuencia de hechos corporativos acaecidos con posterioridad a la celebración del contrato, que *BME Clearing SAU* aplicará a todas las posiciones de la clase de contratos que corresponda, registrando las posiciones vivas a dicho precio una vez realizada la liquidación diaria de pérdidas y ganancias del día hábil previo a la fecha en que se realice el ajuste.

b) Los distintos tipos de contratos de Futuros Financieros, en base al activo subyacente contemplado, admitidos a negociación oficial en MEFF Exchange SAU.

Por lo que se refiere a los contratos de Futuros Financieros admitidos a negociación en *MEFF Exchange SAU* sobre activos subyacentes

de carácter financiero, las Condiciones Generales contemplan los siguientes⁵⁵⁰:

- Contratos de Futuros sobre Índices.
- Contratos de futuros sobre Acciones.
- Contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones.
- Contratos de Futuros sobre el Bono Nocial a 10 años.

A continuación, examinaremos cada uno de los cuatro anteriores, previstos en las citadas Condiciones Generales:

a') Contratos de Futuros sobre Índices.

Dentro de este apartado nos encontramos, en este momento, con tres principales contratos sobre Índices: Contratos de Futuros sobre el IBEX-35, contratos de Futuros sobre el Mini IBEX-35 y contratos de Futuros sobre el IBEX 35- Impacto Dividendos. Analizaremos, sucintamente, cada uno de ellos:

- **Contratos de Futuros sobre IBEX-35 (IBEX PLUS).**

⁵⁵⁰ Recientemente, y encuadrado dentro del Segmento de Derivados Financieros, concretamente en la primera mitad del año 2018, *MEFF Exchange SAU*, ha ampliado el conjunto de contratos de Futuros susceptibles de contratarse, incorporando al Mercado los Contratos de Futuros sobre Divisas, denominados, técnicamente, "Contratos de Futuros sobre Divisa x Rolling TM FX" (denominados *FX Rolling Spot Future*, cuyo lanzamiento se ha previsto para el 21 de junio de 2019). No obstante, lo novedoso del producto y sin poder conocer, en este momento, todas las características del mismo, si podemos indicar, en base a la información preliminar facilitada por *MEFF Exchange SAU*, que se trata de un contrato de Futuros con vencimiento "perpetuo" para cada uno de los principales pares de divisas (dólar contra otra divisa), con horario de mercado, que irá de lunes a viernes desde las 00,00 hasta las 23,00 horas (en principio se podrán contratar 17 pares de divisas). Este amplio horario se establece como consecuencia de que las principales divisas están cotizando y marcando precio, en los distintos Mercados existentes a lo largo de las diferentes áreas geográficas, las 24 horas del día. El tamaño del contrato puede variar dependiendo de los pares elegidos siendo alrededor de 10.000 euros. Igualmente, se indica, como característica principal de estos contratos, que su precio de cotización será, teóricamente, igual al precio de contado ya que diariamente se ajustarán los flujos monetarios que el transcurso del tiempo produzca sobre el Futuro. Con este tipo de contratos de Futuro de cambio de divisas se consigue, tanto para los exportadores como los importadores, cubrir la divisa en las diferentes operaciones de exportación o importación a un coste sensiblemente más bajo que los seguros de cambios contratados, en la actualidad, con las entidades financieras.

a').- Especificaciones de los contratos de Futuros con fecha de vencimiento *estándar mensual*⁵⁵¹.

El IBEX-35 es un índice, ponderado en base a la capitalización de las compañías que lo integran, compuesto por las 35 sociedades más líquidas, de nuestro mercado de acciones que cotizan en el Mercado Continuo integrado por las cuatro Bolsas Españolas. El valor monetario del contrato se consigue multiplicando el importe del índice por 10 euros y este será el valor nominal del contrato⁵⁵². Como consecuencia de ello, cada punto que oscile el índice tendrá un valor, a favor o en contra del inversor, de 10 euros. No existe fluctuación máxima del contrato. En cuanto a su fluctuación mínima dependerá de las necesidades del Mercado, siendo establecido por Circular. Por lo que se refiere a su vencimiento, compensación y liquidación serán los diez vencimientos más próximos del ciclo trimestral Marzo-Junio-Septiembre-Diciembre, los dos vencimientos mensuales más próximos que no coincidan con el primer vencimiento del ciclo trimestral y los vencimientos del ciclo semestral Junio-Diciembre no incluidos anteriormente hasta completar vencimientos con una vida máxima de cinco años. La fecha de vencimiento se producirá el tercer viernes de cada mes y si este es festivo será el primer día hábil posterior a la fecha de vencimiento. Para liquidarlo se tomará la media aritmética⁵⁵³ del Índice IBEX-35 entre las 16,15 y las 16,45 horas de la fecha de vencimiento tomando un valor por minuto. La liquidación se realizará siempre, por diferencias. Se calculará diariamente, las pérdidas y ganancias habidas a efectos de actualizar las garantías. Para ello se determinará la diferencia entre el precio de compra y venta del contrato y el precio de liquidación diaria. Este último se obtendrá por la media ponderada por volumen de transacciones ejecutadas en el libro de órdenes entre las 17.29 y las 17.30 horas del día en cuestión.

b') Especificaciones técnicas de los contratos de con fecha de vencimiento *estándar mensual*⁵⁵⁴.

⁵⁵¹ Artículo 2.3.1. de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018

⁵⁵² Así, si el Futuro IBEX-35 tiene un precio de cotización, en ese momento, de 8.000 el valor nominal del contrato, en Euros, será $8.000 \times 10 = 80.000$ Euros. En la actualidad, se está estudiando un nuevo contrato denominado "Futuro sobre el Micro Ibex" en el que el multiplicador será 0,1 Euro.

⁵⁵³ La media aritmética se calcula según la siguiente fórmula:

$$IL = \sum_{i=1}^{30} i / 30$$

IL = Valor de Índice de liquidación al vencimiento de los contratos.
i = Valor del índice cada minuto

Tendrán las mismas especificaciones técnicas que los contratos con vencimiento estándar mensual con las dos particularidades siguientes:

1º.- Respecto de los vencimientos serán todas las semanas, teniendo como fecha de vencimiento el viernes de cada semana o el día hábil anterior, si este es festivo.

2º.- Respecto del precio de liquidación a vencimiento podrán utilizar el método de la media aritmética o el método del precio de cierre, a elección de *BME Clearing SAU*.

c') Especificaciones de los contratos de Futuros con fecha de vencimiento *no estándar*⁵⁵⁵.

Tendrán las mismas especificaciones que los contratos con vencimiento *estándar*, con las siguientes particularidades y excepciones:

1º.- Respecto a la fecha de vencimiento será cualquier día hábil.

2º.- Respecto al precio de liquidación al vencimiento, si la fecha de vencimiento fuera la misma que la del contrato *estándar*, el Precio de Liquidación a Vencimiento, del contrato con vencimiento *no estándar*, será igual al Precio de Liquidación a Vencimiento del contrato *estándar* con vencimiento a esa fecha. Si, por el contrario, no fuera así, el Precio de Liquidación a Vencimiento será el precio de cierre del índice publicado por la Sociedad de Bolsas, en la fecha de vencimiento del contrato.

- **Contratos de Futuros sobre el MINI IBEX-35.**

El contrato de Futuros sobre el Mini IBEX-35 se compone por un subyacente que tiene la misma composición que el contrato de Futuros sobre IBEX-35. La diferencia con el anterior viene dada en que el multiplicador es 1 euro, a diferencia del anterior que era 10 euros. Con ello se pretende que puedan acceder al Mercado y tomar posiciones en derivados, personas que dispongan de una capacidad económica más reducida. Al ser el multiplicador un (1 euro), las posibles ganancias y, en su

⁵⁵⁴ Artículo 2.3.2 de las de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁵⁵ Artículo 2.3.3 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

caso, las pérdidas quedan limitadas a la décima parte del anterior, con lo cual el componente especulativo del contrato queda, notablemente, reducido. Igual que el anterior, la fluctuación máxima no existe, sin embargo, la fluctuación mínima es de 5 puntos, ya que cotiza en puntos enteros del índice acabados en 0 o en 5. El nominal del contrato vendrá dado por multiplicar la cotización del futuro Mini IBEX-35 por el multiplicador que hemos apuntado⁵⁵⁶. No existen diferencias con el anterior en lo que respecta a vencimientos, fecha de vencimiento, precio de liquidación diaria, precio de liquidación al vencimiento y liquidación de pérdidas y ganancias. También, se liquida, por diferencias, al vencimiento. Como hemos apuntado, es un producto similar al anterior siendo la especulación y los efectos, que esta produce, más limitados económicamente.

- **Contratos de Futuros IBEX-35, Impacto Dividendos.**

El índice IBEX-35 “Impacto Dividendos” recoge el importe acumulado de los dividendos, en puntos de índice, pagados por las compañías que se encuadran dentro del IBEX-35 durante un período determinado, que actualmente es el “anual”, empezando el día siguiente al tercer viernes de diciembre de un año y terminando el tercer viernes de diciembre del año siguiente. El multiplicador del contrato son 10 euros y para obtener el valor nominal del contrato se multiplicará esa cantidad por la cotización del Futuro IBEX-35 Impacto Dividendo⁵⁵⁷. La fluctuación máxima no existe, por el contrario, la fluctuación mínima será de un punto. En cuanto a los vencimientos estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación los cinco vencimientos anuales más próximos. Por lo que respecta a la fecha de vencimiento será el tercer viernes de diciembre de cada año. El contrato será liquidado el primer día hábil, posterior a la fecha de vencimiento, también por diferencias.

Junto a estos tres contratos básicos existen, también, otras dos modalidades cotizadas, que son el IBEX 35 BANCOS y el IBEX 35

⁵⁵⁶ Así si el Futuro del MINI IBEX-35, tiene un precio, en ese momento, de 5.000, el valor nominal del contrato será de $5.000 \times 1 = 5.000$ Euros.

⁵⁵⁷ El valor nominal del contrato de Futuros sobre IBEX-35, Impacto Dividendo, en cada momento, se obtendrá multiplicando la cotización del Futuro IBEX-35, Impacto Dividendo, por un multiplicador que será 10. De esta forma si el precio del Futuro del IBEX-35, Impacto Dividendo, vale, en ese momento, 400 el valor, en Euros, del contrato será $400 \times 10 = 4000$ Euros.

ENERGIA⁵⁵⁸. Actualmente existen seis Creadores de Mercado, para los contratos de Futuros sobre IBEX-35 en las tres modalidades señaladas⁵⁵⁹.

b') Contratos de Futuros sobre Acciones

1) Especificaciones de los contratos con fecha de vencimiento *estándar*⁵⁶⁰.

Actualmente hay, prácticamente, contratos de Futuros sobre todas las acciones que componen el IBEX-35⁵⁶¹. El activo subyacente, por tanto, viene dado, como indican las nuevas Condiciones Generales del Segmento de Derivados Financieros de 10 de octubre de 2018, por acciones ya emitidas, totalmente desembolsadas y que coticen en el Sistema de Interconexión Bursátil o en otras Bolsas de Valores reconocidas por *MEFF Exchange SAU*⁵⁶². Las características de los contratos son similares a los anteriores así, teniendo en cuenta que el subyacente es una acción, el nominal del contrato viene dado por el computo de 100 acciones (excepto cuando haya ajustes por operaciones sobre el capital de la sociedad) cotizándose los precios de los contratos en euros por acción, según la

⁵⁵⁸ Ambos, tienen unos volúmenes de contratación y de cotización, ciertamente, bastante escasos y no dejan de ser dos variantes (en cuanto que el índice subyacente que se toma es el IBEX de determinadas acciones específicas de ambos sectores) del principal contrato que se negocia que es el Futuro IBEX-35.

⁵⁵⁹ Son “creadores de mercado”, para los contratos de Futuros sobre IBEX-35, las siguientes Entidades:

BANKIA S.A., BNP PARIBAS ARBITRAGE SNC., JUMP TRADING FUTURES LLC., SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (Sucursal en España), TOWER RESEARCH CAPITAL EUROPE LIMITED, VIRTU FINANCIAL IRELAND, LTD.

Los “creadores de mercado” intentan, siempre, aprovechar las ineficiencias del mismo, tanto en sus posiciones de compra como de venta. En este sentido, no tienen ninguna obligación, concreta y específica, de responder a una determinada posición existente en el Mercado: Las posiciones, ellos las ponen, en función de sus propios intereses cuando estiman que pueden comprar más barato o vender más caro los respectivos contratos. Por ello, los “creadores de mercado” no gozan de muy buena fama entre los inversores del Mercado español ya que, según se dice, no proporcionan la suficiente liquidez al sistema, razón de su existencia, sino que, por el contrario, suelen establecer unas horquillas de precios, que hace que, habitualmente, gocen con ventaja en cuanto al cierre de las distintas operaciones.

⁵⁶⁰ Artículo 4.3.1 de las nuevas Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁶¹ Hoy en día, todas las acciones que cotizan en el IBEX-35 tienen contratos de Futuros sobre ellas, incluso hay compañías que no perteneciendo a dicho índice cuentan también contratos sobre ellas como son el caso de Atresmedia y Bolsas y Mercados Españoles.

⁵⁶² Véase, en este sentido, el artículo 4, números 1º y 2º párrafo 1º, de las nuevas Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

cotización de la acción subyacente. A este respecto, podemos estudiar tres supuestos:

- Futuros sobre acciones, con liquidación por entrega y fecha de vencimiento estándar.

Respecto a los vencimientos, serán todos los meses. La fecha de vencimiento de los contratos, también, será el tercer viernes del mes de vencimiento y si este es inhábil será el día hábil anterior. Por lo que afecta a la forma de liquidación, los contratos sobre acciones, en este caso será, *siempre*, por entrega. El denominado “precio de la entrega”, consistirá en el precio de cierre oficial de la acción en la fecha de vencimiento. Por lo que se refiere a la fecha de liquidación del contrato, en la fecha de vencimiento se realizarán las compraventas de acciones que se liquidan en el plazo que corresponda⁵⁶³. Los precios se expresarán en euros por acción con una fluctuación mínima adecuada a la variación en la cotización del respectivo subyacente, pudiendo ser distinta en las operaciones negociadas directamente entre los Miembros. La liquidación de pérdidas y ganancias se realizará diariamente, en efectivo, tomando como referente el precio de liquidación del día anterior. Por último, las garantías a depositar serán las que fije, en cada caso, *BME Clearing SAU*.

Por tanto, las acciones se comprarán y venderán al precio de cierre oficial del valor en el *SIBE*, en la respectiva fecha de vencimiento del contrato. Como consecuencia de los vencimientos de los contratos, se producirán las correspondientes operaciones bursátiles de contado con todas las consecuencias habitualesdándose por cumplida la obligación de entrega y sin posibilidad de compensar, por parte de *BME Clearing SAU*, las posiciones compradas y vendidas de una Cuenta de Clientes con segregación general.

- Futuros sobre acciones con liquidación por diferencias con fecha de vencimiento *estándar*.

Los vencimientos serán, igualmente, todos los meses y la fecha de vencimiento se producirá, también, el tercer viernes de cada mes y si, es festivo, el día hábil inmediatamente anterior. La liquidación del contrato se realizará por diferencias respecto del precio de liquidación al

⁵⁶³ Actualmente hay 38 clases de acciones distintas sobre los que se puede contratar contratos de Futuros sobre acciones con liquidación por entrega siendo, prácticamente, las mismas acciones las que admiten contratos de Futuros sobre acciones con liquidación por diferencias, siendo, hoy en día, mucho más líquido el mercado de futuros que se negocia por entrega que el que se contrata por diferencias.

vencimiento y se producirá en efectivo metálico⁵⁶⁴. El Precio de Liquidación al Vencimiento, salvo excepciones, será el precio de cierre oficial del activo subyacente. Los precios, también, se expresarán en euros por acción con las mismas características, respecto a las fluctuaciones mínimas, que las vistas en el caso anterior. Igualmente, la liquidación de pérdidas y ganancias se realizará diariamente, en efectivo, por diferencias respecto al precio de liquidación diaria de la sesión anterior, tomando como referencia el precio de cierre correspondiente.

2) Especificaciones de los contratos con liquidaciones por entrega y por diferencias, con fecha de vencimiento *no estándar*⁵⁶⁵.

Estos tendrán las mismas características que los contratos *estándar*, con las siguientes particularidades:

- Respecto de la fecha de vencimiento, podrá ser cualquier día hábil de la Bolsa de referencia.
- Respecto de la forma de expresión de los precios, el número de decimales en los precios de las transacciones que se efectúen y se registren será el mismo de las transacciones acordadas directamente entre los Miembros en las operaciones estándar.

3) Ajustes a las características del contrato.

Las Condiciones Generales del Segmento de Derivados Financieros⁵⁶⁶ establece que cuando durante la vida del contrato de Futuros se produzcan en la sociedad emisora del activo subyacente determinados eventos corporativos, *BME Clearing SAU* procederá a ajustar el precio al que estén registrados los contratos para poder efectuar, corregidas, las correspondientes liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias. En el mismo sentido, esta Entidad ajustará el número de contratos registrados o el número de acciones que integra cada contrato, o una combinación de estos supuestos con el objetivo de mantener el valor económico de los contratos en términos lo más parecido posible al que existiera antes de producirse estas situaciones, tales como operaciones corporativas, fusiones, ofertas públicas de adquisición o procesos de exclusión de cotización bursátil de las

⁵⁶⁴ Conforme dispone el artículo 4, nº 5 de las nuevas Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 3 de 10 de octubre de 2018.

⁵⁶⁵ Artículo 4.3.2 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁶⁶ Artículo 4, apartado 7º, y artículos 4.7.1 a 4.7.11 de las nuevas Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

sociedades cuyas acciones compongan los activos subyacentes de los contratos negociados.

A este respecto las citadas Condiciones Generales indicadas establecen las fórmulas a aplicar a los distintos supuestos de ajustes contemplados como consecuencia del evento corporativo producido en la sociedad emisora⁵⁶⁷:

1º.- *Ampliación de capital totalmente liberada y sin diferencia de dividendos.*

a') Ajuste respecto al precio de Registro de los contratos:

$$PRC = (PLD + D) * \text{acciones antes} / \text{acciones después} - D^{568}$$

b') Ajuste respecto al número de acciones del contrato:

$$NACD = NACA * \text{acciones después} / \text{acciones antes}^{569}$$

2º.- *Ampliación de capital totalmente liberada con diferencias de dividendos, o parcialmente liberada o con prima, en la que existe derecho de suscripción preferente o Programa de recompra de acciones que dé lugar a la existencia de un derecho con valor positivo para los actuales accionistas.*

a') Ajuste respecto del precio de Registro de los contratos:

$$PRC = (PLD + D) * (1 - VTD/PC - D)^{570}$$

⁵⁶⁷ Artículos 4.7.1 a 4.7.11 de las nuevas Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁶⁸ En donde:

PRC: Es nuevo precio de registro de los contratos.

PLD: Es precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

D: Componente de dividendo, si lo hubiera y estuviera confirmado, al calcular el PLD

⁵⁶⁹ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

⁵⁷⁰ En donde:

PRC: Es el nuevo precio de Registro de los contratos.

b') Ajuste respecto al número de acciones de un contrato:

$$NACD = NACA / (1 - (VTD/PC))^{571}$$

3º.-Reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas.

a') Ajuste respecto del precio de Registro de los contratos:

$$PRC = (PLD + D) * (1 - (ID/PC)) - D^{572}$$

b') Ajuste al número de acciones de un contrato:

$$NACD = NACA / (1 - (ID/PC))^{573}$$

4º.- Desdoblamiento de las acciones representativas del capital social de la sociedad a razón de varias acciones nuevas por cada una existente (Split).

a') Respecto al precio de Registro de los contratos:

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

VTD: Es el Valor Teórico del Derecho de Suscripción.

PC: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

D: Componente de dividendo, si lo hubiera, en el cálculo del PLD.

⁵⁷¹ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

VTD: Es el Valor Teórico del Derecho de Suscripción.

PC: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁷² En donde:

PRC: Es el nuevo precio de Registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

ID: Es el importe bruto de la devolución por acción.

PC: Es precio del cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

D: Es el componente de dividendo, si lo hubiera, al calcular el PLD.

⁵⁷³ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

ID: Es el importe bruto de la devolución por acción.

PC: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

$PRC = PLD * \text{acciones antes} / \text{acciones después}$ ⁵⁷⁴

b') Respecto al número de contratos registrados: Se multiplicará por el factor “acciones después / acciones antes”.

5º.- *Consolidación de acciones representativas del capital social de la sociedad a razón de una acción nueva por cada varias de las existentes (Contrasplit).*

a'). Ajuste respecto al precio de Registro de los contratos:

$PRC = PLD * \text{acciones antes} / \text{acciones después}$ ⁵⁷⁵

b') Ajuste al número de acciones del contrato:

$NACD = NACA * \text{acciones después} / \text{acciones antes}$ ⁵⁷⁶,

.

6º.- *Dividendos.*

a') Ajuste por dividendos ordinarios:

Según las Condiciones Generales, los dividendos ordinarios, así como, otras retribuciones a los accionistas asimilables a los mismos (como el pago de carácter periódico y recurrente, el cambio de un cambio periódico y recurrente en forma de dividendos por otra denominación con el mismo carácter y la repetición de retribuciones a los accionistas contra cuentas de fondos propios con carácter periódico y recurrente), no dará lugar a ningún tipo de ajuste.

⁵⁷⁴ En donde:

PRC: Es el nuevo precio Registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁷⁵ En donde:

PRC: Es el nuevo precio de registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁷⁶ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste

b') Ajuste por dividendos extraordinarios:

Respecto a los dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas no asimilables al pago de dividendos ordinarios, establecen las Condiciones Generales, se ajustaran por el importe del dividendo o retribución considerada excepcional y no periódica. Si es necesario realizar el ajuste por dividendos extraordinarios, se realizará en la forma prevista para la reducción de capital o de reservas mediante la devolución de aportaciones, en efectivo, a los accionistas.

7º.- *Fusiones.*

Cuando las acciones de la compañía absorbente tengan cotización oficial por ser negociadas en la Bolsa de Valores se sustituirán las acciones originarias que constituían el activo subyacente por las de la sociedad absorbente y siempre que estas últimas estén admitidas por *MEFF Exchange* para poder constituir un subyacente.

a') Ajustes en lo que respecta al precio de Registro de los contratos:

$$PRC = PLD * X/Y^{577}$$

b') Ajuste respecto al número de acciones de un contrato:

$$NACD = NACA * Y/X^{578}$$

8º.- *Ofertas Públicas de Adquisición (OPA's).*

⁵⁷⁷ En donde:

PRC: Es el nuevo precio de registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del dia previo a la fecha de ajuste.

Y: Es el número de acciones de la compañía absorbente que se ofrecen.

X: Es el número de acciones de la sociedad absorbida que se entregan.

⁵⁷⁸ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

Y: Es el número de acciones de la compañía absorbente que se ofrecen.

X: Es el número de acciones de la sociedad absorbida que se entregan.

El hecho de que una compañía formule una OPA sobre otra compañía no supone, en principio la necesidad de realizar un proceso de ajuste, tanto en relación al precio como al número de los contratos de Futuros vivos, en ese momento. Será la Comisión de Supervisión y Vigilancia del Mercado (organismo integrado en *MEFF Exchange SAU*) la que, realizado un análisis de la operación en la que valorará:

- a) La situación de capitalización y el “*Free Float*” de la compañía objeto de la OPA una vez esta se cierre.
- b) El número de acciones que seguirán cotizando respecto de las posiciones que estuvieran abiertas, en *BME Clearing SAU*, más la estimación de posiciones abiertas *OTC* si existiesen.
- c) La intención de la empresa que realiza la OPA respecto de la exclusión de cotización de la empresa objeto de la misma.

En el caso de que una vez se haya hecho público el resultado de la OPA y sea necesario el ajuste este se podrá realizar por uno de estos dos métodos⁵⁷⁹:

Método de liquidación en efectivo a Valor Teórico: Los contratos se liquidarán anticipadamente al valor teórico de cada vencimiento. Este método se aplicará cuando la OPA sea exclusivamente en efectivo o en otros activos o derechos y el ajuste consistirá en el vencimiento anticipado de los contratos vivos, liquidándose al valor teórico de cada vencimiento.

Método del Ratio: Consiste en sustituir las acciones subyacentes originales por las que se entregan de la sociedad absorbente, en base a las condiciones de la OPA, realizando los correspondientes ajustes específicos. Este método se aplicará cuando la contraprestación de la OPA consista, en su totalidad, en la entrega de acciones cotizadas de la sociedad absorbente.

En las OPA's, exclusivamente, en efectivo, el ajuste consistirá en el vencimiento anticipado de los contratos y su liquidación, en efectivo, al valor teórico de cada vencimiento (*Método de liquidación en efectivo a Valor Teórico*).

⁵⁷⁹ Artículo 4.7.8.2. de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

En las OPA's, en acciones cotizadas, se aplicará el *Método del Ratio*, visto, también, anteriormente.

En las OPA's mixtas, parte en efectivo y parte en acciones u otros activos o derechos y el componente de estas últimas sea igual o superior a 1/3 del valor total de la contraprestación, se aplicará el *Método del Ratio*. Si, en cambio, el componente de efectivo es superior a 2/3 del valor total de la contraprestación, la OPA se tratará como una OPA en efectivo⁵⁸⁰.

9º.- Ofertas Públicas de Adquisición de una sociedad de sus propias acciones.

Se realizaran ajustes, tanto en precio de registro de los contratos como en número de acciones, siempre que el precio de la OPA sea superior al precio de cierre de la acción el día previo a la fecha del ajuste.

a') Ajuste respecto al precio de Registro de los contratos:

$$PRC = (PDL+D) \times R-D$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * Po}{Nc - No} / PC^{581}$$

b') Ajuste respecto al número de acciones del contrato:

⁵⁸⁰ Artículo 4.7.8.3 de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁸¹ Siendo:

PRC: El nuevo precio de Registro de los contratos.

PLD: El precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

Pc: El precio de cierre del activo subyacente al día previo a la fecha de ajuste.

Po: El precio por acción al que se realiza la OPA.

Nc: El número de acciones existentes del activo subyacente.

No: El número de acciones sobre las que se realiza la OPA.

D: Componente de dividendo confirmado si lo hubiera en el cálculo del PDL.

$$NACD = NACA / R$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * Po}{Nc - No} / PC^{582},$$

Por otro lado, las citadas Condiciones Generales⁵⁸³ establecen, que si se diera el supuesto de que el contrato llegara a su vencimiento, teniendo la acción que compone el subyacente del contrato suspendido, la fecha de vencimiento permanecerá inalterada. En estos casos, si la liquidación del contrato se realiza **por entrega**, esta se hará al precio del cierre oficial del valor del que se trate en el Sistema de Interconexión Bursátil en la fecha de vencimiento del contrato o, en su defecto, tal como venga definido por la Sociedad de Bolsas. En este caso, si la compraventa de acciones no pudiera realizarse en la fecha de vencimiento del contrato, por estar suspendido el activo subyacente, esta se realizará el día hábil en que se reanude la negociación de las acciones y si no fuese posible realizar la compraventa de acciones, transcurridos diez días del vencimiento, *BME Clearing SAU* tomará las medidas necesarias para liquidar la operación, pudiendo esta consistir en una liquidación en efectivo o por diferencias, en sustitución de la compraventa de acciones.

Si, por el contrario, la liquidación del contrato se produce por diferencias se considerará como precio de liquidación a vencimiento aquel que *BME Clearing SAU* estime que reúne mejor las condiciones de replicabilidad y valor de mercado del activo subyacente teniendo que valorarse, en su caso, el uso del precio de apertura del activo subyacente, tras la reanudación de la negociación, como precio de liquidación al vencimiento.

⁵⁸² Siendo:

NACD: El número de acciones de un contrato nuevo, redondeado al entero más cercano.

NACA: El número de acciones de un contrato antes del ajuste.

Pc: El precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: El precio, por acción, al que se realiza la OPA.

Nc: El número de acciones existentes del activo subyacente.

No: El número de acciones sobre las que se realiza la OPA.

⁵⁸³ Artículo 4 número 8 de las las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

Como “Creadores de Mercado”, en cuanto a los contratos de Futuros sobre Acciones de vencimiento con entrega, en la actualidad, existen tres Entidades:

BBVA, BANCO DE SANTANDER y CECABANK

c') Contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones.

- Especificaciones técnicas de los contratos⁵⁸⁴.

El activo subyacente viene constituido por la suma de los dividendos brutos ordinarios y otras retribuciones asimilables (como el pago de carácter periódico y recurrente, el cambio de un pago periódico y recurrente en forma de dividendos por otra denominación con el mismo carácter y la repetición de retribuciones a los accionistas contra cuentas de fondos propios con carácter periódico y recurrente) entre dos fechas predeterminadas de una compañía conforme a sus vencimientos. El nominal del contrato viene constituido por los dividendos correspondientes a 1.000 acciones (excepto cuando haya habido ajustes según el apartado 6.6 de las Condiciones Generales), cotizándose en euros por acción, no existiendo fluctuación máxima. Como vencimientos se prevén, como mínimo, tres vencimientos anuales, entendiendo por vencimiento anual un período de cómputo comprendido desde el tercer viernes de diciembre del año anterior, excluido este, hasta el tercer viernes de diciembre del año de vencimiento, incluido este. Pueden abrirse, por Circular, otros períodos de vencimiento distintos al anterior. Por lo que respecta a la fecha de vencimiento será el tercer viernes del mes de vencimiento. Este contrato, siempre, se liquidará por diferencias, tomando en consideración el precio al que se contrató y el precio en el momento del vencimiento y liquidándose el contrato el primer día hábil posterior a la fecha de vencimiento. Hay en este contrato liquidación diaria de pérdidas y ganancias, en efectivo y por diferencias, calculándose esta por la diferencia entre el precio al que se negoció el contrato y el precio de liquidación de la sesión anterior. Las acciones sobre las que se pueden realizar contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones son, prácticamente, las mismas de las que se pueden celebrar contratos de Futuros sobre Acciones, vistas anteriormente⁵⁸⁵.

⁵⁸⁴ Artículo 6.3 de las nuevas Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁸⁵ Las acciones más importantes sobre las que se celebran contratos de Futuros sobre Acciones Dividendo son las siguientes:

TELEFONICA, BBVA, BANCO SANTANDER, REPSOL, IBERDROLA, INDITEX, GAS NATURAL y ABERTIS.

Respecto a los contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones Plus⁵⁸⁶, el activo subyacente, también, lo constituye la suma de dividendos ordinarios de una compañía en un periodo predeterminado. Sus especificaciones técnicas son iguales a las vistas, anteriormente, con las siguientes excepciones:

1º.- Respecto del nominal del contrato, serán los dividendos correspondientes a 25.000 acciones, excepto cuando haya habido ajustes.

2º.- El multiplicador será los dividendos correspondientes a 25.000 acciones.

- **Ajustes a las características del contrato⁵⁸⁷.**

Igual que ocurría anteriormente con los ajustes necesarios en los contratos de Futuros sobre Acciones, en los contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones es necesario realizar algunos ajustes, similares aunque no idénticos, con el objeto de mantener el valor original del contrato cuando se produce en la acción que compone el subyacente alguna actuación corporativa que puede afectar al valor de la misma.

Así, conforme, establece en las Condiciones Generales de 3 de enero de 2018, podemos estudiar los siguientes supuestos:

1º.-*Ampliación de capital totalmente liberada y sin diferencia de dividendos entre las acciones viejas y nuevas.*

a') Ajuste respecto del precio de Registro de los contratos:

$$PRC = PLD * \text{acciones antes/acciones después}^{588}$$

⁵⁸⁶ Contrato lanzado por *MEFF Exchange SAU* y admitido a negociación en fecha 27 de enero del 2015. Tiene como objeto principal servir como instrumento de cobertura de riesgo de los dividendos que produzca una cartera de acciones.

⁵⁸⁷ Artículos 6.6. 1 a 6.6.13 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018.

⁵⁸⁸ En donde:

b') Ajuste respecto al número de acciones de un contrato:

NACD = NACA * acciones después/acciones antes⁵⁸⁹,

c') Ajuste al precio de liquidación a vencimiento:

Se establecen las siguientes reglas:

Si todos los pagos de dividendos del período han sido previos a la ampliación de capital, el precio de liquidación al vencimiento se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por el cociente que resulte: acciones antes/acciones después.

Si todos los pagos del período son posteriores a la ampliación de capital, el precio de la liquidación al vencimiento no se ajustará y será la suma de los dividendos del período.

Si hay pagos anteriores a la ampliación y pagos posteriores, el precio de liquidación al vencimiento será la suma de dividendos anteriores (multiplicada por el cociente: acciones antes/acciones después) más la suma de dividendos posteriores sin ajustar.

2º.- Ampliación de capital totalmente liberada con diferencia de dividendos entre las acciones nuevas y las antiguas, o parcialmente liberada o con prima, en la que existe un derecho de suscripción preferente o un programa de recompra de acciones que dé lugar a la existencia de un derecho con valor positivo para los actuales accionistas.

a') Ajuste respecto del precio de Registro de los contratos.

$PRC = PLD * (1 - VTD/PC)$ ⁵⁹⁰

PRC: Es el nuevo precio de Registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁸⁹ En donde:

NACD: Es el número de acciones del contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones del contrato antes del ajuste.

⁵⁹⁰ En donde:

b') Ajuste respecto al número de acciones del contrato:

$$NACD = NACA / (1 - (VTD/PC))^{591}$$

c') Ajuste respecto al precio de liquidación a vencimiento:

Se establecen las siguientes reglas:

Si todos los pagos de dividendos del período han sido previos a la ampliación de capital, el precio de liquidación al vencimiento se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por el factor (1- VTD/PC).

Si todos los pagos del período son posteriores a la ampliación de capital, el precio de liquidación al vencimiento no se ajustará y será la suma de los dividendos del período.

Si hay pagos anteriores a la ampliación y pagos posteriores, el precio de liquidación al vencimiento será la suma de dividendos anteriores multiplicada por el factor (1-VTD/PC), más la suma de los dividendos posteriores sin ajustar.

3º.- Reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas.

a') Ajuste respecto al precio de Registro de los contratos:

PRC: Es el precio de registro del contrato
PDL: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.
VTD: Es el valor teórico del derecho.
PC: Es el precio de cierre de la acción al día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁹¹ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.
NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.
VTD: Es el valor teórico del derecho.
PC: Es el precio de cierre de la acción el día previo a la fecha de ajuste.

$$PRC = PDL * (1 - (ID/PC))^{592}$$

b') Ajuste respecto al número de acciones de un contrato:

$$NACD = NACA / (1 - (ID/PC))^{593}$$

c') Ajuste respecto al precio de liquidación al vencimiento:

Se establecen las siguientes reglas:

Si todos los pagos de dividendos del período han sido previos, el precio de liquidación al vencimiento se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por el factor (1-(ID/PC)).

Si todos los pagos del período son posteriores, el precio de liquidación al vencimiento no se ajustará y será la suma de los dividendos del período.

Si hay pagos anteriores y pagos posteriores, el precio de liquidación al vencimiento será la suma de los dividendos anteriores multiplicada por el factor (1-(ID/PC)) más la suma de los dividendos posteriores sin ajustar.

4º.- *Desdoblamiento de las acciones representativas del capital a razón de varias acciones por cada una existente (Split).*

a') Ajustes respecto al precio de Registro de los contratos:

⁵⁹² En donde:

PRC: Es el nuevo precio de registro de los contratos.

PDL: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

ID: Es el importe bruto de la devolución por acción.

PC: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁹³ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato después del ajuste.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

ID: Es el importe bruto de la devolución por acción.

PC: Es el precio de cierre de la acción subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

$PRC = PDL * \text{acciones antes/acciones después}^{594}$,

b') Ajuste respecto al número de contratos registrados:

Se multiplicará por el factor acciones después/acciones antes.

c') Ajuste respecto al precio de liquidación al vencimiento:

Se aplicaran las siguientes reglas:

Si todos los pagos de dividendos del período han sido previos, el precio de liquidación al vencimiento se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por el factor: acciones antes/acciones después.

Si todos los pagos del período son posteriores, el precio de liquidación al vencimiento no se ajustará y será la suma de los dividendos del período.

Si hay pagos anteriores y posteriores, el precio de liquidación al vencimiento será la suma de los dividendos anteriores multiplicada por el factor: acciones antes/acciones después, más la suma de los dividendos posteriores sin ajustar.

5º- Consolidación de las acciones representativas del capital a razón de una acción nueva por varias antiguas (Contrasplit).

a') Ajustes respecto al precio de registro de los contratos.

$PRC = PDL * \text{acciones antes/acciones después}^{595}$

⁵⁹⁴ En donde:

PRC: Es el precio nuevo de registro de los contratos.

PDL: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

⁵⁹⁵ En donde:

PRC: Es el nuevo precio de Registro de los contratos.

PDL: Es el precio de liquidación diario del día previo a la fecha de ajuste.

b') Ajuste respecto al número de acciones del contrato.

$$\text{NACD} = \text{NACA} * \text{acciones después/acciones antes}^{596}$$

c') Ajuste respecto del precio de liquidación al vencimiento:

Se establecen las siguientes reglas:

Si todos los pagos de dividendos del período han sido previos, el precio de liquidación al vencimiento se calculará como el sumatorio de los dividendos pagados multiplicado por el factor: acciones antes/acciones después.

Si todos los pagos del período son posteriores, el precio de liquidación al vencimiento no se ajustará y será la suma de los dividendos del período.

Si hay pagos anteriores y posteriores, el precio de liquidación al vencimiento será la suma de los dividendos anteriores multiplicada por el factor: acciones antes/acciones después, más la suma de dividendos posteriores sin ajustar.

6º.- *Dividendos extraordinarios.*

En relación a este ajuste la circular propone las siguientes reglas:

Los dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas (no asimilables al pago de dividendos ordinarios), se ajustaran por el importe del dividendo o retribución considerada excepcional y no periódica.

En los casos que haya que hacer ajuste por dividendos se procederá a realizar el ajuste en el precio de registro de los contratos de la

⁵⁹⁶ En donde:

NACD: Es el número de acciones del contrato después del ajuste.
NACA: Es el número de acciones del contrato antes del ajuste.

forma vista, anteriormente, para “la reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas”.

En el supuesto de pagos en activos cuya valoración se prevea difícil de realizar en el momento en que se debe realizar el ajuste o sobre los que se pueda prever una dificultad operativa, en el Mercado, con el activo que se entrega como pago, podrá establecerse la no realización del ajuste, anunciándolo con prontitud trás el anuncio, por parte de la emisora, de su intención de realizar un pago o una entrega con estas características.

En las situaciones que exijan la realización de un ajuste, por entrega de un activo, cuya valoración solo se conocería con certeza en la fecha del ajuste, se podrá suspender, temporalmente, la negociación de los contratos de Futuros correspondientes, para facilitar la realización del ajuste en las condiciones más equitativas para los particulares que tengan posiciones abiertas.

7º.- Fusiones.

Como regla general, las Condiciones Generales establecen que cuando, existiendo una fusión, las acciones de la compañía absorbente tengan contratos de Futuros sobre Dividendos, se sustituirá el activo subyacente original por los dividendos de las acciones de la compañía absorbente. No obstante esto, se podrá, en cada caso, analizar el Ratio de Conversión de los contratos de Futuros sobre Dividendos, en cuanto a su precio y cantidad, y su correspondencia o no con el Ratio de Conversión de los contratos de Futuros y Opciones sobre las acciones existentes en el Mercado.

8.- Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (OPA's).

A este respecto se establecen las siguientes reglas:

Las mismas decisiones que se adopten para los contratos de Futuros y Opciones sobre Acciones serán de aplicación a los contratos de Futuros de Dividendos sobre Acciones.

La Comisión de Supervisión y Vigilancia del Mercado determinará, una vez aprobado el folleto correspondiente, si el resultado de la OPA hace necesario el ajuste en los contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones, teniendo que especificarse, en las decisiones que

se adopten, cuál será el *Método* para realizar el Ajuste (*Ratio o Liquidación efectivo a Valor Teórico*), que, a su vez, vendrá condicionado por el tipo de OPA que se esté produciendo sobre las acciones (efectivo, acciones o mixto).

En el caso de que se opte por la Liquidación en efectivo a valor teórico, los contratos se liquidarán anticipadamente al valor teórico de cada vencimiento de acuerdo con los criterios de valoración previstos en la propia Circular, susceptibles, estos últimos, de poder ser modificados por la Autoridad del Mercado atendidas las circunstancias de cada caso.

En el supuesto de que se aplique el *Método del Ratio*, se sustituirán los dividendos de las acciones originales por los dividendos de las acciones que se entregarán como consecuencia de la OPA. No obstante, también, se podrán analizar, según los casos, el ratio de conversión, en cuanto a precio y cantidad, y su correspondencia o no con el ratio de conversión de los contratos de Futuros y Opciones sobre acciones, en ese momento, en el Mercado.

9º.- Oferta Pública de Adquisición de un emisor sobre sus propias acciones.

a') Respecto al ajuste en el precio de Registro de los contratos:

$$PRC = (PLD + D) * R - D$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * Po}{Nc - No} / PC^{597}$$

⁵⁹⁷ En donde:

PRC: Es el nuevo precio de Registro de los contratos.

PLD: Es el precio de liquidación diaria del día previo a la fecha de ajuste.

Pc: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: Es el precio, por acción, al que se realiza la OPA.

Nc: Es el número de acciones existentes del activo subyacente.

No: Es el número de acciones sobre la que se realiza la OPA.

D: Es el componente de dividendo confirmado, si lo hubiera, en el cálculo del PLD.

b') Ajuste respecto al número de dividendos pagados por las acciones de un contrato:

$$NACD = NACA / R$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * Po}{Nc - No} / PC^{598}$$

c') Determinación del Precio de Liquidación a Vencimiento (PLV):

Todos los dividendos pagados con anterioridad a la fecha de ajuste por la OPA serán sumados al Precio de Liquidación al Vencimiento multiplicándolos por un factor “R” calculado conforme a la siguiente fórmula:

$$R = \frac{Nc * P_c - No * Po}{Nc - No} / PC,^{599}$$

⁵⁹⁸ En donde:

NACD: Es el número de acciones de un contrato nuevo, redondeado al entero mas cercano.

NACA: Es el número de acciones de un contrato antes del ajuste.

Pc: Es el precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: Es el precio por acción al que se realiza la OPA.

Nc: Es el número de acciones existentes de activo subyacente.

No: Es el número de acciones sobre las que se formula la OPA.

⁵⁹⁹ En donde:

Pc: El precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: El precio, por acción, al que se realiza la OPA.

Nc: El número de acciones existentes del activo subyacente.

No: El número de acciones sobre las que se realiza la OPA.

Como regla general, se establece que todos los dividendos pagados con posterioridad a la OPA serán sumados directamente sin necesidad de ser multiplicados por ningún factor.

Como Creadores de Mercado, para los contratos de Futuros sobre Dividendos en Acciones existen, en la actualidad dos Entidades:

BANCO DE SANTANDER y SOCIÉTÉ GÉNÉRALE (Sucursal en España)

d') Futuros sobre el Bono Nocional a 10 años.

El activo subyacente en esta clase de contrato viene constituido por el denominado Bono Nocional de Deuda Pública con vencimiento a 10 años y un tipo de interés o cupón anual del 6% anual. El nominal del contrato son 100.000 euros. La fluctuación mínima del contrato será un punto básico, equivalente a 10 euros, y su fluctuación máxima no existe (aunque podrá limitarse por Circular). En cuanto a los vencimientos de este contrato hay, como mínimo tres vencimientos más cercanos del ciclo marzo, junio, septiembre y diciembre y su día de vencimiento, a este respecto será el décimo día del mes del vencimiento y si este es festivo, el siguiente día hábil.

La liquidación de pérdidas y ganancias se produce diariamente, por diferencias y en efectivo respecto al precio de liquidación del día anterior dado por su cotización en la sesión anterior. Por lo que respecta a la determinación del precio de liquidación al vencimiento, este se calculará dividiendo el precio, “ex-cupón”, de mercado del Bono más barato⁶⁰⁰ a entregar al cierre de la sesión por el factor de conversión de dicho Bono.

⁶⁰⁰ El precio de mercado del Bono más barato de entrega será el precio de cierre para el Bono determinado por el SENAF. El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, conocido por sus siglas SENAF, es la plataforma mayorista para la negociación de deuda pública española y otros activos registrados en AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Dicha plataforma está integrada en la sociedad *BME, Bolsas y Mercados Españoles SA*, y su forma jurídica adopta la de Sistema Multilateral de Negociación (de hecho fue el primer SMN que se constituyó en España). Solo pueden ser Miembros de este SMN las entidades institucionales, admitidos por el Consejo de Administración de AIAF, los cuales son los únicos autorizados para negociar en el SENAF. Contratación que se realiza bajo la modalidad de “ciega”, es decir, una contraparte no conoce la identidad de la otra con la que contrata y viceversa.

Como “creador de mercado”, para estos productos solo existe, actualmente, una Entidad: BANKINTER S.A.

c) Los contratos específicos de Futuros sobre Energía: MEFF Power.

Los mercados de derivados sobre productos energéticos, en particular los importantes mercados de derivados sobre el petróleo, son muy recientes ya que su nacimiento se suele situar en la década de los años 70, tras la crisis del petróleo que se produjo a nivel mundial⁶⁰¹. De cada cinco contratos que se negocian sobre esta fuente de energía, aproximadamente cuatro se realizan en el mercado de Futuros de Nueva York y uno (contratos de Futuros sobre el crudo Brent) se realiza en el mercado de Futuros de Londres⁶⁰².

En particular, dentro del mundo de los futuros sobre la energía, los contratos de futuros sobre la electricidad son particularmente recientes: La electricidad, como “commodity” presenta distintas particularidades que hace que para poder negociar contratos con este activo subyacente se tenga que tener en cuenta que dicho subyacente, por una parte sea un elemento esencial en cualquier proceso productivo que se lleve a cabo, indispensable e insustituible en cualquier actividad económica de un país y que, por otra parte, el suministro de electricidad, hoy en día, se configura como un “servicio público” que hace necesario una fuerte intervención pública, tanto en lo que respecta a su suministro a toda la población (aspecto social que se concreta en una obligación general de suministro a unos precios razonables) como a que sus precios, a los que se vende, estén fuertemente regulados por las Administraciones de los distintos Estados. En tercer lugar a diferencia de lo que ocurre con otras *commodities* la electricidad no es almacenable. De ahí, que sea necesario tomar en

⁶⁰¹ Como indica MILLAN NAVARRO, Rocío (óp. cit. pág. 11), que desde que se creó, el índice de Futuros sobre materias primas GSCI- GOLDMAN SACHS COMMODITIES INDEX, lanzado por dicho banco de negocios en 1991, el cual tiene una composición basada en 22 contratos de Futuros sobre distintos subyacentes de materias primas, los contratos de Futuros sobre la Energía superaban, en el año 2015, el 51% del total de la cesta de materias primas incluidas en dicho índice.

⁶⁰² Los primeros contratos de Futuros sobre la energía eléctrica comenzaron en los países nórdicos, en 1995, constituyéndose un mercado negociado, único, para los países de Suecia y Noruega que pasó a llamarse *NORD-POOL*, creándose, con posterioridad en 1996, el denominado *EL-EX*, en Finlandia, siguiendo la estela del mercado sueco-noruego (*NORD-POOL*), tanto en lo que se refiere a su forma de actuación como a su contratación.

Por lo que respecta a Estados Unidos, en marzo de 1996, el *NYMEX* (Mercado de Derivados Energéticos de Nueva York) comenzó a negociar dos tipos distintos de contratos de Futuros sobre este subyacente, siendo, en la actualidad el principal mercado mundial en la negociación de estos productos, teniendo como particularidad, que en dicho mercado, la mayor parte de las veces, la creación de estos contratos obedece a la especial situación energética producida en determinadas zonas del país.

consideración una importante cantidad de variables para definir los contratos de Futuros sobre la electricidad.

MEFF Exchange SAU tiene constituido un Mercado de derivados, tanto sobre la electricidad como sobre la energía eólica y el gas. No obstante, este Mercado ofrece una serie de particularidades que se reconducen en que se parece más a las operaciones estandarizadas celebradas en el mercado *Over The Counter*, estudiado en páginas anteriores, que a un mercado oficial donde las transacciones se den dentro del mismo

Según esto, las transacciones realizadas son contrataciones celebradas directamente entre los Miembros que integran el Mercado que, posteriormente se comunican, tanto a *MEFF Exchange SAU* como a *BME Clearing SAU* a efectos, tanto de su publicidad como de su compensación y liquidación, pero en las que *BME Clearing SAU* no actúa, en ningún caso, como contrapartida. Podemos decir que, frente a los anteriores contratos estudiados, en el Mercado Oficial de Futuros español, en que podían concurrir, y de hecho concurren, un alto porcentaje de particulares a través de los Miembros del Mercado, la contratación de estos productos, en principio, no está diseñada para ser realizada por el público en general, sino, que por el contrario, van dirigidos específicamente a ser utilizados por los agentes que participan en la actividad económica de producción, distribución y comercialización de la energía eléctrica. De ahí, que sus términos no sean fáciles de entender para los no familiarizados con las cuestiones derivadas de este tipo de energía⁶⁰³.

En consecuencia, estos contratos son acuerdos entre dos partes, de compra o venta de una cantidad de electricidad a una fecha futura y a un precio fijado de antemano. Se realizan, siempre en la actualidad, como “operaciones acordadas”⁶⁰⁴ directamente entre los Miembros del Mercado o entre los Clientes de los Miembros mediante contratos estándares, siendo la única función de *MEFF Exchange SAU* y de *BME Clearing SAU*, tomar conocimiento de las operaciones realizadas, difundir los distintos precios a las que se han producido y registrarlas, garantizando, *BME Clearing SAU* el buen fin de las operaciones a las dos contrapartidas⁶⁰⁵. A este respecto, se

⁶⁰³ En este sentido, el párrafo segundo del artículo 1.3 CONTRATOS, de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018, señala, textualmente que “mediante Circular se establecerá los Sistemas de Negociación del Mercado en los que se podrá negociar los contratos del Segmento de Derivados de Energía”.

⁶⁰⁴ Actualmente la Circular C-EX-DF 26/2018 de 27 de noviembre 2018 de *MEFF Exchange SAU* regula los requisitos de este tipo de “operaciones acordadas” en el Segmento de Derivados de la Electricidad, junto con la Instrucción Operativa I-EX-Enero 01/2018 de 27 de febrero del 2018.

⁶⁰⁵ En este sentido el artículo 1.5 CONTRAPARTIDA, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018, indica que “las actividades de contrapartida, compensación y, liquidación de los contratos

señalan como contratos del Segmento de Derivados de la Energía los Contratos sobre Electricidad MIBEL Futuros y *Swaps*⁶⁰⁶.

a') Condiciones Generales para el Grupo de activos sobre la energía eléctrica.

Como hemos apuntado, recientemente, se ha aprobado unas Condiciones Generales para el Segmento de Derivados de la Energía (*MEFF Power*) de fecha 3 de enero de 2018.⁶⁰⁷

El objeto de este mercado, como hemos indicado y así se define en las citadas Condiciones Generales, son los contratos que forman parte del Segmento de Derivados de Energía y que son los Contratos sobre Electricidad MIBEL, Futuros y *Swaps*. Estos contratos, tal y como hemos apuntado, se realizarán, exclusivamente, entre los Miembros de forma directa o entre clientes de un mismo Miembro o entre clientes de distintos Miembros pero, en ningún caso, se prevé la intervención, en cuanto a la contratación y celebración de las distintas operaciones a *MEFF Exchange SAU*. No obstante, *BME Clearing SAU* si prestará a estos contratos los servicios de registro, compensación, liquidación y contrapartida⁶⁰⁸. Es un contrato, por tanto celebrado entre particulares que, una vez perfeccionado, es comunicado a los solos efectos de su publicidad de la transacción, compensación y contrapartida y liquidación a ambas entidades, *MEFF Exchange SAU* y *BME Clearing SAU* o la *ECC* correspondiente⁶⁰⁹. Por todo ello, como señalábamos anteriormente, las funciones del Mercado *MEFF Exchange SAU* se limitan, en estos contratos, a ser un vehículo de estandarización de los contratos y de dar una cierta solemnidad y publicidad oficial a las transacciones de los mismos ya que los precios son negociados y establecidos, con carácter previo y fuera del mercado, por las partes, con lo cual, en nuestra opinión, esta contratación se asemeja más a la contratación de productos estandarizados *Over The Counter*, ya estudiada, que a una propia negociación oficial, producida dentro del Mercado de Futuros.

pertenecientes al Segmento de Derivados de Energía se llevarán a cabo por *BME Clearing* de acuerdo con las disposiciones del Reglamento de *BME Clearing* y su normativa de desarrollo”.

⁶⁰⁶ Artículo 1.3. CONTRATOS de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018.

⁶⁰⁷ Con anterioridad, existía aprobada una Circular de *MEFF Exchange SAU* dedicada, especialmente, a la regulación de estos productos, de fecha 13 de diciembre de 2016.

⁶⁰⁸ Artículo 1. 1, párrafo 2º y 3º, y 1. 5 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018.

⁶⁰⁹ En este sentido, las citadas Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018, establece, en su artículo 2.2 un cuadro de doble entrada, en el que se especifican: el tipo de contrato, el periodo de entrega, la liquidación de Pérdidas y Ganancias, la forma de liquidación a vencimiento y el ajuste a valor de mercado.

Las citadas Condiciones Generales preven dos tipos distintos de contratos sobre la Electricidad MIBEL (Mercado Ibérico de Energía Eléctrica):

- a) Contratos de Futuros sobre la Electricidad MIBEL.
- b) Contratos *Swaps* sobre la Electricidad MIBEL.

Ambas figuras, en cuanto a su funcionamiento, son muy similares. Únicamente difieren, como se establece en las citadas Condiciones Generales⁶¹⁰, en que los contratos de Futuros tienen liquidación diaria de pérdidas y ganancias, a diferencia de los *Swaps*, cuya liquidación se realiza en períodos más prolongados de tiempo. Por el contrario, los contratos de Futuros sobre la electricidad no tienen “ajuste a valor de mercado” a diferencia de los *Swaps* que si lo tienen⁶¹¹.

El Activo Subyacente que conforman estos contratos⁶¹², es “la electricidad nociónal a una potencia constante, durante todas las horas relevantes” según una serie de especificaciones que se concretan en: Tipo de Producto y Período de Entrega del contrato en el polo español del MIBEL.

Las Condiciones Generales⁶¹³ distinguen entre especificaciones técnicas comunes, tanto para los contratos de futuros como para los *swaps*, como las especificaciones técnicas no comunes para dichos contratos de futuros y *swaps*.

En relación a las especificaciones técnicas comunes, para ambos productos, más importantes podemos señalar:

1º.- *Tipo de Producto:*

⁶¹⁰ Artículo 2. 2, párrafo 3º, de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018.

⁶¹¹ Estas operaciones, como hemos indicado, están reguladas por la Circular C-EX-DF-26/2018 de MEFF Exchange SAU sobre “Operaciones Acordadas”.

⁶¹² Artículo 2.2, párrafo 1º, de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018.

⁶¹³ Artículo 2.3. de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018.

- a) *Producto de Carga Base*: Supone la entrega-recepción del Activo Subyacente durante las “horas relevantes” de todos los días comprendidos en el Período de Entrega.
- b) *Productos de Carga Punta*: Supone la entrega-recepción del Activo Subyacente durante las “horas relevantes” del Contrato en todos los días lunes, martes, miércoles, jueves y viernes comprendidos en el Período de Entrega.
- c) *Producto de Perfil Eólico*: Supone la entrega-recepción del Activo Subyacente durante las “horas relevantes” de todos los días comprendidos en el Período de Entrega.

2º.- *Horas relevantes del Contrato*⁶¹⁴

- a) *Producto de Carga Base*: Desde la primera hora del día (es decir desde las 0.00 a las 00.59 horas) a la última hora del día (23.00 a las 23.59 horas) de todos los días comprendidos en el Período de Entrega. En los días de cambio de horario habrá una hora adicional o una hora menos.
- b) *Producto de Carga Punta*: Desde la novena hora del día (8.00 a las 8.59 horas) a la vigésima hora del día (19.00 a las 19.59 horas) de todos los días lunes, martes, miércoles, jueves y viernes comprendidos en el Período de Entrega.
- c) *Producto de Perfil Eólico*: Desde la primera hora del día (es decir desde las 00.00 a las 00.59 horas) a la última hora del día (23.00 a las 23.59 horas) de todos los días comprendidos en el Período de Entrega. En los días de cambio de horario habrá una hora adicional o una hora menos.

3º.- *Período de Entrega*:

- a) El Período de Entrega será el mismo día del Contrato para los Contratos diarios y para el resto de Contratos los días comprendidos en la semana, mes, trimestre o año del Contrato, según se indica en los siguientes apartados.

⁶¹⁴ Las horas se denominarán según el horario español (zona peninsular) conforme establece el artículo 2.3.1 de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018.

b) Los productos semanales podrán ser: semana hábil, semana completa y fin de semana.

c) Para los productos semanales, el primer día del Período de Entrega del producto “semana hábil” será el lunes y el último día será el viernes, el primer día del Período de Entrega del producto “semana completa” será el lunes y el último día será el domingo, y el primer día del Período de Entrega del producto “fin de semana” será el sábado y el último día será el domingo.

d) Para los productos mensuales, el primer día del Período de Entrega será el primer día del mes y el último día del Período de Entrega será el último día del mes en cuestión.

e) Para los productos trimestrales el primer día del Período de Entrega será el primer día del trimestre (enero, abril, julio y octubre según el caso) y el último día del Período de Entrega será el último día del trimestre (marzo, junio, septiembre, o diciembre, según el caso).

f) Para los productos anuales el primer día del Período de Entrega será el primer día de enero, y el último día del Período de Entrega será el último día de diciembre.

g) Los contratos tendrán un Período de Entrega diario, semanal, mensual, trimestral o anual, según se defina en el apartado 2.3.2 para cada Tipo de Contrato.

4º.- Nominal del Contrato y Precios del mismo:

El Nominal del Contrato se establecerá en MWh (o en KWh en el caso que la unidad de registro sea 100 KW según la fórmula:

MW (o 100 KW) * Nº de días del contrato * Nº de Horas Relevantes del Tipo de Producto.

Los Precios del Contrato se establecen en euros por MWh (o en euros por 100 KWh, en el caso que la unidad de registro sea 100 KW) con al menos dos decimales.

5º.- Unidad de Registro:

1 MW o 100 KW (0,1 MW)

Respecto de la forma de negociación las Condiciones generales establecen que será, exclusivamente, a través de Operaciones Acordadas entre Miembros (o entre Titulares de Miembros) en *MEFF Exchange SAU* de acuerdo con lo dispuesto en la Circular Correspondiente⁶¹⁵

6º.- Procedimiento de Cascada.

Procedimiento mediante el cual, en la fecha establecida en estas Condiciones Generales, un Contrato con un Período de Entrega anual o trimestral se descompone en contratos trimestrales o mensuales. Analizaremos este sistema posteriormente.

7º.- Perfil del Contrato:

- a) Producto Carga Base: Dispone de un perfil plano (todas las horas relevantes cuentan lo mismo).
- b) Producto Carga Punta: Igual que el anterior, presenta un perfil plano (todas las horas relevantes computan lo mismo).
- c) Producto Perfil Eólico: Tiene un perfil variable en función de la previsión eólica publicada por *MEFF Exchange*.

En relación a las especificaciones técnicas no comunes para ambos productos podemos indicar las siguientes reglas:

- a) Respecto de los contratos de Futuros, se establece como, período de entrega, el anual, trimestral, mensual y semanal. Las fechas de vencimiento estarán en consonancia con el tipo de contrato que se haya establecido (anual, trimestral, mensual y semanal). En cuanto a la forma de liquidación

⁶¹⁵ Como hemos apuntado anteriormente, la Circular C-EX-DF-26/2018 establece las condiciones, requisitos y plazos para la aprobación por parte de *MEFF Exchange SAU* de las operaciones en el sistema de "Operaciones Acordadas", estableciendo como principio básico que el precio a que se efectúen sea un precio de mercado y su volumen esté por encima de los umbrales establecidos por ESMA. En este sentido el precio alto y bajo de la respectiva sesión, el precio de mercado vendrá establecido por cotización en pantalla del contrato en el momento de la comunicación, o el precio teórico calculado con el Alto/Bajo del Activo subyacente hasta el momento de la comunicación. Por otra parte, respecto a los volúmenes necesarios para poder admitirse la operación por este sistema será los denominados Large in Scale (LIS PRE NEGOCIACION), definidos en función de la clase de activo y subyacente y el nominal calculado según la siguiente fórmula:

1.- Contratos de Futuros: Precio*volumen*multiplicador.

2.- Contratos de Opciones: Precio de ejercicio*número de contratos*multiplicador.

al vencimiento de los mismos, si estamos en presencia de contratos anuales o trimestrales, se producirá mediante el sistema de cascada. Para los contratos con período de entrega mensual o trimestral se liquidarán, en efectivo, por el sistema de diferencias.

b) En lo que afecta a los contratos *Swaps* los períodos de entrega serán, anuales, trimestrales, mensuales, semanales y diarios. Las fechas de vencimiento se establecen en función del tipo de contrato: Anuales y trimestrales, por un lado, y mensuales, semanales y diarios, por otro. Por lo que afecta a la forma de liquidación y vencimiento se establecen, también, las siguientes normas: para los contratos con período de entrega anual o trimestral se producirá mediante el sistema de cascada. Para los contratos con período de entrega, mensual, semestral o diario se liquidará, en efectivo, mediante diferencias.

b') Diferencias entre los contratos de Futuros y los contratos Swaps.

Como hemos indicado, los contratos *Swaps* no tienen una liquidación diaria de Pérdidas y Ganancias, a diferencia de los contratos de Futuros en que si se produce ese ajuste diario de pérdidas y ganancias.

Tanto los contratos de Futuros como los contratos *Swaps*, ambos con períodos de entrega anual o trimestral, como hemos apuntado, vencen mediante el “sistema de cascada” en el que, el día hábil anterior al primer día del período de entrega, se transforman en contratos más pequeños. Así, un contrato trimestral se transforma en tres contratos mensuales.

Respecto a los contratos *Swaps*, mensuales y semanales, vencen el último día de su período de entrega, liquidándose las pérdidas y ganancias al día siguiente hábil por el sistema de diferencias entre el precio al que se cerró la operación y el precio de liquidación a vencimiento del producto. En cuanto a los contratos *Swaps* diarios vencen el mismo día del contrato, liquidándose, al día siguiente, las correspondientes pérdidas y ganancias que se hubieran producido. Por lo que respecta a los contratos de Futuros, mensuales y semanales, se liquidarán diariamente, calculándose las pérdidas y ganancias al día, respecto del precio que tuviera el contrato el día anterior. Para los contratos de Futuros anuales, trimestrales y mensuales, el primer día del período de entrega será el primer día del calendario de dicho período y el último día del período de entrega será el último del calendario del período. Para los contratos de Futuros semanales, estos, se clasifican en contratos *de semana hábil* (el primer día del período de entrega será el lunes y el último día será el viernes), *semana completa* (el primer día del período de entrega será el lunes y el último el domingo) y *fin de semana* (el primer día del período de entrega será el sábado y el último el domingo).

c') El “sistema de cascada”.

El “sistema de cascada” se aplica a todos los productos de Derivados sobre la Energía Eléctrica que no tengan un vencimiento semanal o mensual. Por tanto se aplica a los contratos con vencimientos más largos (trimestral y anual)⁶¹⁶.

⁶¹⁶ Según se dispone en los artículos 2.51 y 2.53 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de Energía) de 3 de enero de 2018. la forma de liquidación al vencimiento tanto los contratos de futuros como los de *Swaps*, anuales y trimestrales se liquidarán a su vencimiento “en cascada” según las siguientes reglas:

a) Contratos de Futuros anuales y trimestrales:

Los Contratos de Futuro Anuales y Trimestrales se liquidarán a vencimiento mediante la “Cascada de los mismos” y del modo siguiente:

1.- Después del último día de Registro del Contrato, los Contratos de Futuro Anuales se cierran convirtiéndose en cuatro Contratos de Futuro Trimestrales.

Por ejemplo, el 31 de diciembre de 2021, el Contrato de Futuro Base Anual del año 2022, se cierra convirtiéndose en los siguientes Contratos de Futuro Base Trimestrales: el Contrato de Futuro del primer trimestre del año 2022, el Contrato de Futuro del segundo trimestre del año 2022, el Contrato de Futuro del tercer trimestre del año 2022 y el Contrato de Futuro del cuarto trimestre del año 2022.

2.- Después del último día de Registro del Contrato, los Contratos de Futuro Trimestrales se cierran convirtiéndose en tres Contratos de Futuro Mensuales.

Por ejemplo, el 31 de diciembre de 2021, el Contrato de Futuro Base del primer trimestre del 2022, se cierra convirtiéndose en los siguientes Contratos de Futuro Base: el Contrato de Futuro de Enero del año 2022, el Contrato de Futuro de Febrero del año 2022 y el Contrato de Futuro de Marzo del año 2022.

3.- Para los Contratos de Futuro Anuales y Trimestrales, la Fecha de Vencimiento es la fecha del Último Día de Registro del Contrato.

4.- La Cascada de los Contratos de Futuro Anuales y Trimestrales se realizará al Precio de Liquidación Final del Contrato que se cierra.

b) Contratos *Swaps*, anuales y trimestrales:

Los Contratos *Swap* Anuales y Trimestrales se liquidarán a vencimiento mediante la “Cascada de los Mismos” y del modo siguiente:

1.- Después del último día de Registro del Contrato, los Contratos de Swap Anuales se cierran convirtiéndose en cuatro Contratos *Swaps* Trimestrales.

Por ejemplo, el 31 de diciembre de 2021, el Contrato *Swap* Base Anual del año 2022, se cierra convirtiéndose en los siguientes Contratos *Swap* Base: el Contrato *Swap* del primer trimestre del año 2022, el Contrato *Swap* del segundo trimestre del año 2022, el Contrato *Swap* del tercer trimestre del año 2022 y el Contrato *Swap* del cuarto trimestre del año 2022.

Mediante este sistema se descompone el contrato, que está próximo a su fecha de vencimiento, en contratos de períodos de entrega más cortos, que el contrato primitivo, con el objeto de que se puedan realizar coberturas sobre dichos contratos con otros que están en período de registro (el último día de registro del contrato es el día hábil antes del primer día del período de entrega, cerrándose ese día una vez terminado el período de negociación) y procediéndose a realizar la denominada “cascada” con la finalidad de liquidar la energía que comprende el período de entrega. Así un contrato anual se descompondrá en cuatro contratos trimestrales, cerrándose la posición del contrato anual y abriéndose las posiciones de los cuatro contratos trimestrales. Si el contrato es trimestral se cerrará esa posición y se abrirán posiciones en tres contratos mensuales.

2.- Después del último día de Registro del Contrato, los Contratos *Swap* Trimestrales se cierran convirtiéndose en tres Contratos *Swap* Mensuales.

Por ejemplo, el 31 de diciembre de 2021, el Contrato *Swap* Base del primer trimestre del 2022, se cierra convirtiéndose en los siguientes Contratos *Swap* Base: el Contrato *Swap* de Enero del año 2022, el Contrato *Swap* de Febrero del año 2022 y el Contrato *Swap* de Marzo del año 2022.

3.- Para los Contratos de *Swaps* Anuales y Trimestrales, la Fecha de Vencimiento es la fecha del último día de Registro del Contrato.

4.- Los Contratos *Swap* Mensuales se liquidan a Vencimiento por diferencias respecto al Precio de Liquidación a Vencimiento, en efectivo, (véase el apartado siguiente sobre la Forma de Liquidación a Vencimiento de los contratos *Swap* Mensuales, Semanales y Diarios).

5.- La Cascada se realizará al Precio de registro de la operación

**CAPÍTULO QUINTO. - LOS DERIVADOS FINANCIEROS
NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LAS OPCIONES
FINANCIERAS.**

I) EL CONCEPTO DEL CONTRATO DE OPCIÓN Y SU NATURALEZA JURÍDICA.

Coincide la mayor parte de la doctrina que el contrato de opción, hasta épocas recientes no ha sido una figura típica de nuestro ordenamiento jurídico. A pesar de ello, se dice que si no se puede hablar, respecto a dicho contrato, de una tipicidad jurídica, si es posible determinar que dicha figura tiene una “tipicidad social, por cuanto es una figura utilizada, con cierta frecuencia tanto en la contratación civil como mercantil. Bien es cierto, que su campo de actuación se encuentra, en la mayoría de los casos, vinculado al contrato de compraventa, como paso previo, en muchos casos a la celebración y perfección del mismo. Ello no obsta, para que pueda utilizarse como instrumento de contratación preparatorio, con obligaciones por parte de ambas partes, de otro tipo de contratación: arrendamientos, función mediadora, instrumento preparatorio del derecho francés en contratos inmobiliarios o de la construcción etc.

La opción clásica es la opción de compra o venta. Se ha indicado⁶¹⁷, que las opciones de compra se comenzaron a utilizar en Francia,

⁶¹⁷ Como afirma TAMA CHARLES, Javier, en su estudio, "El contrato de Opción Editorial Bosch, Barcelona 1986, pág. 35, el C.C. francés habla de las promesas unilaterales del contrato solo en el artículo 1675, párrafo segundo, aunque, como veremos, posteriormente, no puede equipararse el contrato de opción con la promesa unilateral de compra o venta. Igualmente, tampoco el C.C. alemán, aunque permite la posibilidad de estipularse libremente, bajo la cobertura del principio de autonomía de la voluntad prevista en el Derecho de obligaciones.

En el Derecho privado español, hasta hace poco tiempo, esta figura solo se recogía en el artículo 14 del Reglamento de la Ley Hipotecaria, que permite darle una configuración de *cuasi derecho real*, permitiéndose, así, su acceso al Registro de la Propiedad. Con posterioridad, el Libro Quinto del Código Civil de Cataluña, aprobado por la Ley 5/2006 de 10 de mayo del Parlamento de Cataluña, relativo a los Derechos Reales, lo regula en su artículo 568º, apartados 1 a 12, redactado, éste precepto, según el número 5º de la Disposición Final Quinta de la Ley catalana 3/2017 de 15 de febrero del Libro Sexto del Código Civil de Cataluña, relativo a las Obligaciones y Contratos y modificación de los Libros Primero, Segundo, Tercero, Cuarto y Quinto. Las líneas maestras de su regulación son las siguientes:

- 1º El derecho de opción puede recaer, tanto sobre bienes muebles como inmuebles.
- 2º El derecho de opción sobre bienes inmuebles debe constituirse en escritura pública e inscribirse en el Registro de la Propiedad.
- 3º Pueden ser cotitulares del derecho de opción varias personas, pero se les exige actuación conjunta.

para, posteriormente, irse extendiendo a otros países. Era un instrumento jurídico que empezó a emplearse en la comercialización de parcelas (*lots*) resultantes de parcelaciones (*lotissements*), como consecuencia de los largos plazos administrativos existentes para obtener las correspondientes licencias al efecto. Ello permitía, por una parte, utilizar las opciones por los promotores, como fase previa a la compra de los terrenos en firme, los cuales exigían unos plazos dilatados por la necesidad de comprobar la situación jurídica y administrativa de los terrenos y, por otro, a través de las correspondientes opciones de compra, otorgadas por las empresas constructoras a los particulares, permitían conocer a las entidades financieras el interés existente en el mercado respecto de una promoción concreta y, así, poder evaluar, con más precisión, las condiciones de financiación a otorgar a una determinada promoción.

No existe un concepto único de contrato de opción. Nuestro diccionario de la Real Academia Española establece hasta cuatro definiciones distintas de lo que puede entenderse por opción. De todas ellas, la que más interesa a nuestro estudio, es la que la define como “el derecho a elegir entre dos o más cosas, fundado en precepto legal o en negocio jurídico”. En este sentido, hay dos caracteres que definen jurídicamente el contrato de opción. Por una parte, existe el precio que el optante debe satisfacer al concedente por la celebración del contrato de opción y que, técnicamente, se conoce como *prima*. Por otro lado, es fundamental en la configuración de la opción, el factor *tiempo*. De aquí, que como señala la doctrina⁶¹⁸, podamos definirla como “contratos por los que una de las partes (denominado concedente o *writer*) concede a otra (tomador o *buyer*) a cambio de un precio (*prima* o *premium*) la facultad de comprar (opción de compra o *call option*) o la facultad de vender (opción de venta o *put option*) un determinado activo (activo subyacente o *underlying security*) a un precio fijado de antemano (precio de ejecución o *striking price*) en una fecha determinada o a lo largo de un periodo de tiempo determinado (fecha de

4º En el título constitutivo se tiene que especificar la contraprestación exigida o los criterios necesarios para fijarla, no necesitando que sea, necesariamente, en dinero.

5º Debe constar, expresamente, la prima que el optante debe pagar al concedente del derecho de opción.

6º En cuanto a su duración, si recae sobre bienes inmuebles y se constituye como derecho real, el plazo máximo es de 10 años, siendo prorrogable. Si se integra en un contrato, como pacto, tiene como plazo máximo el del negocio jurídico principal.

7º En general, el derecho de opción se configura como transmisible.

8º En cuanto a la pérdida del objeto, si es por caso fortuito o fuerza mayor, no se podrá pedir la devolución de la prima. Si se pierde por culpa o dolo del concedente o del propietario, estos últimos tienen que devolver la prima percibida.

⁶¹⁸ MASSAGUER FUENTES, José: “La opción financiera: caracterización jurídica” (artículo incluido en la obra colectiva “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo del 12 al 16 de septiembre de 1994, Directores Emilio Díaz Ruiz y Pablo Larraga, editado por el Centro de Documentación Bancaria y Bursátil SA, Madrid, 1995, págs. 262 y 263.

ejecución o *expiration day*) o bien la facultad de exigir el pago de dinero de la diferencia entre el precio de ejecución y el precio que tiene el activo”.

Los elementos, pues, que configuran el contrato de opción son los siguientes:

- a) *Activo subyacente*: Es el bien o producto sobre el que recae el contrato de opción (materias primas, bienes muebles o inmuebles, instrumentos financieros, etc.).
- b) *Momento de ejercicio*: Fecha del vencimiento del contrato en la que ha de decidirse si se ejecuta, o no, la opción.
- c) *Prima*: Es el importe que ha de satisfacer el optante al concedente por darle el derecho a concluir o no, el contrato sobre el que recae el subyacente.
- d) *Tipo de opción*: De compra o de venta.
- e) *Plazo de ejercicio*: Puede ser en un momento o fecha dada o hasta una fecha determinada.
- f) *Precio de ejercicio*: Precio al que se va a liquidar el contrato.

Si estamos en presencia de opciones negociadas en mercados oficiales necesariamente además de los anteriores se introducen otros elementos estandarizados como son:

- a) *Tick*: Unidad de variación en la cotización de la opción.
- b) *Activo negociado*: Cantidad de activo subyacente al que hace referencia cada contrato que se negocie.
- c) *Tipo de opción*: En general, de compra (*call*) o venta (*put*) en sus diversas modalidades de contratación y que en su momento estudiaremos.

Igualmente y de manera más esquemática ha sido definido jurídicamente el contrato de opción como “aquel por el que una de las partes, a cambio de un precio (prima) concede a la otra la facultad de decidir sobre la celebración de un contrato principal en una fecha dada o durante un período de tiempo determinado”⁶¹⁹.

⁶¹⁹ MADRID PARRA, Agustín: “Contratos y mercados de futuros y opciones”. Editorial Tecno, Madrid 1994, pág. 82.

Las tres funciones económicas que se señalan a todo contrato de opción, como en general se puede decir de cualquier derivado financiero, son la cobertura de riesgos, la especulación y el arbitraje de mercados⁶²⁰. Desde una perspectiva jurídica, se afirma⁶²¹, el contrato de opción cumple dos finalidades específicas: Por una parte asegura a su titular un período de reflexión más amplio sobre la conveniencia de celebrar o no un determinado negocio proyectado. Por otro lado, permite al beneficiario poder celebrar, con terceras personas, un nuevo contrato sobre el bien respecto del que se ha constituido la opción.

Tal y como ahora se configura el contrato de opción, en nuestro ordenamiento jurídico, podemos hablar de “opciones obligacionales u opciones reales” en función del derecho a que puedan dar lugar a un derecho obligacional o derecho real. De hecho, como tiene declarado nuestro Tribunal Supremo, la opción puede referirse a cualquier tipo de contrato⁶²². Así puede darse como derecho obligacional o real, según como se configure y tenga acceso al Registro de la Propiedad, (arrendamiento de bienes inmuebles con opción de compra), obligacional (arrendamiento con opción de compra de bienes muebles, los arrendamientos de obras y servicios, opción con finalidad de mediación, conocida como opción mediatoria, etc.). Se podrán establecer, como opciones reales, las que recaigan sobre determinados derechos de tal naturaleza (propiedad, usufructo, servidumbre, censo, etc). En definitiva, como indica la doctrina⁶²³, lo determinante en el contrato de opción es que “debe referirse siempre a la creación de una nueva situación jurídica futura”.

En todo caso, cualquier modalidad de opción que se contemple tiene, necesariamente, que incluir una “oferta irrevocable”, durante un cierto período de tiempo, sobre la oportunidad de concluir un determinado contrato, por parte del concedente de la opción al optante y que viene justificada por el pago de una *prima* de este último al primero.

Parte de la doctrina ha equiparado el contrato de opción con la promesa unilateral de venta. Asimilación, en nuestra opinión, no demasiado acertada por cuanto, por un lado, el contrato de opción tiene un ámbito de aplicación mucho más amplio que la mera promesa unilateral de

⁶²⁰ MASSAGUER FUENTES, José: Op. cit. pág. 263.

⁶²¹ DÍEZ PICAZO, Luis: “Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial”, Volumen I, Editorial Tecnos, 2^a Edición, Madrid, 1986, pág. 229.

⁶²² En este sentido, se manifiestan las sentencias de nuestro Tribunal Supremo de fecha 17 de octubre de 1961 y de 14 de octubre de 1974.

⁶²³ TALMA CHARLES, Javier: Op. cit. pág. 24.

compra o venta. Por otra parte, el contrato de opción es, como, veremos más adelante, un contrato bilateral, en tanto que, la promesa unilateral de venta se configura como contrato unilateral, engendrando obligaciones solo para una de las partes, de tal suerte que si el contrato definitivo no se celebra, por no ejercitarse la opción por el optante, el contrato de opción ha cumplido su finalidad y ha desplegado todos los efectos inherentes al fin para el que fue concebido⁶²⁴.

⁶²⁴ En igual sentido DÍAZ RUIZ, Emilio: Op.cit. pág 392. En contra, como recoge el autor anteriormente citado, DÍEZ PICAZO, Luis: "Fundamentos...". págs. 232 y 233.

A este respecto señala, textualmente, DÍEZ PICAZO:

"La semejanza que existe entre los supuestos de hecho del contrato de opción y de la promesa de contrato - y, más aún, entre contrato de opción de compra y promesa unilateral de venta - es tal que desde el primer momento se ha suscitado la duda en punto a si estamos o no frente a la misma figura jurídica.

En aquellos ordenamientos jurídicos que tienden a conceder una eficacia directa a la promesa unilateral de venta se ha sostenido la opinión de que el llamado derecho de opción de compra es sustancialmente idéntico a dicha promesa. Esta opinión, sin embargo, no es doctrinalmente pacífica. Además, solo permitiría resolver la cuestión en lo que se refiere a la opción de compra y la dejaría intacta respecto de la opción en general.

Los términos de la distinción entre promesa y opción han sido buscados por muy varios caminos. Lo que caracteriza a la opción, se ha dicho, consiste en que origina un derecho potestativo o un derecho de formación. Se distingue del precontrato, porque en la opción no es necesario que el otorgante concluya otro nuevo contrato o preste un nuevo consentimiento para ello. Basta la unilateral declaración de voluntad del beneficiario para que el contrato prefigurado se entienda puesto en vigor. Es curioso, sin embargo, observar que al razonar así de parte, como premisas lógicas, de unos puntos de vista muy especiales, en punto a lo que es un precontrato y en punto a lo que es un contrato de opción. Es obvio que el razonamiento parte de una idea del precontrato como contrato dirigido a crear la obligación de celebrar otro nuevo contrato. Por el contrario, si el precontrato se considera como negocio que atribuye a una o a ambas partes la facultad de exigir la puesta en vigor del contrato definitivo, la diferencia entre ambas figuras se borra. De otro lado, existen autores que caracterizan precisamente al precontrato como negocio destinado a crear un derecho potestativo, el derecho a reclamar el contrato proyectado, lo que también hace desaparecer la distinción entre opción y precontrato, pues de ambos dimanaría derechos potestativos.

La opción ha sido configurada también como un contrato sometido a condición suspensiva; la condición de que el optante lo quiera. Con ello tampoco se salva la dificultad, pues también el precontrato ha sido configurado, según sabemos, como contrato con condición suspensiva y, por otra parte, se vuelve a plantear el problema, ya antes aludido, de la condición meramente potestativa o condición consistente en que lo quiera una parte (.....). Las dificultades teóricas apuntadas conducen a pensar que el llamado contrato de opción constituye en realidad una pura modalidad de la promesa de contrato o precontrato. Es la promesa unilateral o, por decirlo mejor, el precontrato en el cual la facultad de exigir la puesta en vigor del contrato definitivo es atribuida a una sola de las partes. No hay, sin embargo, inconveniente insuperable para admitir la existencia de una promesa bilateral u opción bilateral. Con ello, la identificación entre promesa y contrato de opción será total y absoluta".

En sentido contrario, como hemos indicado, DÍAZ RUIZ argumenta, con acierto a nuestro juicio, que:

"Aunque existe alguna posición doctrinal, no mayoritaria, aunque ciertamente autorizada, que equipara opción y promesa unilateral, no creemos que deba seguirse, pues la bilateralidad de las opciones, en general, debe entenderse fuera de toda duda: el concedente no se obligará a celebrar en el futuro el contrato subyacente a elección del optante o tenedor de la opción si éste primeramente o de forma simultánea a la concesión de la opción no ha comprometido o cumplido con la contraprestación a favor de aquél. Si finalmente la opción no se ejerce, no por ello habrá dejado el contrato de surtir efectos, de tal manera que el concedente estuvo obligado a cumplir, si se hubiera ejercitado el derecho de opción, e hizo legítimamente suyo el precio de la prima de la

Por lo que respecta a la naturaleza jurídica de esta figura jurídica, es un contrato bilateral, conmutativo y oneroso. En cuanto a su carácter bilateral, no ofrece duda que las partes, optante y concedente, prestan ambos su consentimiento y emiten, en este sentido, las correspondientes declaraciones de voluntad que supone la perfección del contrato de opción y la asunción, por las partes, de las consiguientes obligaciones en orden a la consumación del contrato definitivo sobre el subyacente a que haga referencia la opción.

Igualmente, en nuestra opinión, es un contrato conmutativo, aunque esta caracterización no ha sido pacífica, ni en la doctrina ni en la jurisprudencia, por cuanto el contrato de opción genera un cierto “*aleas*”, al no saberse de antemano si la obligación que se contempla en el contrato de opción se llegará a cumplir o no, ya que el desenlace final, previamente, no se conoce al no haber datos objetivos sobre si el optante se va a decantar en un sentido u otro. No obstante, se afirma⁶²⁵, el hecho de que la indeterminación, que se produce en el contrato de opción, no provenga del azar o de la fortuna sino, solamente, de la voluntad del optante el cual va a decidir, en última instancia, sobre la conclusión del negocio principal, inclina a pensar que estamos en presencia de un contrato conmutativo, no sujeto, en su desarrollo a ningún tipo de azar, característica esta de los contratos aleatorios donde el control de los mismos queda fuera de la actividad que desarrollean las partes en la correspondiente relación jurídica⁶²⁶.

opción, o habrá podido reclamarlo si no se hubiera pagado del modo acordado, de la misma manera que el tenedor de la opción habrá disfrutado de la posibilidad de ejercitarse ese derecho en el modo pactado y, en caso de incumplimiento, también reclamar frente al concedente”

⁶²⁵ TALMA CHARLES, Javier: Óp. cit. pág. 48.

⁶²⁶ En este sentido, entendemos, son perfectamente aplicables al contrato de opción, las consideraciones y fundamentos reseñados en la Sentencia nº 95/2011 del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Las Palmas de Gran Canarias, de fecha 9 de mayo de 2011 (ROJ: SMJ GC 71/2011-ECLI: ES: JMGC: 2011:71), en cuanto a la calificación de los contratos como conmutativos o aleatorios. Se trataba de dos contratos de *Swaps*. Uno era un *Swap Flotante Bonificado (Interest Rate Swaps)* y el otro era un contrato de *Swap* ligado a la inflación (*Inflation Swaps*) celebrados entre una empresa y una entidad de crédito española. En dicha sentencia se afirma “los contratos de cambio financiero son contratos conmutativos en los que el *aleas normal* – riesgo derivado de las oscilaciones del mercado y el que por ello una prestación devenga más o menos onerosa – se introduce en el negocio como *aleas convencional*, pero el contrato continua poseyendo una naturaleza o estructura conmutativa y no aleatoria (.....) y, por tanto, son contratos conmutativos en cuantos el *alea* no afecta a la operación en su conjunto o su relevancia es solo económica, no jurídica, no concurriendo, por tanto, el acontecimiento incierto del artículo 1790 CC. A este respecto, señala, expresamente, la citada sentencia “los contratos aleatorios no son nunca condicionales. La incertidumbre del contrato condicional afecta a su existencia o eficacia en si mismo considerado, mientras que la incertidumbre del contrato aleatorio solo atañe a las prestaciones que deben ejecutarse o a su respectiva relación (.....). En los contratos conmutativos el *aleas* no afecta a la operación en su conjunto o su relevancia es solo económica y no jurídica, no concurriendo el acontecimiento incierto del artículo 1709 del CC”.

En lo que respecta a su configuración como contrato oneroso, esta característica ofrece menos dificultades. En este sentido, podemos afirmar, la onerosidad del contrato de opción por cuanto genera prestaciones, para ambas partes, como son el pago de la prima, por un lado, y la prestación que lleva aparejada la ejecución de la opción, por otro, la cual se efectuara en dinero, bienes o instrumentos financieros según lo que se haya pactado al respecto y en base actual sea el activo subyacente sobre el que se constituyó la opción.

Otra cuestión, igualmente discutida por la doctrina, es la que se refiere a sí el contrato de opción se puede encuadrar en la categoría de los contratos condicionales⁶²⁷. Estos contratos, como afirman los autores⁶²⁸, buscan una finalidad similar que consiste en aplazar la eficacia de un contrato o negocio jurídico planteado, existiendo, también en ambos, una incertidumbre de futuro (no aleatoria) respecto a la ejecución del contrato que contiene el subyacente. Sin embargo, coincidimos con la doctrina apuntada, en que el negocio o pacto condicional es un elemento accidental en relación al negocio base. Por el contrario, la declaración de voluntad que lleva aparejada el ejercicio de la opción, no puede tomarse como una condición añadida a un negocio anterior. En el contrato de opción, el contrato base no se perfecciona mientras el optante no emita su declaración de voluntad en el sentido de ejercitarse la opción concedida. En el negocio condicional (por ejemplo, condición suspensiva establecida) el contrato (aún condicional) ya existe, estando, únicamente, suspendidos sus efectos a que se cumpla la condición⁶²⁹. Otra cosa es que la opción pueda configurarse, en un caso concreto, como negocio condicional por cuanto la posible condición suspensiva a la que se sometería el contrato de opción no infringirá, lo dispuesto en el artículo 1115 nº 1 de nuestro CC.

Por último, también se discute, tanto por parte de la doctrina como de la jurisprudencia del Tribunal Supremo, el tema relativo a las relaciones existentes entre el contrato de opción y el precontrato. Hoy en día, a la luz de los artículos 1451, 1862 del CC y, en particular, el artículo 568 del vigente Código Civil Catalán⁶³⁰, en nuestra opinión, el contrato de

⁶²⁷ La STS de 26 de julio de 1996 tiene declarado que las obligaciones condicionales sujetan su eficacia a la realización o no de un hecho futuro o incierto, residiendo la esencia de las mismas en su incertidumbre.

⁶²⁸ TALMA CHARLES, Javier: Óp. cit. pág. 63.

⁶²⁹ En igual sentido, las Sentencias del Tribunal Supremo de fecha 17 de diciembre de 1966 y 24 de octubre de 1990 entienden que no estamos en presencia de un contrato condicional.

⁶³⁰ El artículo 568, del Código Civil Catalán aprobado por Ley del Parlamento Catalán 5/2006 de 10 de mayo establece en sus 12 primeros números, textualmente:

1. Son derechos de adquisición voluntaria los siguientes:

a) La opción, que faculta a su titular para adquirir un bien en las condiciones establecidas por el negocio jurídico que la constituye.

-
- b) El tanteo, que faculta a su titular para adquirir a título oneroso un bien en las mismas condiciones pactadas con otro adquirente.
 - c) El retracto, que faculta a su titular para subrogarse en el lugar del adquirente con las mismas condiciones convenidas en un negocio jurídico oneroso una vez ha tenido lugar la transmisión.
 - d) El derecho de redimir en la venta a carta de gracia, que faculta al vendedor para readquirir el bien vendido.

2. El tanteo y el retracto son derechos de adquisición legales en los casos en que lo establece el presente código. Estos derechos se rigen por la norma sectorial específica correspondiente.

(Redactado conforme al número 5º de la Disposición Final Quinta de la Ley Catalana 3/2017, de 15 de febrero del Libro Sexto del Código Civil de Cataluña, relativa a las obligaciones y contratos y modificación, a su vez, de los Libros Primero, Segundo, Tercero, Cuarto y Quinto de dicha norma.)

2. Constitución y eficacia.

1. Los derechos reales de adquisición se constituyen en escritura pública y, si recaen sobre bienes inmuebles, deben inscribirse en el Registro de la Propiedad.

2. El ejercicio de los derechos de adquisición voluntaria comporta la adquisición del bien en la misma situación jurídica en que se hallaba en el momento de la constitución, así como la extinción de los derechos incompatibles constituidos con posterioridad sobre el bien si el derecho se había constituido con carácter real, sin perjuicio de lo establecido por la legislación hipotecaria.

3. Objeto.

1. Los derechos de adquisición pueden recaer sobre bienes inmuebles y muebles que puedan identificarse.

2. Los derechos de adquisición sobre bienes futuros están sujetos a la condición de la existencia efectiva de su objeto.

3. Los derechos de adquisición inscribibles constituidos sobre varios bienes deben indicar un precio individual para cada uno que haga posible el ejercicio de los derechos por separado. Se exceptúa el caso en el que se ha indicado un precio global que exige un ejercicio conjunto sobre todos los bienes.

4. Los derechos de adquisición sobre un bien inmueble pueden constituirse sobre partes determinadas de este o de su edificabilidad. En estos casos, el precio de adquisición debe fijarse teniendo en cuenta la medida superficial u otros parámetros o módulos determinados.

4. Cotitularidad.

Los derechos de adquisición constituidos a favor de varios titulares de forma proindivisa deben ser ejercidos conjuntamente por todos los titulares o por uno o varios de ellos por cesión de los demás.

5. Constitución.

1. Los derechos de adquisición voluntaria pueden constituirse por cualquier título.

2. La prima pactada en la constitución del derecho se imputa solo al precio de adquisición si así se ha estipulado expresamente.

6. Contenido del título de constitución.

El título de constitución debe contener como mínimo los siguientes datos:

- a) El plazo de duración del derecho, que, si no se fija, se entiende que es de cuatro años, y el plazo de su ejercicio, si procede.
- b) Si se trata de un derecho de opción, la contraprestación para adquirir el bien o los criterios para fijarla y, si procede, el pacto de ejercicio unilateral de la facultad de optar. La contraprestación puede ser no dineraria.
- c) Si el derecho se constituye a título oneroso, la prima pactada para constituirlo y la forma en que se ha satisfecho.
- d) El domicilio de los concedentes de la opción o de los titulares del tanteo o del retracto a los efectos de las notificaciones preceptivas.

e) La forma de acreditar el pago del precio o contraprestación, si se trata de un derecho de opción y se ha pactado su ejercicio unilateral.

(Modificado el apartado a) por el art. 23 de la Ley 6/2015, de 13 de mayo.)

7. Extinción.

1. Los derechos de adquisición se extinguen por las causas generales de extinción de los derechos reales y, además, por su ejercicio o por el vencimiento del plazo de su duración.
2. Los titulares del derecho de tanteo pueden renunciar al mismo con relación a un determinado acuerdo de transmisión. La renuncia al derecho de tanteo implica la del retracto.

8. Derecho de opción. Duración.

1. El derecho real de opción puede constituirse por un tiempo máximo de diez años.
2. El derecho de opción, por acuerdo de las personas interesadas, puede ser objeto de prórrogas sucesivas, cada una de las cuales no puede exceder del plazo establecido por el apartado 1.
3. La duración del derecho de opción constituido como pacto o estipulación integrados en otro negocio jurídico no puede superar la de este, con las prórrogas correspondientes.

9. Derecho de Opción. Transmisibilidad.

1. Los bienes sujetos a un derecho de opción son enajenables sin consentimiento de los optantes, y los adquirentes se subrogan en las obligaciones que, si procede, corresponden a los concedentes del derecho.
2. Los derechos de opción son transmisibles, salvo que se hayan constituido en consideración a su titular.

10. Derecho de opción. Conservación del objeto.

1. Los propietarios están obligados a conservar con la diligencia debida el bien sujeto al derecho de opción y responden ante los optantes por el deterioro que dicho bien sufre por culpa o dolo.
2. Los titulares del derecho de opción tienen la facultad de inspeccionar el bien que está sujeto al mismo para comprobar su estado de conservación.
3. Los gastos necesarios corren a cargo de los propietarios del bien, salvo pacto en contrario. Los frutos pendientes en el momento de ejercer el derecho de opción y las mejoras y accesiones introducidas por los propietarios del bien pertenecen a los optantes, que no tienen la obligación de pagar su importe.

11. Derecho de opción. Pérdida del objeto.

1. Los titulares del derecho de opción, si los bienes que están sujetos al mismo se pierden totalmente por caso fortuito, fuerza mayor o hecho de una tercera persona, no pueden exigir la devolución de la prima satisfecha. Si la pérdida total se origina por culpa o dolo de los concedentes del derecho o de los propietarios, estos deben devolver la prima pagada, sin perjuicio de la indemnización por los daños y perjuicios ocasionados.
2. Los titulares del derecho de opción, si los bienes que están sujetos al mismo se pierden en parte, pueden elegir entre no ejercer su derecho o ejercerlo sobre la parte subsistente. En este caso, deben pagar la contraprestación proporcional. Si la pérdida parcial se origina por culpa o dolo de los propietarios, estos deben indemnizar a dichos titulares por daños y perjuicios y, según la elección de dichos titulares de la opción, deben devolver la parte correspondiente de la prima.

12. Derecho de opción. Ejercicio.

1. Los optantes, sin perjuicio de lo que establezca el título de constitución, deben pagar el precio o contraprestación al ejercer el derecho de opción o antes de ejercerlo y los concedentes deben entregarles la posesión del bien.
2. El precio o contraprestación, si sobre el bien sujeto al derecho de opción inscrito existen derechos reales o gravámenes posteriores al del optante o la optante, se debe depositar o consignar a disposición de sus titulares, a los que debe notificarse el ejercicio del derecho de opción y el depósito o la consignación constituidos a su favor.

opción goza de una autonomía propia e independiente del precontrato. En este sentido, podemos afirmar que en el contrato de opción las partes se comprometen, sin necesidad de nuevo acuerdo, a la ejecución de un contrato posterior (el optante no tendrá, una vez ejercida la opción, necesidad de emitir una nueva declaración de voluntad, bastará con que manifieste que ejercita la citada opción). Por otra parte, el concedente de la opción, se deberá limitar a ejecutar el contenido de la opción, tampoco tendrá que efectuar una nueva declaración de voluntad, bastará con que proceda a la ejecución del contrato base y, en caso de que, éste último, se niegue a hacerlo, el optante podrá solicitar a la Autoridad judicial que ejecute el contrato a costa del concedente. Sin embargo, en el precontrato es necesario que ambas partes vuelvan, llegado el momento, a revalidar y renovar sus declaraciones de voluntad respecto a la celebración del contrato principal. Como muy gráficamente se ha señalado, en el precontrato “las partes se comprometen a la obligación de obligarse”, cosa que, evidentemente, por las razones apuntadas, no ocurre en el contrato de opción.

En conclusión, podemos determinar, respecto a la naturaleza jurídica del contrato de opción, que es un contrato “cuasi típico” (a excepción de la Comunidad Catalana en la que su legislación lo ha tipificado, como hemos visto, de forma concluyente), bilateral, conmutativo, oneroso y con autonomía propia según la cual hace que no se pueda asimilar a otras figuras jurídicas con las que puede presentar ciertos rasgos similares.

Después de examinar el concepto y la naturaleza jurídica del contrato de opción en nuestro Derecho privado, vamos a estudiar las características del mismo, en su vertiente financiera, lo cual es objeto propio de este estudio, y que, en principio, no supone más que una extensión del contrato de opción clásico que hemos analizado anteriormente. En este sentido, debemos indicar que, existen dos clases de contratos de opción en base a que, las mismas, sean negociadas fuera de los mercados secundarios oficiales (*Over The Counter-OTC*), o, negociadas en estos mercados. En

3. El optante o la optante puede ejercer unilateralmente el derecho de opción inscrito siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- a) Que se haya pactado así al constituir el derecho.
- b) Que tenga la posesión del bien o pueda adquirirla instrumentalmente por medio de la formalización del ejercicio de la opción.
- c) Que el precio o contraprestación se deposite notarialmente a disposición de los propietarios y de las terceras personas que acrediten derechos inscritos o anotados después del derecho de opción en el Registro de la Propiedad si se trata de inmuebles, o bien que se garantice dicho precio o contraprestación si se había aplazado su pago.

4. Los optantes, en el plazo de duración del derecho de opción, deben notificar fehacientemente a los concedentes o propietarios el ejercicio de dicho derecho en el domicilio que conste en el título de constitución. Para cancelar las cargas y derechos inscritos con posterioridad a la inscripción del derecho de opción, debe atenerse a lo establecido por la legislación hipotecaria.

ambos casos, en el mundo financiero, los dos tipos de opciones toman como base el contrato de compraventa.

II) EL CONTRATO DE OPCIÓN *OVER THE COUNTER* (*OTC*).

Como hemos indicado, los contratos de opción *Over The Counter* son los que se negocian fuera de los mercados secundarios oficiales y de las plataformas de contratación autorizadas por los respectivos países. En principio, son contratos bilaterales negociados, entre dos partes autónomas, fuera de las normas establecidas para los mercados organizados. En este sentido, las partes negocian y fijan todos los pormenores del contrato en base al principio de la autonomía de la voluntad que rige en este tipo de contratación. Son por tanto contratos hechos a medida de las necesidades de las mismas y cuyo desarrollo y ejecución se regirán por las reglas establecidas por las partes y, en su defecto, por las normas generales de las obligaciones y contratos. Estos contratos (junto con el resto de derivados *OTC*), en numerosas ocasiones, son negociados en lo que se conoce como *dark pools*⁶³¹, es decir, en mercados de negociación anónima, en los que se producen operaciones y transacciones económicas sin las mínimas garantías de transparencia y publicidad. Es por ello que tanto la legislación de MIFID I como la reciente de MIFID II tienen, como uno de sus principales objetivos, sino eliminar, si reducir al máximo la contratación en estos mercados opacos.

A) Elementos personales en los contratos de opción *Over The Counter* (*OTC*).

Como hemos dicho anteriormente, son contratos bilaterales donde una de las partes es el que concede la opción, denominado

⁶³¹ Los denominados *dark pools*, también llamados “cajas negras de liquidez”, pueden definirse como plataformas de negociación privadas donde los grandes inversores institucionales compran o venden grandes cantidades de acciones u otros activos financieros, de una sola vez o en pocas transacciones, sin que los detalles de dichas operaciones lleguen al conocimiento del público que participa en el mercado. Implica sustraer a los mercados de una importante información sobre las grandes transacciones realizadas con los activos financieros.

Los *dark pools*, suelen configurarse como mesas privadas de contratación, cuyos titulares suelen ser importantes entidades financieras. No han tenido, ni tienen, buena fama por cuanto situa a los grandes inversores en una situación de ventaja frente al inversor corriente del mercado, además de la falta de transparencia en cuanto a la formación de los precios. Recientemente, en nuestro ordenamiento jurídico, suelen establecerse bajo la cobertura o fórmula de Sistemas Organizados de contratación (SOC), que como apuntamos, en su momento, pueden actuar mediante normas discrecionales.

concedente de la opción, y la otra, la persona que, mediante el pago de una prima, adquiere el derecho a ejercitarse la opción durante un período de tiempo determinado llamado *optante, tenedor o beneficiario* de la opción.

En principio todo lo que hemos dicho anteriormente, en cuanto a la capacidad para suscribir contratos de Futuros *OTC*, es aplicable a los contratos de Opciones⁶³² de esta naturaleza. Por consiguiente, pueden ser tanto personas físicas como jurídicas los titulares de los contratos de opción. Igualmente les será de aplicación las disposiciones, ya vistas, respecto a la prestación del consentimiento y los vicios, de que este consentimiento pueda adolecer y que también vimos con ocasión de los contratos de futuros *OTC*⁶³³.

No obstante el Real Decreto 5/2005 de 11 de marzo⁶³⁴, establece, en su artículo cuarto, que, solo, se podrá aplicar a las personas

⁶³² Véase, en general a este respecto, el CAPÍTULO TERCERO, apartado V, letra A, págs. 120 a 123.

⁶³³ En igual sentido, véase lo expuesto con ocasión del “consentimiento prestado”, págs. 126 a 1137.

⁶³⁴ Según se dispone en el artículo cuarto del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de medidas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, tanto a los acuerdos de compensación contractual financieros, como los acuerdos sobre garantías financieras, se les aplicará este régimen excepcional si los sujetos intervinientes se encuentran incluidos en alguno de los siguientes supuestos:

1º.- Entidades públicas.

2º.- El Banco Central Europeo, el Banco de España, los Bancos Centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los Bancos Centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los Bancos Multilaterales de Desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones.

3º.- Las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras, las instituciones de inversión colectiva, las sociedades gestoras, los fondos de titulación hipotecaria, los fondos de titulación de activos, las sociedades gestoras de los fondos de titulación, los fondos de pensiones y otras entidades financieras comprendidas en el apartado 5º, del artículo 4º de la Directiva 2006/48 de 14 de junio de 2006.

4º.- Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación y las sociedades que gestionan sistemas de compensación, liquidación, y registro de valores e instrumentos financieros, así como a las ECC's, agentes de liquidación o Cámaras de compensación y las entidades similares que actúen en los mercados de opciones, futuros y derivados, así como los miembros y entidades participantes de todas las anteriores infraestructuras cuando actúen en su condición de tales.

5º.- A los acuerdos de compensación contractual financieros y a las garantías financieras en las que una de las partes sea una persona física, siempre que la contraparte pertenezca a alguna de las categorías señaladas en los cuatro números anteriores. Igualmente, respecto de los acuerdos de compensación contractual, cabe aplicar dichas normas aunque alguna de las partes sea una persona física. Por último respecto a los acuerdos de garantías financieras se aplicarán dichas normas aunque alguna de las partes sea una persona física siempre y cuando la contraparte sea una de las personas o entidades a las que nos hemos referido en el apartado 4º.

físicas los acuerdos de compensación contractual, por cuanto que, por lo que respecta a los acuerdos de compensación contractual financieros y de garantías financieras, se exige que ambas partes sean personas jurídicas y que de estas, una de ellas pertenezca a una de las siguientes categorías:

- a) Entidades públicas.
- b) El Banco Central Europeo, el Banco de España, los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea, los bancos centrales de terceros Estados, el Banco de Pagos Internacionales, los bancos multilaterales de desarrollo, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Europeo de Inversiones.
- c) Las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras, las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras, los fondos de titulación hipotecaria, los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulación, los fondos de pensiones y otras entidades financieras, según se definen en el apartado 5º del artículo 4º de la Directiva 2006/48 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.
- d) Los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación y las sociedades que gestionan sistemas de compensación, liquidación y registro de valores e instrumentos financieros, así como, las entidades de contrapartida central, agentes de liquidación o cámaras de compensación a que se refiere la Ley 41/1999 de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores, y las entidades similares que actúen en los mercados de opciones futuros y derivados, así como los miembros y entidades participantes de todas las anteriores infraestructuras cuando actúen en su condición de tales.

Por consiguiente, como hemos indicado, pueden ser titulares de los contratos de opción, con las limitaciones que hemos señalado, cualquier persona o ente susceptible de tener capacidad jurídica y de obrar de tal forma que pueda obligarse en un contrato oneroso.

B) El objeto del contrato de opción *Over The Counter (OTC)*.

Evidentemente, este estudio trata de los contratos de las opciones financieras. Por tanto, nos vamos a referir, siempre, al objeto del contrato, en tanto que, este tenga la característica de que el subyacente sea un producto financiero o susceptible de configurarse como tal. Por ello, en este momento, vamos a desarrollar las opciones financieras negociadas fuera de los mercados oficiales secundarios de negociación y de las plataformas de contratación autorizadas.

Como señala la doctrina⁶³⁵, las características que presenta la contratación *OTC*, frente a la realizada en los mercados oficiales, se puede resumir en lo siguiente:

1º.- Permiten una cobertura total respecto a la exposición dada, por tratarse de contratos hechos a la medida, frente a las opciones negociadas en mercados oficiales, las cuales solo consiguen una cobertura parcial al estar previamente definidos los contratos respecto a su importe, plazos y precio de ejercicio.

2º.- Salvo pacto en contrario, no puede cerrarse la opción antes del plazo establecido, siendo imposible en los mercados *OTC* realizar la operación contraria, cosa, por otra parte, posible en los mercados secundarios oficiales y en las plataformas de contratación autorizadas.

3º.- En los mercados *OTC* existe el riesgo de incumplimiento, supuesto que no se da, en ningún caso, en los mercados secundarios oficiales por contar con Cámaras de contrapartida que se encargan de asegurar la ejecución y liquidación del contrato.

4º.- En la contratación *OTC* se pueden diseñar operaciones más flexibles, ya que al estar estas reguladas en mucha menor medida, que las contratadas en los mercados secundarios oficiales, permite introducir, con más rapidez, las innovaciones financieras que se vayan produciendo en el sector. En los mercados secundarios regulados existe una rigidez mayor. Como consecuencia de ello, los nuevos productos creados tardan mucho más tiempo en incorporarse.

5º.- La contratación *OTC* es, por el contrario, mucho más opaca en cuanto a todos los pormenores del contrato (primas, volúmenes contratados, plazos de ejecución, etc.) respecto a los mercados secundarios oficiales en donde todas estas circunstancias gozan de una transparencia total.

En cuanto al objeto del contrato de opción financiera, propiamente dicho, viene dado por el subyacente sobre el que recae dicha opción. En este sentido, los subyacentes más habituales suelen ser a los que se refiere en el artículo 2 del TRLMV y su Anexo, en la redacción dada al

⁶³⁵ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: "Opciones Financieras", 6ª Edición, Ediciones Pirámide, Madrid 2003, págs. 53 y ss

mismo, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre⁶³⁶. Evidentemente, se ha indicado⁶³⁷ la posibilidad de que el contrato de opción recaiga sobre subyacentes no financieros en cuyo caso, y siempre que la finalidad del contrato principal sea comercial, las opciones que se constituyan no serán financieras. Todo esto no obsta para que, tratándose de opciones *OTC*, en la mayor parte de los casos, estemos en presencia de opciones de compra o venta sobre determinadas magnitudes financieras, en particular divisas y tipos de interés.

Respecto de las opciones no financieras, fundamentalmente sobre materias primas, la legislación MIFI II, representada principalmente por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo y por la Directiva Delegada 2017/593/UE de la Comisión (complementadora de la anterior) transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico por los Reales Decretos Ley de 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, desarrollados reglamentariamente, ambos por el reciente Real Decreto 1464/2018 de 21 de septiembre, intentan establecer medios de control para los derivados *OTC* sobre materias primas (entre los que se encuentran las opciones sobre materias primas) por el posible riesgo económico que los mismos puedan representar.

En este sentido el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre establece los conceptos de “límites de posición” en los derivados sobre materias primas tanto se negocien en un centro de contratación autorizado como fuera de él⁶³⁸. Por otro lado la citada norma impone, también la obligación de que las ESI’s que negocien derivados sobre materias primas al margen de los mercados o centros de contratación autorizados, faciliten diariamente a la autoridad nacional competente un desglose completo de dichas posiciones⁶³⁹. A su vez, el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, desarrolla estas normas en el sentido de

⁶³⁶ Véase, a este respecto, los apartados d), e), f), g) y j) del Anexo al artículo 2 del TRLMV, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre.

⁶³⁷ DÍAZ RUIZ, Emilio: Óp. cit. pág. 400.

⁶³⁸ El artículo 85 apartado 1, del Real Decreto Ley 14/2018 establece que la CNMV establecerá y aplicará en los términos previstos en el Reglamento Delegado (UE) 2017/591 de la Comisión de 1 de diciembre de 2016, determinados *límites a las posiciones de volúmenes de posiciones netas* que pueda mantener cualquier persona en derivados sobre materias primas realizados mediante todo tipo de contratos negociados fuera de los centros de negociación autorizados .

⁶³⁹ En este sentido el artículo 86, apartado 2 del Real Decreto ley 14/2018 indica textualmente:

“Las empresas de servicios y actividades de inversión que negocien derivados sobre materias primas (.....) al margen de un centro de negociación facilitaran, al menos diariamente, a la autoridad nacional competente del centro de negociación en el que se registre el mayor volumen de negociación respecto de estos mismos instrumentos financieros, un desglose completo de sus posiciones, así como las correspondientes a sus clientes, a los clientes de estos, hasta llegar al último cliente”.

como se debe facilitar esa información diaria y en qué tipo de soporte⁶⁴⁰, así como la necesidad de clasificar a las personas que mantengan derivados sobre materias primas por las ESI's, o por el organismo rector del mercado que gestione dicho centro de negociación⁶⁴¹.

En relación con las opciones financieras, todos los posibles subyacentes sobre los que pueden recaer, en los mercados *OTC*, las más importantes son los que distinguen:

- a) *Opciones sobre acciones*: Su principal finalidad es la cobertura de riesgos en la posible volatilidad de una cartera de acciones.
- b) *Opciones ligadas a la evolución de un determinado índice bursátil*: Tiene idéntico objetivo que las anteriores, pero cubriendo un espectro mayor, ya que toman como referencia no la evolución de una acción en concreto, sino la evolución de todo el mercado

⁶⁴⁰ El artículo 24, apartado 1 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, señala textualmente:

Obligaciones de información de las empresas de servicios de inversión que negocien derivados al margen de un centro de negociación.

1. En virtud del artículo 86 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, las empresas de servicios de inversión que negocien, al margen del centro de negociación, derivados sobre materias primas o derechos de emisión o derivados de estos para los que la CNMV fije los límites a la posición en los términos del artículo 85 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, facilitarán a la CNMV, al menos diariamente, un desglose completo de las posiciones correspondientes a sus clientes y a los clientes de estos, hasta llegar al último cliente. El formato de estos informes será el previsto en el anexo II del, Reglamento de ejecución (UE) 2017/1093 de la Comisión, de 20 de junio de 2017.

⁶⁴¹ Igualmente, el artículo 25 del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, indica:

“Las personas que mantengan posiciones en un derivado sobre materias primas, un derecho de emisión o un derivado sobre un derecho de emisión serán clasificadas por la empresa de servicios de inversión o el organismo rector del mercado que gestione ese centro de negociación, en función de la naturaleza de su actividad principal y tomando en consideración toda autorización aplicable, en una de las categorías siguientes: 1.- Empresas de servicios de inversión o entidades de crédito. 2.- Instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva tal y como se regulan en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado tal y como se regulan en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. 3.- Otras entidades financieras, incluidas empresas de seguros y empresas de reaseguros tal como se definen en la Ley 20/2015, de 14 de julio, de Ordenación, Supervisión y Solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, y fondos de pensiones de empleo tal y como se definen en el texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre. 4.-Empresas comerciales”.

representado por el índice. Son, igualmente, instrumentos de cobertura.

- c) *Opciones sobre divisas*: El activo subyacente, que se toma en este caso, es una divisa, en concreto, y su posible cotización frente a otra, que generalmente suele ser el Dólar, el Euro o el Franco suizo, monedas que suelen considerarse como más estables.
- d) *Opciones sobre tipos de interés*: Son las que permiten al tenedor de la opción (*optante*) prestar o tomar prestado una determinada cantidad de dinero, por un plazo determinado y a un tipo de interés previamente fijado.

Un caso de particular interés, muy habitual en la contratación *OTC*, por parte de las entidades financieras, son las cláusulas *Caps*, *Floors* y *Collars*. Las tres son cláusulas que tienen como subyacente los tipos de interés existentes en un momento determinado.

La cláusula *Cap* supone un acuerdo entre dos partes (una de ellas la entidad financiera) y que, según la cual, si los intereses superan un determinado nivel, el exceso sobre ese nivel, será soportado por la entidad financiera. La cláusula *Floor*, por el contrario, viene a establecer que si los intereses caen por debajo de un determinado umbral la bajada no afectara a la entidad financiera a partir de que la caída rebase ese umbral mínimo que la entidad financiera ha establecido como “suelo” para la financiación que está efectuando. La cláusula *Collar* supone establecer, en el mismo contrato, ambas coberturas, tanto por arriba como por abajo. Es por tanto una combinación de ambas⁶⁴².

⁶⁴² Las cláusulas *Floor* o suelo han gozado de muy mala imagen en nuestra legislación y jurisprudencia, tanto en materia de derivados en donde hay una amplísima jurisprudencia, ya tratada, sobre la información a facilitar sobre esta cláusula al “cliente no profesional” que contrata con la entidad financiera, como en materia hipotecaria. En este sentido la STS 241/2013 de 9 de mayo de 2013, ya comentada en su momento, declaró la nulidad de dichas cláusulas por considerarlas abusivas al entender que no cumplían con los estándares de control de transparencia exigibles en las cláusulas que se suscribían con los consumidores.

En este sentido, nuestro Tribunal Supremo basaba esta afirmación en tres motivos fundamentales:

- a) Las cláusulas suelo, en principio, no se deben considerar abusivas en sí mismas, sino que su condición de abusiva se deriva de la falta de transparencia que, con frecuencia, se produce en la contratación con las entidades financieras.
- b) La necesaria observancia del principio de la “buena fe” que debe producirse entre todas las partes intervenientes en el contrato y, especialmente, la entidad financiera, por ser, ésta, la que jurídica y económicamente se encuentra en una posición de supremacía.
- c) La no retroactividad por cuanto, ésta, produciría fuertes perjuicios al orden público económico. Esta última circunstancia, la norma de la no retroactividad, fue, a su vez, confirmada por la STS 25 de marzo de 2015.

Mucho se ha discutido sobre la naturaleza jurídica de estas cláusulas y, así, se las ha asimilado al contrato de seguro, al contrato de garantía y a los contratos de juego y apuesta⁶⁴³.

Sin embargo la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 21 de diciembre de 2016 (asuntos C-154/15, C-307/15 y C-308/15) basándose en el argumento de que la cláusula declarada abusiva y, por tanto, declarada nula ha de entenderse que nunca ha existido y, por tanto, implica que debe restituirse al consumidor a la situación económica y jurídica vigente con anterioridad, en el caso de que la cláusula no hubiera figurado en el contrato, declarando, en consecuencia, la retroactividad “*ad initio*” del contrato, como si la cláusula no hubiera existido, modificándose, con ello, la doctrina jurisprudencial existente hasta ese momento en España.

Con estos antecedentes y con objeto de evitar un colapso de los tribunales españoles, como consecuencia de las demandas interpuestas por los consumidores, pidiendo la devolución de las cantidades pagadas, hasta ese momento, como indebidas en base a la interpretación propugnada por el TSJUE, el Real Decreto 1/2017 de 20 de enero, de medidas urgentes de protección de consumidores en materias de cláusulas suelo, estableció un procedimiento extrajudicial, al que los consumidores podían voluntariamente acogerse, en el que se ventilasen dichas reclamaciones con las entidades financieras, pero, exclusivamente, para las reclamaciones que se plantearan en relación a contratos de préstamos o créditos garantizados con hipoteca inmobiliaria, que incluyeran dicha cláusula suelo y cuyo prestatario tuviera la consideración de consumidor. En este sentido el artículo 2, apartado 3º contiene una definición de carácter legal sobre lo que el legislador entiende por cláusula suelo al indicar que será “cualquier estipulación incluida en un contrato de préstamo o crédito garantizado con hipoteca inmobiliaria a tipo variable, o para el tramo variable de otro tipo de préstamo, que limite a la baja la variabilidad del tipo de interés del contrato”. Definición legal, ésta, que analógicamente puede aplicarse a todo tipo de cláusula suelo contemplada en cualquier tipo de contrato de productos o instrumentos financieros.

Por último, en esta reseña histórica, hemos de apuntar que la reciente Ley 5/2019 de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario (publicada en el BOE de 16 de marzo de 2019 y con entrada en vigor, conforme a Disposición Final Decimosexta, a los tres meses de su publicación oficial), tiene por objeto la transposición de la Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de febrero y, en este sentido, prohíbe el establecimiento de las llamadas “cláusulas suelo” en los contratos de crédito inmobiliario en que intervengan personas físicas, tanto en calidad de hipotecantes como fiadores o avalistas. Así, entre las novedades previstas en la Ley, que son muchas, destaca la contenida en la Disposición Final Primera, apartado 5, según la cual queda modificado el apartado 2º del artículo 258 de la Ley Hipotecaria, señalándose que “el registrador de la propiedad denegará la inscripción de aquellas cláusulas de los contratos que sean contrarias a las normas imperativas o prohibitivas o hubieran sido declaradas nulas por abusivas por sentencia del Tribunal Supremo con valor de jurisprudencia o por sentencia firme inscrita en el Registro de Condiciones Generales de la Contratación. Por otra parte, la Disposición Final Quinta (modificativa de la Ley 1/2000 de 7 de enero de Enjuiciamiento Civil el que se añade un apartado 4 al artículo 521) establece que “las sentencias firmes dictadas en acciones colectivas o individuales por las que se declare la nulidad, cesación o retractación en la utilización de condiciones abusivas, se remitirán de oficio por el órgano judicial al Registro de Condiciones Generales de la Contratación, para su inscripción”. Igualmente, se recoge como novedad (ya comentada en las páginas 181 a 183 de este estudio), en el artículo 21, número 3, de la Ley (prohibición de las “cláusulas suelo”), que “en las operaciones con tipo de interés variable no se podrá fijar un límite a la baja del tipo de interés”. Con lo cual, presumimos, que en el mercado inmobiliario las cláusulas suelo, de prosperar la actual redacción del proyecto de Ley, están llamadas a desaparecer. Situación que, sin ningún género de dudas, se trasladará, mas pronto que tarde al resto, de productos e instrumentos financieros comercializados por las entidades financieras.

La citada Ley 5/2019 de 15 de marzo, ha sido hasta el momento, desarrollada reglamentariamente por el Real Decreto 309/2019 de 26 de Abril y la Orden Ministerial ECE 482/2019, tambien, de 26 de abril.

⁶⁴³ Un completo estudio sobre estas cláusulas se contiene en el artículo “Los contratos de Productos Financieros Derivados: Caps, Floors y Collars”, de GÓMEZ-JORDANA, Íñigo, publicado en la obra

Respecto al contrato de seguro, aunque estas cláusulas guardan cierta analogía con el mismo, en opinión de la doctrina⁶⁴⁴, a la que nos adherimos, presentan, también, importantes diferencias que no permiten su equiparación. Estas cláusulas no se configuran como contratos de adhesión ni son contratadas en masa, más bien al contrario. En la contratación *OTC* de estas cláusulas suelen individualizarse, operación por operación, y, aunque, evidentemente, existe una valoración del riesgo, esta valoración es independiente del conocimiento que puedan tener las partes sobre la futura evolución de los tipos de interés. Por consiguiente, por estas razones, estas cláusulas no encajan dentro de la estructura del contrato de seguro previsto en la Ley 50/1980 de 8 de octubre, relativa a dicho contrato.

Igualmente, se las ha querido encuadrar dentro de los denominados contratos de garantía, pero, frente a ello, debemos decir que el contrato de garantía supone la existencia de una obligación principal, cuyo incumplimiento supone la entrada en funcionamiento de la garantía. Sin embargo, en estas cláusulas, no existe el concepto de obligación principal y obligación de garantía como dos cosas distintas. Estas cláusulas forman parte de un único contrato existente, configurándose como una disposición más del mismo y sin que se exija, en ningún caso, el incumplimiento de una obligación principal. Bien es cierto que hoy en día la doctrina⁶⁴⁵ habla de “garantías respecto de obligaciones abstractas de pago”, las cuales naciendo vinculadas a una obligación principal, posteriormente, se desvinculan de la misma adquiriendo sustantividad propia como garantías abstractas. No obstante, estas cláusulas no suponen una garantía en concreto, exigible en cualquier momento, sino que su actuación, viene muy tasada produciéndose, exclusivamente, como consecuencia de que los tipos de interés rebasen, por arriba o por debajo un determinado umbral e independientemente del incumplimiento contractual producido por la actuación de un tercero. No tiene, por tanto, que producirse para la entrada en funcionamiento de la cláusula ninguna actuación por parte de nadie vinculado con la relación jurídica en la que se encuentre la cláusula en cuestión.

Por último, se han intentado equiparar a los contratos de juego y apuesta y, evidentemente, estas cláusulas suponen una cierta predicción respecto al comportamiento futuro de los tipos de interés. Pero, en nuestra opinión, este “*aleas*” que se produce, en estas cláusulas, es completamente diferente al que se da en los contratos de juego y apuesta que se basan, exclusivamente, en el azar. En la predicción de la evolución futura de los tipos de interés intervienen un conjunto de variables que hace

colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1ª edición, Pamplona 2013, págs. 439 y ss.

⁶⁴⁴ GÓMEZ-JORDANA, Iñigo: Op. cit. pág. 450.

⁶⁴⁵ GÓMEZ JORDANA, Iñigo: Op. cit. pág. 452.

que la misma tenga un componente técnico que no existe cuando el contrato queda sometido, exclusivamente, al azar.

En nuestra opinión, dentro de la contratación *OTC* las cláusulas, *Caps*, *Floors* y *Collars* se pueden configurar, sin ninguna dificultad, dentro de la estructura del contrato de opción. De hecho, algunos autores así lo establecen⁶⁴⁶, definiéndose, por tanto como contratos de opciones financieras que tienen por objeto limitar la variabilidad de los tipos de interés.

Las opciones financieras, durante el tiempo que están vigentes y comparando el precio real al que se encuentra el activo subyacente en relación con el precio de ejercicio o precio pactado por las partes, pueden encontrarse en alguna de las siguientes situaciones:

- a) *In the money*: Supone que el precio de ejercicio favorece, dado el precio real del activo subyacente, en ese momento, al optante.
- b) *Out the money*: Implica que el precio de ejercicio es desfavorable al optante, por lo que en ese momento no tiene sentido ejercitar la opción.
- c) *At the money*: Los precios de ejercicio y real del activo subyacente coinciden en ese momento, por lo que es indiferente ejercitar o no la opción.

De acuerdo con esta clasificación, se define un concepto denominado “valor intrínseco de la opción” que viene a representar el beneficio que en cada momento se puede obtener con el ejercicio de la misma. Es, por tanto, la diferencia entre el precio del activo subyacente, en cada momento, y el precio de ejercicio⁶⁴⁷.

⁶⁴⁶ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: Óp. cit. pág. 54. En este sentido la citada autora comenta lo siguiente: “En cuanto a la diversidad de los contratos de opciones que se realizan en cada una de las modalidades de mercados, es preciso señalar el amplio abanico de tipos de opciones que se negocian en los mercados extrabursátiles. Así, existen determinados tipos de opciones *over-the-counter*, tales como *caps*, *floors* y *collars*, utilizados para limitar la variabilidad de los tipos de interés, y, en general, los instrumentos financieros denominados de “tercera generación”, es decir, aquellos productos resultantes de la combinación de dos instrumentos financieros”.

⁶⁴⁷ En valor intrínseco de la opción siempre debe ser positivo. Si la diferencia entre el precio del subyacente y el precio de ejercicio es negativa (situación *Out the Money*) el valor intrínseco de la opción será cero (0). En el momento del vencimiento de la opción el valor intrínseco de la misma coincide con el valor de la opción.

Por último, las Opciones también se clasifican en función del momento en que pueden ser ejercitadas. Así se habla de:

- a) Opciones europeas: Estas opciones, solo, pueden ejercitarse en la fecha pactada en el contrato.
- b) Opciones americanas: Estas opciones pueden ejercitarse en cualquier momento desde que se constituyen hasta el momento del vencimiento
- c) Opciones asiáticas: Estas opciones, cuyo subyacente es generalmente una divisa, presentan como característica fundamental garantizar al vendedor de divisas un tipo de cambio medio mínimo y al comprador de divisas un tipo de cambio medio máximo.
- d) Opciones bermudas: Opciones intermedias entre las opciones europeas y las americanas. También llamadas cuasi-americanas. Según las cuales, el período de ejercicio está en algún lugar entre el normalmente asociado con la opción americana y el habitualmente asociado con una opción de tipo europeo.

Independientemente, de estas categorías genéricas existen, en el mercado *OTC* distintas clases de Opciones que se combinan con otros instrumentos financieros lo que da lugar a estructuras más complejas⁶⁴⁸. Son las que se conocen como “Opciones hibridas” que, a su vez, pueden ser *simples* y *compuestas*. Entre las *simples* podemos citar, además de las asiáticas vistas anteriormente, las siguientes:

1º.- *Opciones sobre opciones*: En este tipo de opciones el activo subyacente viene determinado por otra opción, constituyendo, el precio de ejercicio, el precio al cual el tenedor de la opción, previo pago de la prima, puede comprar o vender la opción subyacente. En definitiva, el comprador de la opción sobre la opción, tiene el derecho a comprar o vender en un momento posterior y a un precio determinado (prima de la segunda opción) otra opción (de compra o venta) y por este derecho pagará un cierto importe que será la prima de la segunda opción⁶⁴⁹. Suelen utilizarse las opciones sobre opciones en materia de divisas y relacionadas con las licitaciones internacionales.

⁶⁴⁸ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: Óp. cit. pág. 152.

⁶⁴⁹ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: Óp. cit. pág. 157.

2º.- *Opciones extingubles*: La característica de estas opciones es que se extinguen cuando el activo subyacente alcanza un determinado nivel. Si estamos en presencia de una opción de compra, necesariamente, el punto de extinción será inferior al precio de ejercicio. Si, por el contrario, estamos en presencia de una opción de venta, el punto de extinción tendrá que ser superior al precio de ejercicio. Este tipo de opciones se suelen utilizar para cubrir el riesgo de cambio.

3º.- *Opciones lookbacks*, con *strike* o sin *strike*: Las denominadas Opciones europeas *lookbacks* con *strike* buscan maximizar la ganancia, de tal modo que permite obtener la diferencia entre el precio máximo o mínimo (según se trate de *Call* o *Put*), alcanzado por el activo subyacente, durante la vida de la opción y el precio fijado para su ejercicio. Son utilizadas por los especuladores por cuanto, además de permitir cubrir una posición, añaden una posible ganancia especulativa. Por el contrario, las opciones europeas *lookbacks sin strike* se definen como aquellas en que el precio de ejercicio es, tratándose de una opción *Call*, el precio mínimo al que haya estado el activo subyacente durante la vida de la opción. Si estamos en presencia de una opción *Put* será el precio máximo que haya conseguido el activo subyacente durante la vida de la opción.

4º.- *Opciones sobre cestas*: En este tipo de opciones el activo subyacente viene determinado por una cesta de divisas. La moneda de la que se pretende cubrir se referencia respecto a un conjunto de divisas que componen la cesta y el precio de ejercicio vendrá determinado por el que se fije para la divisa de referencia.

Respecto a las *Opciones hibridas compuestas*, podemos citar, como las más habituales, las siguientes:

1º.- *Collars*: Si tienen como activo subyacente tipos de interés, son combinaciones de los *Caps* y de los *Floors* vistos anteriormente. Según esta operativa en una determinada financiación, siempre a interés variable, se establece un suelo y un techo respecto de la posible evolución de los tipos de interés. Si comprenden otro activo subyacente distinto, suponen la utilización, simultáneamente y en sentido inverso, de una opción *Call* y una opción *Put*, con lo que se consigue la llamada “estrategia de cilindro” u “opción a prima cero” (aunque para ello tienen que coincidir los importes de las respectivas primas de la *call* y la *put*, lo que no siempre ocurre).

2º.- Las Opciones europeas denominadas *Range Forward*: Se caracterizan porque el precio de ejercicio de la opción viene determinado en función del precio que vaya, en cada momento, adquiriendo el activo subyacente. De este modo, si llegado el momento del vencimiento, el precio del activo subyacente está dentro de los límites del rango (mínimo y máximo) marcado, la opción se ejecutará a dicho precio. Si, el precio del activo subyacente está por encima del rango superior, la opción se ejecutará al precio definido por el rango superior. Si el precio del activo subyacente está

por debajo del rango inferior, la opción se ejecutará al precio definido por el rango inferior.

3º.- Las Opciones europeas denominadas *Forward Exchange Bonus*: Son una combinación de opción y seguro de cambio. Según las mismas, el comprador o vendedor de una divisa, a una fecha concreta y a un precio determinado (cambio de referencia), puede aprovecharse de la evolución de los precios de esa divisa si le es favorable. Para ello, se fija un precio denominado *pivot* y cuando el cambio *spot* supera al cambio *pivot*, independientemente del tipo de cambio de referencia, el titular de la opción participará de las ganancias producidas entre el cambio *spot* y el cambio *pivot*.

4º.- *Opciones* denominadas *Break Forward*: Es una combinación de una Opción europea y una americana, sin prima o con prima cero, usándose esta modalidad de opciones en el mercado de divisas. Conforme a las mismas se definen dos precios: el cambio máximo y el cambio mínimo. De tal modo que, al vencimiento, si estamos en presencia de una opción *Call* y el precio *Spot* se sitúa por encima del cambio máximo el titular de la opción adquirirá las divisas al cambio máximo que se haya fijado. Si, por el contrario el precio *Spot* está por debajo del tipo de cambio mínimo definido, el titular de la opción comprará las divisas al precio *Spot*. Si estamos en presencia de una opción *Put*, si al vencimiento, el precio *Spot* es superior al tipo de cambio máximo pactado, el optante venderá las divisas al cambio *Spot* de ese momento. Si el precio *Spot*, al vencimiento es inferior al cambio mínimo, el optante venderá las divisas al tipo de cambio mínimo definido.

5º.- *Opciones sobre contratos de Futuros*: Vienen definidas porque el activo subyacente es un contrato de Futuros de tal forma que el ejercicio de la opción *Call* supone adquirir una posición compradora en el mercado de futuros, mientras que, el ejercicio de una opción *Put* supone pasar a tener una posición vendedora en dicho mercado de futuros.

Merece consideración aparte, las denominadas “opciones binarias”, también conocidas como opciones “*Up-Down*” u “opciones intradía”, las cuales pueden definirse como un sistema de inversión en el que se realiza una apuesta al alza o a la baja de un determinado activo subyacente (materias primas, índices, tipos de interés, valores, etc) en un corto periodo de tiempo que a veces pueden ser solo minutos o, como mucho, la sesión bursátil en la que se contrata la opción⁶⁵⁰.

⁶⁵⁰ Las más conocidas son las denominadas “efectivo o nada”, según se gane una cantidad de dinero si al vencimiento de la opción, ésta, se encuentra en una situación *in the money* o nada; si la opción binaria se encuentra *out the money*. Por ello en este tipo de opciones o se gana todo lo apostado o se pierde todo, de ahí que se denominen “binarias”. Son productos con un gran alto grado de volatilidad, con muy poco tiempo de vida por operación y completamente especulativas.

Las “opciones binarias” son instrumentos altamente peligrosos. De ahí que tanto la *ESMA* como la Comisión Nacional del Mercado de Valores los consideren instrumentos poco adecuados para los inversores en general. En este sentido *ESMA* tenía prohibido su comercialización y negociación hasta

Por último haremos referencia a las conocidas como “opciones barrera”⁶⁵¹, las cuales pueden definirse como aquellas opciones en la que el derecho inherente al titular de la opción solo se activa o en su caso desaparece cuando el precio del activo subyacente alcanza un determinado valor, denominado valor barrera, el cual queda fijado en el momento de realizar la compraventa de la opción⁶⁵². En este tipo de opciones, por tanto tenemos, por una parte, como en cualquier otro tipo de contrato de opción, el activo subyacente de la opción, por otro lado, el precio de ejercicio de la opción denominado *strike*, que es el precio a vencimiento fijado en el contrato y, por último, el precio de barrera, que viene a ser el precio al que se activa o se extingue la opción barrera.

el 2 de enero de 2019 como medida de protección de los inversores minoristas, salvo aquellas que cumplan con tres requisitos:

- a) Periodo mínimo de vida 90 días naturales.
- b) Existencia de un folleto informativo a disposición del público elaborado de acuerdo con la Directiva 2001/71/EC.
- c) No exposición del proveedor de la “opción binaria” al riesgo de mercado en relación con la misma. De tal modo que no obtenga más beneficios o pérdidas distintas de las comisiones, costes de transacción y resto de cargos relacionados y detallados con carácter previo. En otras palabras, que no negocie por cuenta propia ni aparezca como contraparte en la contratación de la “opción binaria”.

En este sentido, la *European Securities and Markets Authority (ESMA)* lanzó una “advertencia o aviso” sobre los *CFD* y las “opciones binarias”, en fecha 22 de mayo de 2018, en la que se prohibió, transitoriamente, la comercialización, distribución y venta de opciones binarias a clientes minoristas, quedando prohibido, igualmente, participar, consciente y deliberadamente, en actividades que tengan por objeto o efecto eludir la citada comercialización, distribución y venta de las referidas “opciones binarias” realizando, a tal efecto, cualquier tipo de acto en condición de sustituto de los proveedores de las mismas.

⁶⁵¹ REYNÉS, Amadeo y KNOP, Roberto: “las opciones barrera” (en la obra colectiva: “Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados, dirigida por DÍAZ RUIZ, Emilio y LARRAGA, Pablo), Editorial Civitas SA, Madrid, 1997, págs. 337 a 342.

⁶⁵² Como indican REYNÉS, Amadeo y KNOP, Roberto (Óp. cit. págs. 338 y 339) dentro de las denominadas opciones barrera podemos distinguir:

- a) Las denominadas *KNOCK IN*, las cuales se activan cuando el precio del activo subyacente llega al nivel de la barrera. A su vez, dentro de estas tendríamos las llamadas *UP and IN* (arriba y dentro) que supone que, normalmente el precio del activo subyacente está por debajo de la barrera cuando se contrata la opción y, así, al subir el subyacente y llegar al nivel de barrera activa la opción. Por otra parte las denominadas *DOWN and IN* (abajo y dentro) supone que, como lo normal, es que el precio del activo subyacente esté por encima del nivel de la barrera en el momento en que se contrata el contrato de opción, en consecuencia, la caída del precio del subyacente llegando al precio del barrera activa la opción.
- b) Las llamadas *KNOCK OUT*, en las que el derecho contenido en la opción desaparece o se extingue cuando el activo subyacente toca el nivel fijado como barrera. En relación a este tipo de opciones, también, podemos hablar de denominadas *UP and OUT* (arriba y fuera) que se producen como consecuencia de que cuando se contrata la opción el precio del activo subyacente está por debajo de la barrera, por lo que la subida del precio del activo subyacente, hasta el nivel de la barrera, desactiva la opción y, a su vez, inversamente, las llamadas *DOWN and OUT* (abajo y fuera) supone que, normalmente, el precio *spot*, existente en el momento de la contratación de la opción, respecto del activo subyacente, esté por encima del nivel de barrera, con lo cual la caída del precio del subyacente hasta el nivel de la barrera desactiva la opción.

C) La forma en el contrato de Opción *Over The Counter (OTC)*.

En principio, igual que vimos, en su momento, para los contratos de futuros *Over The Counter*, impera el principio de libertad de forma, al amparo del artículo 1255 del CC, por cuanto se trata, en la mayoría de los casos, de contratos bilaterales perfeccionados entre dos partes autónomas y ajustados a las necesidades económicas específicas de los contratantes. Son contratos, por tanto diseñados “a la carta”. Únicamente, antes de la “estandarización”, que se ha venido produciendo en estos contratos y que veremos seguidamente, tratándose de contratación efectuada en España, se solían formalizar en escritura pública con objeto de dotar a la operación de un título ejecutivo que, en caso de incumplimiento por parte de alguno de los contratantes, fuera más rápido y sencillo conseguir judicialmente la ejecución del contrato al amparo del artículo 572 nº 2 de la LEC.

Sin embargo, a partir de la última crisis económica, los distintos Estados, a ambas partes del Atlántico, han intentado tener acotada, tanto por motivos de legalidad como de oportunidad económica, este tipo de contratación que, en principio, actuaba al margen de todo control administrativo. Por ello, tanto la Unión Europea como los Estados Unidos, a través de la legislación que han ido dictando, han intentado ir reconduciendo y limitando la absoluta libertad en la que se desenvolvían estas operaciones⁶⁵³. Para ello, teniendo en cuenta que, habitualmente, una de las partes en estos contratos es una entidad financiera, se ha ido produciendo paulatinamente una “estandarización” de los contratos *OTC*, la cual se ha concretado en una triple dirección, como vamos a ver a continuación.

En primer lugar, determinadas organizaciones específicas han establecido los denominados “acuerdos marco”, instrumentos jurídicos tendentes a que las cláusulas de los citados contratos *OTC* sean uniformes para todos ellos. De esta forma, se fijan todas las definiciones y pactos susceptibles de intervenir en la contratación de un derivado *OTC* (bien sean *Swap*, *Futuro*, *Opción* etc.) de manera que, una vez suscrito el acuerdo marco, las partes solo tengan que definir las características económicas del derivado por cuanto que las jurídicas ya están establecidas, de una manera uniforme y general, en el citado acuerdo marco. A continuación se van añadiendo, al citado acuerdo marco, las distintas operaciones que vayan celebrándose sobre distintos derivados mediante los oportunos anexos o apéndices a dicho contrato marco. De esta forma se consigue, además de

⁶⁵³ A este respecto, nos remitimos a las consideraciones que hemos apuntado sobre la transposición, a nuestro ordenamiento jurídico, de la legislación conocida como MIFID II que ha introducido nuevas plataformas de contratación autorizadas y ha establecido un importante control sobre la negociación *OTC* en materia de derivados sobre materias primas como hemos ido viendo a través de estas páginas.

una rapidez máxima en la contratación de operaciones *OTC*, una importante reducción de costes. Respecto de estos acuerdos marco, la doctrina es unánime en catalogarlos, en cuanto a su naturaleza jurídica, de “contratos normativos”⁶⁵⁴.

En la contratación, sometida a la jurisdicción española, existe el acuerdo marco conocido como *CMOF* (Contrato Marco de Operaciones Financieras), propiciado por la AEB, el cual establece unas normas uniformes para la celebración de operaciones de derivados *OTC*. A nivel europeo existe el conocido como *European Master Agreement* (Contrato Marco Europeo) auspiciado por la *European Bank Federation*, que suele regir la contratación de derivados entre países de la Unión Europea. Por último, a nivel internacional, entre países de la Unión Europea y terceros Estados, suele utilizarse el contrato marco elaborado por la *International Swaps and Derivatives Association* (conocido por sus siglas *ISDA*) y basado en el Derecho anglosajón y denominado *ISDA Master Agreement*⁶⁵⁵.

Los contratos o acuerdos marco presentan una importantísima utilidad por cuanto son “acuerdos de compensación contractual”. Según los mismos, los distintos saldos, consecuencia de las múltiples operaciones celebradas entre las partes, unos deudores y otros acreedores, se “netean o compensan”, a través del establecimiento de una cláusula en el “acuerdo marco” denominada *netting*. En base a ello, en una fecha determinada, solo habrá un saldo exigible a favor de una parte y en contra de la otra. En este sentido, el incumplimiento de una sola de las obligaciones de alguna operación incluida en el “acuerdo marco”, supondrá el vencimiento anticipado y resolución de todas y cada una de las operaciones incluidas en dicho “acuerdo marco”⁶⁵⁶. Desde esta perspectiva, coincidimos con MUÑOZ PÉREZ⁶⁵⁷ cuando afirma que los “contratos

⁶⁵⁴ MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: Óp. cit. pág. 340 y DÍAZ RUIZ, Emilio: Óp. cit. págs. 398 y ss.

⁶⁵⁵ Un *ISDA Master Agreement* se compone de tres partes:

1º.- Una primera parte, abarca las distintas definiciones jurídicas generales que comprende el “acuerdo marco” y que se conoce como *ISDA Definitions*.

2º.- Una segunda parte, contiene las condiciones particulares de la contratación de productos derivados en la que se concretan y adaptan los términos generales del “acuerdo marco” a los particulares del caso concreto. A esta parte se la conoce como *Schedule* (programa concreto).

3º.- Una tercera parte, incorpora las confirmaciones por escrito (habitualmente vía e-mail) de las distintas operaciones realizadas sobre productos derivados a que se refiere el “acuerdo marco”.

⁶⁵⁶ Con posterioridad, en el capítulo destinado al estudio de los conflictos de Derecho Internacional Privado que se pueden producir en materia de contratación transnacional de derivados, analizaremos las consecuencias que se derivan del incumplimiento, por una de las partes, de estos “acuerdos marco”.

⁶⁵⁷ MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: Óp. cit. pág. 347.

marco”, como “acuerdos de compensación contractual”⁶⁵⁸, participan de una naturaleza jurídica similar al contrato de cuenta corriente mercantil, en el que los distintos créditos y débitos pierden su individualidad propia, transformándose en partidas del debe y haber que vienen a integrar un único saldo final exigible.

En segundo lugar, la legislación *EMIR* intenta que todos los contratos sobre derivados *OTC*, entre ellos los contratos de opciones, se compensen a través de una *CCP* con lo cual se consigue tener un conocimiento exacto del riesgo económico que dichos contratos puedan llevar aparejado. El régimen de compensación obligatoria para la contratación de derivados *OTC* (entre los que obviamente se encuentran los contratos de opciones *OTC*) se encuentra en el Reglamento de la Unión Europea 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 (legislación *EMIR*). Estas normas son de aplicación obligatoria, tanto a los instrumentos derivados compensables en *CCP* como a los no compensables. Para los contratos *OTC* no compensables, además de las normas contenidas en la legislación *EMIR*, se dictó el Reglamento Delegado 149/2013 de la Comisión Europea, de fecha 19 de diciembre de 2012, en el que establecían las reglas técnicas de ejecución de los contratos *OTC* no compensables. Según el cual, se establecen una serie de técnicas de medición, control y reducción del riesgo que pudieran, estos derivados, llevar consigo (en particular garantías a exigir a las partes y necesidad de que la entidad financiera en cuestión disponga de un capital y recursos adecuados para la gestión del riesgo no cubierto por el intercambio de garantías exigido).

En tercer lugar, la necesidad existente, en la actualidad, de que los contratos de derivados *OTC*, necesiten registrarse en unas entidades especiales creadas “ad hoc”, estudiadas anteriormente⁶⁵⁹, con el objeto de que las autoridades de los diversos países puedan conocer, en todo momento, el importe del riesgo sistémico contraído por los citados contratos negociados al margen de los mercados secundarios oficiales o las plataformas de contratación debidamente autorizadas.

Después de estos tres importantes condicionantes que hemos apuntado, debemos preguntarnos: ¿qué queda de la libertad de contratación en esta materia? Hemos de concluir que la autonomía de la voluntad, a este respecto, no es que sea inexistente, pero sí que se encuentra muy

⁶⁵⁸ Estos acuerdos contractuales de compensación están admitidos, en nuestro derecho, sin ninguna duda, al amparo del artículo 1156 del CC, donde la compensación se establece como una forma posible de extinción de las obligaciones. Con posterioridad, el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública regula específicamente esta materia (concretamente su Capítulo II y, en particular sus artículos 5 y 15).

⁶⁵⁹ Véase, a este respecto, lo indicado en las páginas 192 a 194 de este estudio.

comprometida y reducida como consecuencia de la necesaria “estandarización”, “compensación”, “liquidación” y “registro” de este tipo de contratos en instituciones creadas, al efecto, controladas y supervisadas por la Autoridad de los distintos Estados.

D) Contenido y extinción del contrato de Opción *Over The Counter* (*OTC*).

Antes del ejercicio de la opción por el optante, las obligaciones que supone el contrato quedan reducidas a la necesidad del pago de la prima por parte de este último al concedente. Prima que, habitualmente, se satisfará en dinero, pudiéndose pagar en una o varias veces, según se disponga en el contrato.

Encontrándose la opción *in the money* y ejercitada la opción a su vencimiento o en un momento anterior, si así se ha previsto, viene la necesidad de que el concedente cumpla con lo que se ha pactado, lo que supone la liquidación del contrato principal. La liquidación del contrato, al igual que los contratos de futuros, puede hacerse por “entrega” o “por diferencias”. Si se efectúa “por entrega” el concedente de la opción deberá pagar el precio de ejercicio que se hubiera pactado. Si se liquida “por diferencias” bastará con que se pague al tenedor de la opción la diferencia entre el precio de mercado y el precio de ejercicio si es una opción *call*, o, la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de mercado si se trata de una opción *put*. A estos efectos se tendrán en cuenta, en ambos casos, las garantías constituidas a los efectos de la oportuna liquidación.

Una cuestión que se ha planteado es la relativa a si cabe la posibilidad de la transmisión de los derechos incorporados a una opción financiera *OTC*. En principio, como afirma la doctrina⁶⁶⁰ el contrato de opción financiera, habitualmente, incorpora un derecho de crédito, el cual es transmisible, salvo pacto en contrario, al amparo de los artículos 1526º a 1536º del CC y 347º y 348º del C de C. Sin embargo, igualmente se afirma frente a esta regla general, que si la opción es liquidable “por entrega” hay que pensar en que, en la mayor parte de los casos, se producirá una imposibilidad real de ceder los derechos incorporados al contrato de opción por cuanto el concedente tendrá, en muchos supuestos, que cumplir, por sí mismo, determinadas obligaciones esenciales impuestas por la forma especial de liquidación del contrato.

Respecto a la extinción del contrato de opción financiera, lo lógico es que se produzca con el ejercicio (o, en su caso, el abandono de la

⁶⁶⁰ DÍAZ RUIZ, Emilio: Op. cit. págs. 407 y 408.

misma) al vencimiento pactado. Igualmente se producirá la resolución anticipada de la misma, conforme a lo pactado, si una de las partes incumple las obligaciones a que se ha comprometido (por ejemplo incumplimiento en algún plazo del pago de la prima). Téngase en cuenta, respecto de esta cuestión, que en los supuestos de insolvencia de alguna de las partes, será de aplicación, si el contrato de opción se encuentra dentro de un “acuerdo de compensación contractual”, lo que suele ser habitual, las disposiciones contenidas en el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo⁶⁶¹.

III.- EL CONTRATO DE OPCIÓN FINANCIERO EN LOS MERCADOS REGULADOS. ESPECIAL REFERENCIA AL MERCADO OFICIAL DE OPCIONES ESPAÑOL.

Los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones se caracterizan, todos ellos por tener unos productos estandarizados que son objeto habitual de contratación. Ocasionalmente, como vimos anteriormente para los contratos de Futuros, los contratos de Opciones Financieras pueden diseñarse productos a medida, pero esto es algo absolutamente excepcional. En este tipo de contratación no solamente están definidos los productos que se negocian sino, también, la manera en que los mismos se contratan, así como, también, las formalidades que se tienen que efectuar para su contratación.

Tradicionalmente los contratos de Derivados (entre ellos las Opciones Financieras) se contrataban de viva voz mediante el sistema de corros. No obstante, el desarrollo de estos mercados aconsejó pasar de estos sistemas presenciales a otros en que se primase la rapidez en la ejecución de las operaciones. Como consecuencia de ello, la mayor parte de los mercados de Derivados suprimieron la contratación “por coros” que pasó a ser telefónica (como se estableció para el primitivo mercado Español de Derivados Financieros). Hoy en día, prácticamente todos los “parquets” tienen establecido el sistema de contratación electrónica (entre ellos, como veremos a continuación, el vigente sistema español) que permite unas altas cuotas de rapidez en las comunicaciones y seguridad en las transacciones⁶⁶².

⁶⁶¹ Como en su momento apuntamos, las operaciones incluidas dentro de un acuerdo marco, el legislador las excluye del proceso concursal, permitiendo que sean liquidadas conforme a lo pactado por las partes contratantes sin verse afectadas por el concurso de acreedores instado. En este sentido, el artículo 61, número 3º de la Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio indica que “se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan la facultad de resolución o la extinción del contrato por la sola causa de la declaración de concurso de cualquiera de las partes”.

⁶⁶² En toda la contratación de derivados existen dos figuras típicas. Por una parte, los *brokers* que son los encargados de transmitir las órdenes de los inversores al mercado con objeto de casar las operaciones. Por otro lado, los denominados *dealers* (también conocidos como creadores de mercado) que además de operar por cuenta ajena pueden, también, actuar por cuenta propia dando contrapartida a las posiciones de compra o venta de las opciones financieras que se pretendan, en cada momento, casar en el mercado.

Ya hemos hablado del concepto de “valor intrínseco de la opción”⁶⁶³ y de la situación en que este se puede encontrar⁶⁶⁴, pero hay otro requisito que hay que tener en cuenta, sobre todo en los precios de las opciones cotizadas que es el “factor tiempo”⁶⁶⁵ el cual, como se afirma⁶⁶⁶, depende de tres variables concretas:

1º.-La fecha de vencimiento de la opción.

2º.-La diferencia entre el precio de ejercicio y el precio del activo subyacente.

3º.-La volatilidad del activo subyacente.

Otro concepto que se maneja, habitualmente, en el mercado de opciones financieras es el de *spread*. El *spread*, en materia de opciones, puede definirse “como el diferencial o la horquilla entre el precio de compra y el de venta para un mismo subyacente y vencimiento”. Suele darse en el caso de compra o venta de diversas opciones simultáneamente, con idéntica fecha de vencimiento, con precio de ejercicio diferente y en cantidades distintas⁶⁶⁷. Los *spreads* pueden ser alcistas, si pretenden anticipar una

⁶⁶³ Como hemos apuntado, anteriormente, por “valor intrínseco de la opción” se entiende el beneficio que obtendría, en un momento determinado, el comprador de la misma a través del ejercicio de esta. Es, por tanto, la diferencia entre el precio del subyacente y el precio de ejercicio, en un momento temporal dado, durante la vida del contrato de opción. De ahí, que se hable, si la diferencia es positiva de *opciones in the money*, si es negativa de *opciones out the money* y si es cero de *opciones at the money*. Este valor, variable en el tiempo en función del precio del subyacente es una de las variables que se toma en consideración para la determinación del importe de la prima, en cada momento. La otra variable es lo que se denomina “valor temporal” de la opción que supone la posibilidad de que el comprador de una opción esté dispuesto a pagar una cantidad superior al “valor intrínseco” si espera que, al vencimiento, los precios del subyacente hayan crecido lo suficiente que compensen el pago de la prima. A su vez, el vendedor de la opción pedirá que se le pague una cantidad, en concepto de prima, superior al “valor intrínseco” que le permita cubrir los riesgos que de una variación de los precios del subyacente que le suponga una pérdida superior.

⁶⁶⁴ Si la opción se encuentra *In the money* su valor es positivo para el optante. Si se define como *Out the money* será negativo para el optante y si es *At the money* su valor será indiferente, es decir, cero.

⁶⁶⁵ El “factor tiempo” será máximo al comienzo del contrato de opción y, obviamente, será cero en el momento del vencimiento de la Opción.

⁶⁶⁶ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: Op. cit. pág. 69.

⁶⁶⁷ De esta forma se habla, entre otras posibilidades, de las siguientes clases o modalidades de *spreads*:

a) *Spreads verticales*, en el cual se compran o venden las mismas opciones, con el mismo subyacente, pero con precios de ejercicio distintos.

b) *Spreads horizontales*, en los que se compran o venden las mismas opciones, con el mismo subyacente, pero con vencimientos distintos.

subida del mercado o bajistas, si se piensa que el mercado va a evolucionar a la baja⁶⁶⁸.

Siempre que se negocian opciones se pueden configurar cuatro posiciones distintas:

1º- Compra de una *Call*: Es adquirir una posición larga en una opción de compra sobre un determinado activo subyacente. Es la posición alcista por antonomasia.

2º.- Compra de una *Put*: Supone, igualmente, adquirir una posición larga en una opción de venta sobre un determinado activo y vencimiento. Se piensa, en consecuencia, que el mercado está en una posición bajista.

3º.- Venta de una *Call*: Viene a ser adquirir una posición corta respecto de un determinado subyacente y vencimiento. Es también una posición que busca una bajada del mercado.

4º.- Venta de una *Put*: Determina adquirir una posición corta sobre un determinado activo subyacente y vencimiento. Es una posición en la que se anticipa que el mercado está alcista.

A) El Mercado Secundario Oficial de Opciones Español.

En la actualidad el Mercado Oficial de Opciones Español está regulado por el TRLMV, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre (en particular el artículo 2, junto con su Anexo; el Capítulo III, artículos 64 a 68 y Capítulo IV, artículos 69 a 84)⁶⁶⁹ y por el vigente Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre⁶⁷⁰.

c) *Spread diagonales*, en los que se compran o venden las mismas opciones, con el mismo subyacente, pero a distintos vencimientos y con precios, también, distintos.

d) *Spread temporales*, que consisten en la venta de una opción (*put*) a un vencimiento determinado y la compra (*call*) de otra con vencimiento más lejano en el tiempo, pero ambas con el mismo precio de ejercicio.

⁶⁶⁸ CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: Óp. cit. págs. 111 y ss.

⁶⁶⁹ Téngase presente las modificaciones introducidas por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre.

⁶⁷⁰ La Disposición Derogatoria Única, apartado 6º del actual Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre ha derogado el anterior Real Decreto 1282 /2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros, Opciones y otros Instrumentos Derivados.

Además de estas dos normas básicas hay que tener en cuenta la legislación incorporada por las Directivas comunitarias referidas a MIFID I y contenidas, por una parte, en las Directivas 2004/39 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril, 2006/73 de la Comisión de 10 de agosto y 2006/49 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio. Estas Directivas (en particular la primera de ellas, que constituye la estructura básica de la legislación conocida como MIFID I) fueron incorporadas, a la Ley del Mercado de Valores de 24/1988 de 28 de julio, por la Ley 47/2007 de 19 de noviembre. Junto a estas disposiciones se dictó el Reglamento CE 1287/2006 de 10 de agosto de 2006, de aplicación de la Directiva 2004/39. Por último, se aprobó el Reglamento, conocido como MIFIR, 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Recientemente ha entrado en vigor, concretamente el 3 de enero de 2018, la legislación comunitaria conocida como MIFID II, que viene a modificar y completar la legislación anterior conocida como MIFID I. MIFID II está compuesta, principalmente, por la Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, relativa a los mercados de instrumentos financieros y que modifica las Directivas 2002/92/CE y 2016/61/UE y un nuevo Reglamento MIFIR UE, concretamente el 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, relativo al mercado de instrumentos financieros, por el que se modifica el antiguo Reglamento 648/2012. Como consecuencia de ello, se dictó el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al derecho español, de la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, junto con el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre. Ambas normas, como ya hemos dicho, han sido completadas por una serie de disposiciones reglamentarias contenidas en el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre otros Reales Decretos en materia de mercado de valores⁶⁷¹.

⁶⁷¹ Modificaciones introducidas por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/20015 de 23 de octubre y el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación al Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley

Como ya hemos visto, la entrada en vigor, el 3 de enero de 2018, de parte de la normativa MIFID II, ha supuesto la necesidad de aprobar, con entrada en vigor en la citada fecha:

- Reglamento de *MEFF Exchange SAU*.
- Condiciones Generales de Contratación de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018 que han venido a sustituir a las de 3 de enero de 2018.
- Condiciones Generales de Contratación de *MEFF Exchange SAU* (Segmento Derivados de la Energía).

Por otra parte, la nueva regulación, contenida en MIFID II ha supuesto la necesidad de efectuar sustanciales modificaciones en la actuación de *BME Clearing SAU* concretadas en las siguientes normas, todas ellas, aprobadas en fecha 22 de mayo de 2018.

- Reglamento de *BME Clearing SAU* (Reglamento de la *Entidad de Contrapartida Central*).
- Condiciones Generales de *BME Clearing SAU - Entidad de Contrapartida Central* sobre transacciones en Instrumentos Financieros de Renta Variable (segmento de Renta Variable).
- Condiciones Generales de *BME Clearing SAU - Entidad de Contrapartida Central* sobre transacciones en Instrumentos Financieros de Renta Fija (Segmento de Renta Fija).
- Condiciones Generales de *BME Clearing SAU - Entidad de Contrapartida Central* sobre el Segmento de la Energía.
- Condiciones Generales de *BME Clearing SAU - Entidad de Contrapartida Central* sobre transacciones de Derivados (Extrabursátiles) de Tipos de Interés (Segmento de Derivados de Tipos de Interés).

A su vez, se han aprobado una nuevas Condiciones Generales de *BME Clearing SAU*, Segmento de Derivados Financieros, en fecha 10 de octubre de 2018, con entrada en vigor el 4 de diciembre de 2018.

35/2003 de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005 de 4 de noviembre y otros Reales Decretos en materia de mercado de valores.

a) Sistemas de negociación de las Opciones Financieras en el Mercado Español.

Tradicionalmente nuestro sistema de contratación de opciones y otros derivados financieros ha sido, salvo algún antecedente de contratación telefónica, de carácter electrónico en que, en tiempo real, van entrando las diversas posiciones, tanto de *Calls* como de *Puts*, que vayan surgiendo a través del horario en que el mercado se encuentra abierto. Dicha contratación responde al principio tradicional de menor precio para los *Calls* y mayor precio para las *Puts*.

Junto a este sistema, las normas de *MEFF Exchange SAU* recoge otra modalidad de contratación conocida como “Operaciones Acordadas” (también modificada por MIFID II) y, asimismo, conocidas en la terminología bursátil como aplicaciones concertadas, fuera de la contratación ordinaria del mercado en base a su volumen y precio, en virtud de la cual se pueden pactar, directamente, operaciones entre Miembros del mercado, o entre Miembros y sus clientes o entre distintos clientes con un Miembro y que veremos con posterioridad.

MIFID II ha introducido un nuevo sistema de contratación, conocido por su denominación y siglas en inglés, como *Request for Quote (RFQ)* que establece la posibilidad de contratar derivados (entre ellos, opciones) por un nuevo procedimiento denominado “sistema de cotización bajo petición” cuando el tamaño de la operación no pueda ser aceptada como “Operación Acordada”, cuyos términos generales veremos, también, mas adelante.

Tanto respecto a la modalidad de contratación conocida como “Operaciones Acordadas” como con el nuevo sistema de contratación llamado *Request for Quote (RFQ)*, MIFID II exige el cumplimiento de determinados umbrales, a alcanzar, tanto por lo que respecta al volumen de las operaciones, como a los precios de las mismas. Dichos umbrales se definen y son conocidos como *LIS (Large in Escala)*⁶⁷² y *SSTI (Specific Size to the Instrument)*⁶⁷³.

⁶⁷² Por *LIS (Large in Scale)* se entiende un procedimiento cuántico por el que se determina, para los distintos productos negociados, el umbral (*threshold*) de transparencia que deben tener determinados productos, atendiendo a su volumen transaccional medio (cantidad y precio). Ha sido introducido, por *ESMA*, a través de MIFID II y, entre otras cosas, pretende que las órdenes ocultas en el mercado, puestas a un precio máximo de compra y a un precio mínimo de venta, se coloquen por detrás de las órdenes visibles al mismo precio.

⁶⁷³ La denominada *SSTI (Specific Size to the Instrument)* es otra magnitud cuántica definida, también, por *ESMA* e implantada a través de MIFID II, que trata de determinar una serie de parámetros en relación con la liquidez y el control de los sistemas de trading de los diferentes mercados.

b) Características de las Condiciones Generales de Contratación (Segmento de Derivados Financieros) de MEFF Exchange SAU para las Opciones Financieras.

Existen características específicas, en las Condiciones Generales de Contratación (Segmento Derivados Financieros) aprobadas por *MEFF Exchange*, tanto para los contratos de Opciones sobre el Ibex, como para los contratos de Opciones sobre acciones.

En el modelo de contrato de opciones europeas el derecho, la opción, solo puede ejercitarse en la fecha de vencimiento del contrato (*fecha de ejercicio*). Por el contrario, en el modelo de contrato de opción americano, el derecho, la opción, puede ejercitarse, en todo momento de la vida del contrato. En cuanto a la forma de liquidación al vencimiento se realizará de forma automática, si para el optante el precio de ejercicio es más favorable que el precio de liquidación a vencimiento del contrato de futuro subyacente, liquidándose, siempre, en efectivo y por diferencias. Para calcular el precio de liquidación al vencimiento del futuro subyacente, *BME Clearing SAU*⁶⁷⁴.

⁶⁷⁴ Para calcular el precio de liquidación al vencimiento del futuro subyacente, las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 10 de octubre de 2018, establece que *BME Clearing SAU* podrá utilizar dos método (artículo 3.4) :

- Método de la media aritmética:

Para los contratos que sigan este método, su Precio de Liquidación a Vencimiento será la media aritmética del Índice entre las 16:15 y las 16:45 horas de fecha de vencimiento, tomando un valor por minuto. El precio de liquidación a vencimiento se redondeará al primer decimal. Se tomará como valor por minuto para el cálculo de la media el nuevo valor publicado inmediatamente posterior al inicio de cada minuto según el reloj de Sociedad de Bolsas. Si durante algún minuto de los comprendidos entre las 16:15 y las 16:45 horas no se publicara ningún nuevo valor de índice, se tomará como valor de este minuto el último valor publicado con anterioridad al inicio de este minuto.

La obtención de la media aritmética vendrá dada por la siguiente formula:

$$I_L = \sum_{i=1}^{30} i / 30, \text{ siendo:}$$

I_L = Valor del índice de Liquidación al vecimiento de los Contratos.
 i = Valor del índice cada minuto.

- Método del precio de cierre: Para los contratos que sigan este método, su precio de liquidación a vencimiento será el precio de cierre oficial del Índice publicado por la Sociedad de Bolsas den la fecha a vencimiento.

Respecto de los contratos de Opciones sobre Acciones, siempre, el activo subyacente lo constituirán acciones emitidas y totalmente desembolsadas y que coticen en el *Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE)*. Pueden configurarse, bien como Opciones *europeas*, como *americanas*, y, a su vez, con liquidación tanto por entrega como por diferencias. Es *MEFF Exchange SAU* el que, por medio de Circular, establece cuales son las acciones que constituyen los subyacentes así como las modalidades que se fijan para los contratos de opciones⁶⁷⁵.

En la liquidación por entrega, se deberán entregar las acciones admitidas a negociación que constituyen el subyacente a cambio del pago en efectivo del precio de ejercicio. Como consecuencia de ello, se producirá en el mercado bursátil las correspondientes operaciones de compra y venta, al contado, con todas las características que suponen estas operaciones, entendiéndose con ello cumplida la obligación de entrega que el ejercicio del contrato de opción lleva aparejado.

Si la liquidación se produce por diferencias, tanto se produzca por el ejercicio anticipado de la opción como a su vencimiento, se liquidará en efectivo la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación, entendiendo por este último el precio del cierre oficial del activo subyacente el día del vencimiento.

B) Los contratos admitidos, actualmente, a negociación en el mercado de opciones financieras español.

Actualmente, el Mercado Español de Opciones Financieras mantiene vivos dos tipos de contratos: Contratos de Opciones sobre Índices⁶⁷⁶, y contratos de Opciones sobre Acciones⁶⁷⁷ en su doble versión de opciones europeas y americanas.

⁶⁷⁵ En la práctica, los contratos de opciones sobre acciones, estilo europeo se liquidan, siempre, por diferencias, en tanto, que los contratos de opciones sobre acciones, estilo americano, se liquidan por entrega. En nuestro actual Mercado de Derivados, son mucho más líquidas las Opciones americanas que las europeas, las cuales tienen un nivel de negociación muy inferior.

⁶⁷⁶ Reguladas en los artículos 3.1 a 3.5.2. de las Condiciones Generales (Segmento de Derivados Financieros) de *MEFF Exchange SAU* de 10 de octubre de 2018. El activo subyacente lo componen los distintos índices de la familia IBEX, en particular y más importante el IBEX 35.

⁶⁷⁷ Reguladas en los artículos 5.1 a 5.8.2. junto con dos Anexos, de las Condiciones Generales (Segmento de Derivados Financieros) de *MEFF Exchange SAU* de 10 de octubre de 2018. El primero de los Anexos establece las normas de liquidación de los contratos de opciones por el *método del valor teórico* y el segundo, señala las reglas a aplicar para liquidación de los contratos de opciones por el *método del ratio*.

Vamos a examinarlas a continuación

a) Contratos de Opciones sobre el IBEX 35⁶⁷⁸.

1. Especificaciones de los contratos con precio de ejercicio y fecha de vencimiento estándar.-

Como hemos dicho los subyacentes son los futuros sobre índices de la familia Ibex del mismo vencimiento. El multiplicador será el mismo que el del contrato del futuro subyacente. Respecto a la fecha de ejercicio coincide con la fecha vencimiento, habiendo vencimientos, potencialmente, todos los meses, siendo la fecha de vencimiento el tercer viernes de cada mes y si éste es festivo, el día hábil anterior. Admite las dos variantes de opción *call* y opción *put* y la clase de la opción es la europea. En relación con la forma de liquidación del contrato será, siempre, por diferencias y en efectivo; vendrá dado por la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación al vencimiento, produciéndose la liquidación del contrato el día hábil siguiente a la fecha de vencimiento y será automático para todos los contratos que produzcan beneficios para el optante. Los precios de ejercicio serán puntos enteros del subyacente constituido por el Futuro sobre el índice IBEX 35. El precio de cierre será una aproximación al precio de mercado existente en ese momento.

Respecto de las primas, se cotizaran en puntos enteros del Futuro sobre el índice IBEX 35 con una fluctuación mínima según la cotización del subyacente. No existe fluctuación máxima de las primas, liquidándose las mismas el primer día hábil siguiente a la fecha en que se haya celebrado el contrato.

Tratándose de una Opción *Call* sobre índice comprada, la pérdida máxima para el comprador de la Opción es igual al importe de la prima pagada: Esto se producirá cuando el precio del subyacente (índice IBEX 35) termine a su vencimiento por debajo del precio de ejercicio de la opción. La ganancia, por el contrario, se producirá cuando el precio del

⁶⁷⁸ Es de señalar que, propiamente, no son contratos de Opciones sobre la cotización del IBEX 35, sino que el subyacente viene establecido por el denominado Mini IBEX. Constituye, por tanto, el subyacente del contrato de Opción el Futuro sobre el Mini IBEX 35 del mismo vencimiento. El nominal del contrato vendrá dado por la cotización del futuro Mini IBEX 35 multiplicado por 1 euro. La clase del contrato de opción es europea (solo se puede ejercitar al vencimiento) y admite configurar los contratos tanto como Opciones Calls o como Puts.

subyacente (índice del IBEX 35) esté por encima del precio de ejercicio mas la prima pagada.

El vendedor de una Opción *Call* asume la obligación de realizar la entrega del activo subyacente si la opción es ejercida por el comprador. El alcance de sus pérdidas dependerá de si posee, en el momento de la entrega, el activo subyacente o, por el contrario, tiene que acudir al mercado a comprarlo para poder entregarlo.

Respecto a las opciones *Put*, el comprador de una Opción *Put* le da el derecho a vender el activo subyacente (índice IBEX 35) a un precio determinado, que será el precio de ejercicio, en un momento establecido que será la fecha de vencimiento del contrato de opción. Por otra parte, el vendedor de una Opción *Put* asume la obligación de adquirir el activo subyacente si la opción es ejercida por el comprador.

En relación al comprador de una Opción *Put*, sus ganancias vendrán determinadas por la diferencia entre el precio de ejercicio y el precio del subyacente en el momento del vencimiento menos la prima pagada. Sus pérdidas quedan limitadas al importe de la prima pagada.

En cuanto al vendedor de una Opción *Put*, sus pérdidas dependerán de si posee, en el momento del vencimiento, o tiene que acudir al mercado a adquirirlo y, por otro lado sus posibles ganancias vendrán determinadas por la diferencia entre el precio del subyacente y el precio de ejercicio más la prima cobrada.

Por lo que se refiere a las garantías a constituir será variable en función de la cartera de Opciones y Futuros constituida.

Existe también la figura de los “Creadores de Mercado”, llamados, a partir de MIFID II, “Creadores de Mercado Regulado” (CMR) e introducidos por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo⁶⁷⁹, en relación de los contratos de Opciones sobre el IBEX 35⁶⁸⁰.

⁶⁷⁹ Véase a este respecto, lo indicado, en este estudio, en el epígrafe “los llamados creadores de mercado, páginas 266 a 272.

En particular la regulación que hace de los mismos el Real Decreto ley 21/2017 de 29 de diciembre, artículo 8 y las Circulares de MEFF Exchange SAU C-EX-DF-07/2014 y C-EX-DF-04/2018 , en la que se adapta esta figura a las disposiciones contenidas en la legislación MIFID II.

⁶⁸⁰ Actualmente, como creadores de mercado en los contratos de opciones sobre el Mini IBEX 35, existen dos entidades:

- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, SUCURSAL EN ESPAÑA.
- SUSQUEHANNA INTERNATIONAL SECURITIES LTD.

2. Especificaciones de los contratos con precio de ejercicio y/o fecha de vencimiento no estándar.-

Las únicas particularidades que señalan las Condiciones generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de Energía), frente a las anteriores especificaciones son las referentes al precio de ejercicio, que será cualquier número entero, fecha de vencimiento que podrá ser cualquier día hábil y en relación, finalmente, con el precio de liquidación a vencimiento que vendrá dado por el valor intrínseco de la prima de la opción.

3. Precio de liquidación al vencimiento.-

El precio de liquidación al vencimiento de cualquier clase de opciones sobre índices será igual al valor intrínseco de la prima dado el precio de ejercicio de cada una y el precio de liquidación a vencimiento del futuro subyacente⁶⁸¹.

b) Contratos de Opciones sobre Acciones.

1. Especificaciones de los contratos con precio de ejercicio y fecha de vencimiento estándar mensual.-

1.1 Contratos de Opción de estilo americano y liquidación por entrega con precio de ejercicio y fecha de vencimiento estándar.

El activo subyacente viene constituido por las acciones cotizadas en el Ibex 35 y determinadas por Circular de *MEEF Exchange SAU*⁶⁸². El nominal del contrato son 100 acciones, admitiéndose las dos modalidades vistas: *call* y *put*. Como opciones americanas, se pueden ejercitar cualquier día hábil hasta la fecha de vencimiento, incluido este. Existen vencimientos todos los meses y la fecha coincidirá con el tercer viernes de cada mes y si este es festivo el primer día hábil anterior. El ejercicio de la opción se comunicará, por *MEEF Exchange SAU*, a *BME Clearing SAU*, generándose la correspondiente operación bursátil de contado el mismo día de su ejercicio, siendo el precio de entrega el precio de ejercicio del contrato de opción.

⁶⁸¹ Vease a este respecto el contenido de la nota (663), página 340 de este estudio.

⁶⁸² Actualmente, hay contratos de opciones sobre todos los valores que integran el IBEX 35.

1.2.- Contratos de Opción de estilo europeo y liquidación por entrega con precio de ejercicio y fecha de vencimiento estándar.

Las acciones que componen el subyacente, también son determinadas por *MEFF Exchange SAU* mediante Circular. El nominal de contrato es, igualmente, 100 acciones, admitiéndose las dos modalidades de *call* y *put*, sin embargo por tratarse de acciones tipo europeo solo será fecha de ejercicio la fecha de vencimiento. Todas las demás circunstancias son iguales a las opciones de estilo americano vistas anteriormente.

2. Especificaciones de los contratos de opción con precio de ejercicio y fecha de vencimiento estándar semanal.-

Las únicas particularidades que presentan son las relativas a:

- Vencimientos: Podrán ser todas las semanas.
- Fecha de vencimiento: Será el viernes de la semana de vencimiento y si éste es festivo el día hábil anterior.

3. Especificaciones de los contratos de opciones de estilo europeo liquidadas por diferencias y opciones de estilo americano o europeo liquidadas por entrega con precio de ejercicio y/o fecha de vencimiento no estándar.-

3.1. Especificaciones comunes a todos los contratos de opción:

Las más importantes son:

El activo subyacente lo constituyen las acciones determinadas por Circular de *MEFF Exchange SAU*. Admiten los dos tipos: *call* y *put*. El nominal del contrato siempre será 100 acciones, el último día de negociación será el día del vencimiento y las primas se expresarán en euros por acción.

3.2. Especificaciones particulares de los contratos de opción liquidados por entrega:

Solamente tienen dos particularidades:

- Precio de entrega: Será el precio de ejercicio del contrato de opción.
- Forma de ejercicio: Se comunicará a *BME Clearing SAU*, para generar la correspondiente transacción.

3.3. Especificaciones particulares de los contratos de opción liquidados por diferencias.

Las diferencias que presentan se reducen a las siguientes:

- Precio de liquidación: Viene definido, por *BME Clearing SAU*, como el precio de cierre oficial de la acción en la fecha de ejercicio anticipado o a vencimiento.
- Fecha de liquidación del contrato: Será el día hábil siguiente a la fecha de ejercicio y se liquidarán en efectivo las diferencias entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación.
- Ejercicio: Será automático, en la fecha de vencimiento, para todos los contratos de opción que aporten beneficio a su tenedor.

c) Forma de liquidación de los contratos de Opciones.

Respecto de la liquidación del contrato por entrega⁶⁸³, se darán las acciones, que constituyan el activo subyacente, a cambio del pago en efectivo del precio de ejercicio. Para ello, *BME Clearing SAU* se encargará de formalizar las correspondientes operaciones bursátiles de contado que se generen. Una vez comunicada la operación de compraventa a la Sociedad de Bolsas, dicha operación se convertirá en una operación bursátil con todas las consecuencias, dándose por cumplidas las respectivas obligaciones de entrega. La contrapartida en estas operaciones bursátiles será, siempre, *BME Clearing*.

Si el contrato se liquida por diferencias⁶⁸⁴, bien sea por ejercicio anticipado o a su vencimiento, se liquidarán en efectivo por la

⁶⁸³ Artículo 5.4 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018.

⁶⁸⁴ Artículo 5.5 de las Condiciones Generales de *MEFF Exchange SAU* (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018.

diferencia entre el precio de ejercicio y el precio de liquidación, que será el precio de cierre oficial de la acción que constituya el activo subyacente tal y como lo publique la Sociedad de Bolsas.

Tanto, respecto de las opciones europeas como americanas, existen también los denominados “Creadores de Mercado”⁶⁸⁵.

d) Ajustes a realizar en los contratos de Opciones financieras como consecuencia de la existencia de determinadas operaciones corporativas acaecidas durante la vida de los mismos.

Consisten en una serie de ajustes, a realizar con objeto de mantener el valor económico de los contratos lo más próximo posible al anterior al que tuviera antes de determinadas operaciones realizadas en la sociedad, cuyas acciones constituyen el activo subyacente. Se trata de que determinadas operaciones corporativas, de la sociedad emisora de los activos subyacentes, influya lo menos posible en los contratos de opción, en circulación, que tengan ese activo subyacente. Los ajustes se pueden referir al precio de ejercicio, a la fecha y forma de liquidación de los contratos o al nominal del subyacente⁶⁸⁶.

1º.- Ampliaciones de capital totalmente liberadas y sin diferencia de dividendos:

- El número de acciones representativas de un contrato se multiplicará por el cociente: acciones después / acciones antes.
- El precio de ejercicio se multiplicará por el cociente inverso: acciones antes / acciones después.

⁶⁸⁵ Según la información facilitada por MEFF Exchange están designados creadores de mercado, en materia de contratos de opciones sobre acciones, los siguientes:

- BANCO SANTANDER S.A.
- EXANE DERIVATIVES.
- MOSAIC FINANCE.
- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, SUCURSAL EN ESPAÑA.
- SUSQUEHANNA INTERNATIONAL SECURITIES LTD.
- WEBB TRADERS BV.

⁶⁸⁶ Los diferentes ajustes a practicar se contiene en el artículo 5.7 de las Condiciones Generales de MEFF Exchange SAU (Segmento de Derivados de la Energía) de 3 de enero de 2018.

2º.- Ampliaciones de capital totalmente liberadas con diferencia de dividendos, o parcialmente liberada o con prima, en la que existe derecho de suscripción preferente o programa de recompra de acciones que suponga la existencia de un derecho con valor positivo para los actuales accionistas:

- Una vez calculado el valor del derecho de suscripción en base al precio de cierre del activo subyacente en el día anterior a la fecha de ajuste y a las condiciones de emisión (desembolso proporcional y diferencia de dividendos) de las nuevas acciones, se ajustará el precio de ejercicio según la siguiente fórmula:

$$PEn = PEv * (1 - VTD / PC)^{687},$$

- Adicionalmente, se ajustará, igualmente, el número de acciones representativas de cada contrato con el fin de mantener el valor nominal de las posiciones antes y después del ajuste, de tal forma que se cumpla la siguiente igualdad:

$$PEv * Nv = PEn * Nn^{688}$$

Y usando la ecuación del primer apartado, se deduce que:

$$Nn = Nv / K, \text{ siendo}$$

$$K = 1 - VTD / PC$$

3º.- Reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas:

En este supuesto, se realizará el ajuste por estas circunstancias siempre que la operación no sea admisible al pago de un dividendo ordinario. En este caso, se ajustarán el precio de ejercicio y el número de acciones del siguiente modo.

⁶⁸⁷ En donde:

PEn: Precio de ejercicio nuevo.

PEv: Precio de ejercicio anterior al ajuste.

VTD: Valor teórico del derecho de suscripción.

PC: Precio de cierre del activo subyacente en el día anterior al ajuste.

⁶⁸⁸ En donde:

Nv: Número de acciones por contrato antes del ajuste.

Nn: Número de acciones por contrato después del ajuste.

- Respecto de los precios de ejercicio de la siguiente forma:

$$PEn = PEv * (1 - ID / PC)^{689}$$

- Adicionalmente, también, se ajustará el número de acciones representativas de cada contrato con el fin de mantener el valor nominal de las posiciones antes y después del ajuste, para que se cumpla la igualdad:

$$PEv * Nv = PEn * Nn^{690}$$

En base a la anterior igualdad, se deduce que:

$$Nn = Nv / K, \text{ siendo } K = 1 - ID / PC$$

4º.- Desdoblamiento de las acciones representativas del capital a razón de varias acciones por cada una existente (Split):

- Se multiplicará la posición de contratos por el siguiente cociente:

Acciones después de la ampliación / Acciones antes.

- El precio de ejercicio se multiplicará por el cociente inverso siguiente:

Acciones antes / Acciones después.

5º.- Consolidación de las acciones representativas del capital a razón de una acción por cada varias existente (Contra split):

Se ajustarán el número de acciones y el precio de ejercicio en la forma vista para la ampliación de capital totalmente liberada y sin diferencia de dividendos.

⁶⁸⁹ En donde:

PEn: Precio de ejercicio nuevo

PEv: Precio de ejercicio anterior al ajuste

ID: Importe de la devolución

PC: Precio de cierre del activo subyacente en el día anterior al ajuste.

⁶⁹⁰ En donde:

Nv: Número de acciones por contrato antes del ajuste.

Nn: Número de acciones por contrato después del ajuste.

6º.- Dividendos:

Se distinguen diversos supuestos y reglas:

- **Dividendos ordinarios:**

Se entenderán por tales:

- a) Los pagos periódicos y recurrentes.
- b) El cambio del pago periódico y recurrente en forma de dividendos por otra denominación que tenga el mismo carácter.
- b) La repetición de retribuciones a los accionistas contra cuentas de fondos propios con carácter, también, periódico y recurrente.
- c)

En los tres casos apuntados de Dividendos ordinarios no habrá lugar a ningún tipo de ajuste.

- Dividendos extraordinarios y otras retribuciones a los accionistas no asimilables al pago de dividendos ordinarios: Se ajustaran por el importe del dividendo extraordinario o retribución excepcional y no periódica.
- En los casos que haya que realizar ajuste por el pago de dividendos se ajustarán el precio de ejercicio y el número de acciones en la forma prevista para la reducción de capital o de reservas mediante devolución de aportaciones en efectivo a los accionistas.
- En los casos de pagos en activos, cuya valoración sea difícil de realizar en el momento en que proceda realizar el ajuste o sobre los que se pueda prever una dificultad operativa en el mercado con el activo que se entrega como pago, podrá establecerse la no realización del ajuste en las condiciones más equitativas para los tenedores y emisores de los contratos de opción vivos.
- Si estamos en presencia de una situación que exija la realización de un ajuste por entrega de un activo, cuya valoración del mismo solo se conocería, exactamente, en la fecha del ajuste, se podrá suspender, temporalmente, la negociación de los contratos de opción correspondientes con objeto de realizar el ajuste en las mejores condiciones posibles para los tenedores y emisores de los contratos de opción vivos.

5º.- Fusiones:

Cuando las acciones de la sociedad absorbente sean “acciones cotizadas”, se sustituirán las acciones subyacentes originales por acciones de la sociedad absorbente⁶⁹¹

6º.- Ofertas Públicas de Adquisición (OPA's):

La Comisión de Supervisión y Vigilancia de *MEFF Exchange SAU* determinará, una vez publicado el folleto si el resultado de la OPA hace necesario efectuar ajustes, ya que, el hecho de que una sociedad plantea una OPA, en principio, no implica, la necesidad de efectuar un ajuste. Este análisis, a efectuar por la citada Comisión de Supervisión y Vigilancia, se basará en los siguientes considerandos:

- Los diversos escenarios de capitalización y “free float” de la compañía a la que se la hace la OPA, una vez está terminada y cerrada.
- El número de acciones que seguirían cotizando respecto de la posición abierta en *BME Clearing SAU*, más la cuantificación oportuna sobre las posiciones *OTC*, en diversos escenarios.
- Las intenciones de la empresa opante respecto a la posible exclusión de cotización de la empresa opada.
- En caso de formularse una OPA competitiva, la Comisión de Supervisión y Vigilancia podrá revisar los criterios adoptados respecto de la primera de las OPAS.

7º.- Métodos de ajuste en las Ofertas Públicas de Adquisición:

⁶⁹¹ Respecto de los precios de ejercicio se ajustarán multiplicando los citados precios de ejercicio por el *ratio X / Y*, en donde Y será el número de acciones de la sociedad absorbente que se ofrecen por cada X acciones de la sociedad absorbida.

En relación con el número de acciones, éste se multiplicará por el *ratio inverso*, es decir *Y / X*.

Al igual que veíamos para los contratos de Futuros, existen dos métodos para determinar los ajustes necesarios, una vez se haya hecho público el resultado de la OPA, se podrá utilizar uno de estos dos métodos:

- **Método de Liquidación en Efectivo a Valor Teórico:** Los contratos se liquidarán anticipadamente al valor teórico de cada serie de acuerdo con los criterios de valoración establecidos en las propias Condiciones Generales de *MEFF Exchange*.
- **Método del Ratio:** Se sustituirán las acciones originales del subyacente del contrato de opción por las nuevas que se ofrecen en la OPA, ajustando las características de dichos contratos tal y como, también se recogen en las Condiciones Generales de *MEFF Exchange*.

8º.- Particularidades en función del tipo de Oferta Pública de Adquisición:

- Si la OPA es en efectivo y procede realizar el ajuste, este consistirá en el vencimiento anticipado de los contratos de opción vivos y su liquidación, en efectivo, al precio teórico de cada serie (se sigue por tanto el método de liquidación en efectivo a valor teórico).
- Si la contraprestación de la OPA es en otras acciones cotizadas se aplicará el *método del Ratio*.
- Si la contraprestación de la OPA es mixta (parte en efectivo u otros activos y parte en metálico) y siempre que la cuantía, que se entrega en acciones cotizadas, sea igual o superior a un tercio del valor total de la contraprestación, a entregar por la sociedad optante, se aplicará el método del Ratio. Si la cuantía de efectivo u otros activos, a entregar, es superior a dos terceras partes del valor total de la contraprestación, se tratará la operación como si fuera una OPA en efectivo.

9º.- Oferta Pública de Adequisición de una sociedad sobre sus propias acciones:

En el caso de que la sociedad emisora haga una OPA sobre sus propias acciones procederá hacer un doble ajuste. Por una parte, se

ajustará el precio de ejercicio. Por otro, se ajustará el multiplicador de las opciones.

- Ajuste del precio de ejercicio: Se procederá de la siguiente forma:

$$PEn = PEv * R$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * P_o}{Nc - No} / PC^{692}$$

- Ajuste respecto del multiplicador de las opciones: Habrá de ajustarse el número de acciones representativas de cada contrato con el fin de mantener el valor nominal de las posiciones antes y después del ajuste, en los siguientes términos:

$$Mn = Mv / R$$

$$R = \frac{Nc * P_c - No * P_o}{Nc - No} / PC^{693}$$

⁶⁹² En donde:

PEn: Precio de ejercicio nuevo.

PEv: Precio de ejercicio anterior al ajuste.

Pc: Precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: Precio por acción al que se realiza la OPA.

Nc: Número de acciones existentes del activo subyacente.

No: Número de acciones sobre las que se realiza la OPA.

⁶⁹³ En donde,

Mn: Multiplicador nuevo, ajustado al número entero más próximo.

Mv: Multiplicador anterior al ajuste.

Pc: Precio de cierre del activo subyacente el día previo a la fecha de ajuste.

Po: Precio por acción al que se realiza la OPA.

Nc: Número de acciones existentes del activo subyacente.

No: Número de acciones sobre las que se realiza la OPA.

e) Productos a medida.

Igual que vimos para los contratos de Futuros, *MEFF Exchange SAU* ofrece a sus Miembros y clientes la posibilidad de poder negociar contratos de Opciones adaptados a sus necesidades particulares, denominados contratos “*no estándar*”, con la posibilidad de definir distintos vencimientos y precios de ejercicio.

CAPÍTULO SEXTO.- LOS ELEMENTOS FORMALES DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS: SISTEMAS DE CONTRATACIÓN, ÓRDENES EN LA CONTRATACIÓN DE LAS OPERACIONES, GARANTÍAS Y REGISTRO DE LAS MISMAS.-

I) LA FORMA EN LA CONTRATACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN NUESTRO MERCADO.

En toda operación de Derivados Financieros, realizada en el Mercado, confluyen dos relaciones jurídicas distintas en las que *BME Clearing SAU* actúa, en ambas, como contraparte frente a los dos sujetos distintos que intervienen en las mismas y siendo las dos completamente independientes. En este sentido, debemos concluir que el contrato de derivados financieros es siempre un contrato formal, en que las declaraciones de voluntad de los que participan, en el mismo, se tienen que ajustar, en cuanto a su formulación expresa, a las disposiciones establecidas, en las denominadas órdenes bursátiles y solo, exclusivamente, de esta peculiar forma⁶⁹⁴. Igualmente la reglamentación del contrato queda totalmente definida por las disposiciones reguladoras del mercado así como su liquidación compensación y posterior ejecución del contrato que se produce con el registro del mismo, que en nuestra opinión tiene carácter *constitutivo* respecto de las transacciones bursátiles realizadas en el mercado de derivados financieros. Por tanto, toda la vida del contrato, desde que nace hasta que se extingue, está expresa y formalmente determinada, por las disposiciones del mercado establecidas al respecto. En consecuencia, pocos contratos en nuestro derecho son más formales que los que se producen en la contratación bursátil, en general, y en la de los derivados, en particular⁶⁹⁵.

El TRLMV dedica los artículos 221 a 224 a la gestión y ejecución de las órdenes de clientes⁶⁹⁶. Se establece, en los citados preceptos, los principios generales por los que se tienen que regir la confección y ejecución de las órdenes bursátiles, dejando a las normas reglamentarias su concreción más particular. Pues bien, de acuerdo con lo establecido en la Ley podemos señalar los siguientes principios, recogidos en los citados preceptos, en cuanto a las características que deben reunir las órdenes en nuestro mercado de valores:

⁶⁹⁴ DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Op. cit. págs. 254 y 260.

⁶⁹⁵ No obstante lo apuntado, FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria, en su artículo "La contratación en los mercados secundarios oficiales" (en la obra colectiva "Los Mercados Financieros" dirigida por Ana BELÉN CAMPUZANO, Fernando CONLLEDO LANTERO y Ricardo J. PALOMO ZURDO, 2ª Edición, Editorial Tirant Lo Blanch, Valencia 2017, pág. 792), señala textualmente "los contratos de futuros y opciones son contratos consensuales que, por tanto, se perfeccionan por la concurrencia de la oferta y aceptación de la misma. La oferta y aceptación se expresan a través de órdenes de signo contrario de compra y venta de futuros y opciones admitidos a negociación por la Sociedad Rectora". En nuestra opinión, aún admitiendo que es necesario las oportunas declaraciones de voluntad para que la operación se realice, las especiales circunstancias que acompañan a la contratación bursátil nos inclinan a pensar que este tipo de contratación es eminentemente formal, de tal suerte que si no se cumplen todas y cada una de las circunstancias exigidas por la entidad rectora del mercado (en este caso *MEFF Exchange*) respecto a cómo tienen que emitirse dichas declaraciones de voluntad, el contrato no se entenderá perfeccionado, independientemente de que se haya manifestado el consentimiento oportuno respecto a la contratación pretendida.

⁶⁹⁶ Modificados, íntegramente, por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

1º.- Las Empresas que presten Servicios y Actividades de Inversión deberán adoptar todas aquellas medidas necesarias para que la ejecución de las órdenes se realice de la forma más eficaz, tanto en cuanto a precio y costes como respecto al volumen negociado y a la rapidez en la ejecución, consiguiendo, a este respecto el mejor resultado posible en la ejecución de las órdenes.

2º.- En este sentido tendrán que disponer de los adecuados sistemas de gestión y ejecución de órdenes con objeto de cumplir los fines anteriormente señalados, teniendo especial cuidado en no perjudicar a ningún cliente en beneficio de otros y, a este respecto, ejecutar las órdenes, limitadas en precio, de la forma más rápida posible. En todo caso, deberán comunicar al cliente el centro de negociación donde han ejecutado la orden.

3º.- Las ESI's deberán informar a sus clientes sobre la política que lleven en cuanto a la ejecución de órdenes, recabando el consentimiento de los mismos antes de aplicar la política en concreto y si la política de la entidad permite ejecutar órdenes fuera de los centros de contratación deberán contar con el consentimiento previo y expreso de los clientes a los que afecte.

4º.-Igualmente, las ESI's deberán publicar con periodicidad anual, respecto de cada instrumento financiero, los cinco principales centros de ejecución de órdenes, en los que han operado, relación con el año anterior.

5º.- Cuando el cliente dé instrucciones precisas sobre la ejecución de una orden, la ESI tendrá que ejecutarla siguiendo dichas instrucciones. Si son clientes minoristas que no hayan dado instrucciones sobre las ejecuciones de las órdenes, éstas tendrán que realizarse de tal manera que aquellos obtengan el “mejor resultado posible” en términos de contraprestación total.

6º.- Las ESI's deberán comprobar, periódicamente, si los centros de ejecución donde operan, siguiendo su política de ejecución de las mismas, dan los mejores resultados posibles a sus clientes, debiendo comunicar a aquellos con los que tengan una relación profesional estable los cambios que se produzcan en su política de ejecución de órdenes.

En este sentido la legislación MIFID II, representada por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo y el Reglamento 600/2014 de 15 de mayo⁶⁹⁷ pone especial atención en que los clientes sobre todo, si son minoristas, tengan puntual conocimiento de las posibilidades de contratación en otros mercados así como de productos similares de los que pretendan contratar así como en todo lo relativo a que la Entidad de Servicios de Inversión informe a ellos. Para ello, se dictan normas específicas de cómo tiene que ser el análisis prestado

⁶⁹⁷ Incorporados a nuestro ordenamiento jurídico, como ya hemos dicho, por los Reales Decretos Ley 21/ 2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, junto con su desarrollo reglamentario previsto en el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

por las Entidades y la imposibilidad, si el análisis es independiente de cobrar retrocesiones de otros operadores del Mercado.

A nivel de normas de segundo rango, también se establecen reglas sobre ejecución de órdenes en el vigente Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, aprobado el 3 de enero de 2018. Comienza el Reglamento⁶⁹⁸, afirmando que la negociación de Derivados Financieros en nuestro Mercado se basará y ajustará a los principios de “unidad de precio” y “publicidad”⁶⁹⁹. Igualmente, señala el precepto, que solo podrán negociar en el Mercado sus Miembros, teniendo que ajustarse, siempre, a la normativa establecida por *MEFF Exchange SAU*. Por otro lado, también, el citado Reglamento, establece los sistemas de negociación (que veremos a continuación) así como los supuestos en que se pueden anular las órdenes, una vez introducidas en el sistema. En este sentido, solo se admitirá la anulación en los dos casos excepcionales siguientes:

1º.-Error material evidente o fallo técnico.

2º.- Regularización de una incidencia como consecuencia de una disconformidad de las actuaciones desarrolladas en el Mercado, determinando quien es el responsable de dicha disconformidad y de las consecuencias que del desacuerdo se deriven.

II) LOS DIFERENTES SISTEMAS DE CONTRATACIÓN.

Nuestra legislación actual, después de las reformas introducidas por la legislación de MIFID II, admite hasta tres sistemas posibles para cerrar operaciones en el Mercado. Todos ellos se encuentran regulados en el Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018, artículo 9, los cuales vamos a examinar a continuación:

A) Contratación electrónica:

⁶⁹⁸ Artículo 9, del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁶⁹⁹ Por el primero de estos, “unidad de precio”, se entiende que un mismo producto, en el mismo momento temporal determinado, no puede tener en el mercado dos precios distintos, para una misma operación a realizar. Por el segundo de ellos, “publicidad”, se hace referencia a que la contratación realizada en el Mercado será pública y transparente, tanto en lo referente a volúmenes negociados como a los precios cruzados.

Es el procedimiento ordinario y habitual. Se realiza a través de terminales electrónicas, en tiempo real y es de naturaleza multilateral (todos los operadores disponen de la misma información, en el mismo instante, en tiempo real). En este sentido, las órdenes serán vinculantes desde el mismo tiempo en que son introducidas y aceptadas por *MEFF Exchange SAU*, pudiendo ser canceladas, en cualquier momento, antes de la ejecución. Igualmente, rige el principio registral, contenido en toda nuestra contratación civil y mercantil, de “*prior tempore potior iure*” en el sentido de que las órdenes de compra o venta se procesarán de acuerdo con su orden de llegada. En base a ello, y para determinar su preferencia se atenderán a los siguientes criterios: En primer lugar, el precio. En segundo lugar, a igualdad de precio, la antigüedad de la orden. En tercer lugar, el tipo de orden.

En el momento en que dos órdenes de compra o venta en sentido contrario y referidas al mismo instrumento financiero, coincidan en prima o precio se casarán automáticamente y se ejecutarán de acuerdo con el orden de prioridad que hemos señalado, pasándose, a continuación a registrarse la operación en el Registro del Mercado y comunicándose a *BME Clearing SAU* para su compensación y liquidación.

El horario ordinario de las sesiones de negociación, en Mercado, será determinado por Circular de *MEFF Exchange SAU*, pudiendo la autoridad reguladora del Mercado establecer modificaciones al mismo en base a circunstancias especiales que así lo aconsejen, las cuales deberán ser comunicadas a la CNMV y a *BME Clearing SAU*⁷⁰⁰.

La suspensión de la negociación de los respectivos contratos solo se podrá producir, conforme establece el Reglamento de *MEFF*

⁷⁰⁰ Según la información facilitada por *MEFF Exchange SAU*, en la actualidad, el horario ordinario del mercado es el siguiente:

- a) Futuros IBEX 35 y Mini IBEX: 8,00 a 20,00
- b) Futuros Bono: 8,00 a 17,35.
- c) Resto de productos: 9,00 a 17, 35.

A este respecto hay que tener en cuenta que cada viernes del mes, fin de trimestre (marzo, junio, septiembre y diciembre), se produce el vencimiento de futuros y opciones sobre índices y sobre acciones. Este día, conocido en la práctica bursátil, como la “cuádruple hora bruja” (en Estados Unidos, al no haber futuros sobre acciones, solo vencen futuros sobre índices y opciones sobre índices y acciones, se habla, en consecuencia, de “triple hora bruja”) debido al aumento que se da, tanto en los volúmenes negociados como en la volatilidad de los instrumentos negociados en el Mercado. En esas fechas, el inversor tiene que tomar la decisión de, o bien, cerrar la posición que tienen abierta, o bien, renovar la posición al siguiente vencimiento. Esta operativa, de traspasar la posición hacia delante, se conoce como *roll over*, y en virtud de la cual, se procede a vender la posición antes del vencimiento, con lo cual se cierra el contrato, y, al mismo tiempo, se vuelve a comprar la misma posición. Ello origina que la semana en que se produce el vencimiento de los contratos aumente, de forma considerable, los volúmenes negociados, lo que, a su vez, ocasiona un incremento considerable de la volatilidad de los precios de los productos contratados.

*Exchange SAU*⁷⁰¹, en los casos de fuerza mayor, en los supuestos de inobservancia de las normas previstas en el citado Reglamento, o cuando fuera necesario para la protección de *MEFF Exchange SAU*, de los respectivos Miembros o del propio Mercado o de sus respectivos participantes en el mismo. Dicha suspensión solo podrá acordarla *MEFF Exchange SAU* en los casos de fuerza mayor o incidencias técnicas notorias, además de los supuestos comentados anteriormente de grave perjuicio para la Entidad, sus Miembros, el propio Mercado o sus participantes.

En todos los casos anteriores, tanto si se refiere la suspensión de un contrato en particular, como a todo el Mercado, *MEFF Exchange SAU* lo deberá comunicar a la CNMV y, en su caso, a la respectiva *ECC*. La citada CNMV podrá acordar, cuando lo estime pertinente, el levantamiento de la suspensión.

Por último, el Reglamento de *MEFF Exchange SAU* impone⁷⁰², la obligación de publicar y difundir la información general en el Mercado. A estos efectos distingue la información *pre-negociación* de la información *post-negociación*. Respecto de la primera de ellas, deberá difundir la siguiente información:

- a) Los precios de compra y venta que en cada momento se vayan introduciendo en el Mercado.
- b) La profundidad de las posiciones de negociación⁷⁰³.
- c) Las informaciones correspondientes a la regularización de las incidencias producidas como consecuencia de una o varias disconformidades con las actuaciones realizadas en el mercado.

Respecto a la información a facilitar *post-negociación* el Reglamento exige que se informe sobre las siguientes cuestiones:

- El precio de transacción de las distintas operaciones ejecutadas en la sesión.

⁷⁰¹ Artículo 11 del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁷⁰² Artículo 10 del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018.

⁷⁰³ Por “profundidad del mercado” se entiende los volúmenes, primas y precios respectivos, existentes en cada momento para el activo negociado, en base a las órdenes introducidas y pendientes de ejecución.

- El volumen que se haya negociado en las distintas operaciones cruzadas.
- La fecha y la hora en que se han ejecutado las operaciones.
- Todas aquellas cuestiones ocurridas en la sesión y que la Autoridad del Mercado considere relevantes o que se establezcan como publicables en las Condiciones Generales del Mercado.

A su vez, el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre introduce, respecto de la contratación electrónica, un nuevo precepto, el artículo 19 ter y, a su vez, da una nueva redacción al artículo 34, ambos normas referidas al Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, que aquel modifica (Disposición final cuarta).

En este sentido, el primero de los preceptos apuntados⁷⁰⁴ insiste en una de las principales preocupaciones de la legislación contenida en la legislación conocida como MIFID II, consistente, básicamente, en asegurarse que los clientes de las empresas de asesoramiento e inversión, particularmente los denominados clientes minoristas, gozan, frente a estas entidades, de la suficiente protección respecto de este sistema de contratación conocido como contratación por vía electrónica. Para ello, en el nuevo artículo 19 ter del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, permite que sea el órgano administrativo correspondiente, en este caso el Ministerio de Economía y Competitividad, el que por normas, con rango de simples órdenes ministeriales, pueda dictar las disposiciones necesarias para el cumplimiento de dicha finalidad.

Por lo que respecta al segundo de los preceptos comentados⁷⁰⁵, viene a definir lo que se entiende como “acceso electrónico

⁷⁰⁴ El nuevo artículo 19 ter señala, respecto a la contratación electrónica, que “con arreglo a lo que establezcan las normas que, con carácter general regulan la contratación por vía electrónica, se habilita a la persona titular del Ministerio de Economía y Empresa para que mediante orden regule las especialidades de la contratación de servicios de inversión de forma electrónica, garantizando la protección de los legítimos intereses de la clientela y sin perjuicio de la libertad de contratación que, en sus aspectos sustantivos y con las limitaciones que pudieran emanar de otras disposiciones legales, deba presidir las relaciones entre las empresas de servicios de inversión y su clientela”.

⁷⁰⁵ La nueva redacción dada al artículo 34 del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre señala:

1. “Se considera acceso electrónico directo un acuerdo por el que un miembro o participante o cliente en un centro de negociación permite que una persona utilice su código de negociación para transmitir órdenes electrónicas acerca de un instrumento financiero directamente al centro de negociación. Quedan incluidos los acuerdos que implican que la citada persona utilice la infraestructura del miembro o participante o cliente, o cualquier sistema de conexión de su propiedad, para la transmisión de las órdenes (acceso directo al mercado) y los acuerdos en los que dicha infraestructura no es utilizada por la persona (acceso patrocinado).

directo”, definiéndolo como aquel por el que una persona (Miembro, participante o cliente) permite utilizar, previa autorización de aquella contenida en un acuerdo suscrito al efecto, su código de negociación a otra persona para que pueda transmitir órdenes, de tipo electrónico, a la plataforma o centro de negociación correspondiente, referidas a los distintos instrumentos o productos financieros negociados en la misma. Mediante este sistema, el inversor, en tiempo real, tiene acceso electrónico directo al mercado, sin necesidad de que la orden sea previamente introducida y validada por una Sociedad o Agencia de Valores. Con ello, se consigue dotar a la tramitación de las órdenes de mayor agilidad y rapidez en cuanto a su posible ejecución⁷⁰⁶. No obstante, el poder acceder directamente al mercado sin pasar por la correspondiente ESI (Agencia o Sociedad de Valores, las cuales debe proporcionar el *software* necesario para tal fin) supone prescindir de un filtro importante que permite conocer, en cada momento que es lo que está llegando al mercado. Por ello se exige que las ESI’s que faciliten el acceso, a este sistema de acceso electrónico directo, lo pongan en conocimiento de la CNMV con objeto de que esta última pueda controlar y requerir, en su caso, a las ESI’s que lo permitan los datos y registros necesarios respecto de la contratación efectuada por esta vía, para que en todo momento pueda cumplir con sus facultades de supervisión que tiene encomendada.

2. Las empresas de servicios de inversión autorizadas en España que proporcionen acceso electrónico directo a un centro de negociación lo notificarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la autoridad competente del Estado miembro en el que esté establecido el centro de negociación. Las empresas de servicios de inversión autorizadas en otro Estado miembro que proporcionen acceso electrónico directo a un centro de negociación establecido en España lo notificarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir a las empresas que faciliten acceso electrónico directo a un centro de negociación que proporcionen, regularmente o cuando esta lo determine, una descripción de los sistemas y controles a que se refiere el apartado primero, así como pruebas de su aplicación. En el caso de que el centro de negociación esté establecido en otro Estado miembro y así se lo solicite la autoridad competente de dicho Estado miembro, la Comisión Nacional del Mercado de Valores le comunicará sin demora indebida la información recibida por parte de la empresa de servicios de inversión.

4. La empresa de servicios de inversión adoptará las medidas necesarias para conservar registros relativos a los aspectos a que se refiere este artículo y se asegurará de que dichos registros sean suficientes para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores pueda supervisar el cumplimiento de los requisitos del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y este real decreto.

5. Las empresas de servicios de inversión deberán cumplir las obligaciones previstas en este artículo, de conformidad con los artículos 19 y siguientes del Reglamento Delegado (UE) 2017/589 de la Comisión, de 19 de julio de 2016. Sección 3.^a Gobierno corporativo.

⁷⁰⁶ Sistema, este, de necesaria utilidad en la negociación algorítmica y en los programas especiales computarizados de ejecución de órdenes de compra y venta de forma masiva, los cuales, nacidos originariamente en Estados Unidos, nos merecen, en nuestra opinión, un juicio altamente desfavorable ya que su utilización supone un aumento importante de la volatilidad del mercado, dando lugar, asimismo, a unas distorsiones, altamente bruscas y elevadas, en la tendencia del mismo.

B) Particularidades de la contratación electrónica mediante algoritmos y negociación de alta frecuencia, conocida como High Frequency Trading (HFT)

El Diccionario de la Lengua Española⁷⁰⁷ define el algoritmo bien, como “el conjunto ordenado y finito de operaciones que permite hallar la solución de un problema o, también como el método y anotación en las distintas formas de cálculo”. En definitiva, no es más que una fórmula matemática, más o menos compleja. Pues bien, la denominada negociación algorítmica es la aplicación de este tipo de fórmulas matemáticas, altamente complejas, a los mercados donde se negocian y contratan productos e instrumentos financieros⁷⁰⁸.

Conviene precisar que la utilización de los algoritmos en la contratación en el mercado viene diseñada en una doble vertiente. Por una parte, las fórmulas algorítmicas se configuran de forma que produzcan y lancen al mercado órdenes de compra o venta en el mismo momento que detectan determinados condicionante del mercado que han sido, previamente, parametrados en la fórmula⁷⁰⁹. Por otro lado, la utilización de estas fórmulas matemáticas utilizada conjuntamente con la llamada negociación de alta frecuencia, conocida por sus siglas, en inglés *High Frequency Trading (HFT)*, la cual, cuando se producen las señales previamente configuradas en los algoritmos diseñados, permite, mediante la utilización del *software* y el *hardware* informático adecuado, enviar al mercado, de forma automática y en masa, una extraordinaria cantidad de órdenes en fracciones de tiempo extraordinariamente pequeñas (milisegundos). Por ello, como afirma⁷¹⁰, en tanto que la negociación algorítmica es necesario definir unas específicas estrategias de negociación, las cuales se incluyen en las fórmulas algorítmicas, en la *High Frequency*

⁷⁰⁷ Diccionario de la Lengua Española, Real Academia Española, vigésima primera edición, Madrid 1992, Editorial Espasa Calpe

⁷⁰⁸ La aplicación de los algoritmos, a la contratación en los mercados, es relativamente reciente. Como tantas otras novedades introducidas en los mercados, comenzó a aplicarse en Estados Unidos. Fue como consecuencia de la autorización que, el año 1998, concedió la *Security and Exchange Commission* (organismo encargado de la regulación de los mercados en dicho país conocido como *SEC*), la contratación electrónica de alta frecuencia, empezando a aplicarse en los mercados al comienzo del siglo XXI, teniendo un fuerte desarrollo de forma inmediata. NYSE tiene declarado que el incremento que se produjo en esta forma de negociación creció un 164% solamente en el período comprendido entre el año 2005 y 2009, siendo los denominados *hedge funds* los principales impulsores de este tipo de contratación conocida como *High Frequency Trading (HFT)*.

⁷⁰⁹ Por ejemplo, cuando el índice bursátil del mercado en que la entidad está operando alcanza o pierde un determinado nivel.

⁷¹⁰ SÁNCHEZ MONJO, Miguel y PINEDA MARTÍNEZ Ana: “La denominada negociación automatizada de alta frecuencia (*High Frequency Trading*). Revista de Derecho del Mercado de Valores nº12 (enero-junio), 2013, Editorial Wolters-Kluwer-La Ley, págs. 227 a 244.

Trading (HFT), no hay ninguna estrategia de mercado, simplemente, supone la utilización y aplicación, en la contratación en los mercados regulados y las plataformas de contratación autorizadas, tecnologías informáticas avanzadas⁷¹¹. A este respecto, se señala⁷¹² la forma de operar de estas empresas que utilizan esta tecnología puede ser de una doble manera:

- a) Bajo el sistema denominado *Direct Market Access*. Según el mismo, la entidad inversora tiene un acceso directo al mercado o plataforma de negociación mediante la utilización de los códigos de un Miembro e introduce las órdenes en los sistemas internos del mismo y, automáticamente, la entidad Miembro los reenvia, en tiempo real a la plataforma de negociación o mercado regulado.
- b) Mediante el sistema llamado *Sponsored Access* o acceso patrocinado, por el cual el cliente de un Miembro de una plataforma de negociación o mercado regulado es “esponsorizado” por dicho Miembro, de tal forma que dicho inversor puede operar de forma directa en la plataforma, introduciendo las correspondientes órdenes sin ser miembros de la misma y sin utilizar, para enviar las órdenes, los sistemas informáticos del Miembro pero si el código de identificación de este.

Este sistema de negociación, como es evidente tiene sus admiradores y sus detractores. Respecto a los primeros, indican que con estos sistemas se consigue que el mercado sea más eficiente por cuanto los precios negociados en las distintas plataformas donde se contrate el producto tienden a igualarse en período de tiempo real. Al mismo tiempo, se indica, se consigue fomentar la competencia entre las distintas plataformas de negociación, en cuanto a los requisitos de las órdenes para contratar y a la liquidación de las operaciones realizadas.

Respecto de los segundos los detractores, entre los que nos encontramos, estos sistemas no hacen sino distorsionar el mercado por cuanto alteran el funcionamiento normal del mismo⁷¹³. En este sentido, creemos, que los sistemas algorítmicos de negociación de alta frecuencia fomenta la volatilidad del mercado habida cuenta de que la introducción masiva de órdenes, en un momento dado, puede dar lugar a quebrar la normal

⁷¹¹ Habitualmente las empresas que se dedican a esta especialísima técnica de contratación operan, siempre, por cuenta propia como “creadores de mercado” en los activos o instrumentos en los que operan y, al mismo tiempo, actúan como “arbitrajistas” en dichos productos, respecto a los distintos precios que se producen, para un mismo activo, en las distintas plataformas de negociación en los que operan.

⁷¹² SÁNCHEZ MONJO, Miguel y PINEDA MARTÍNEZ Ana: Óp. cit. pág. 231.

⁷¹³ Así se puso de manifiesto, en la Bolsa americana, el 6 de mayo de 2010, jornada conocida en el mundo bursátil con el nombre de *Flash Crash*. En dicha fecha el índice *Dow Jones Industrial Average* tuvo la mayor bajada, en puntos, producida intradía para a continuación, recuperar en poco tiempo lo perdido. Esta distorsión, en los precios del mercado en tan poco tiempo, es atribuida al empleo de los sistemas algorítmicos de negociación de alta frecuencia.

tendencia del mismo, con lo cual las oscilaciones de los precios pueden ser muy acusadas⁷¹⁴. Este tema pone la cuestión que estamos debatiendo en relación a si el empleo de estos métodos de negociación no pueden ocasionar el llamado “abuso de mercado” por parte de terminados inversores institucionales en detrimento de los clientes individuales minoristas siendo, en consecuencia, que las autoridades supervisoras de los mercados pongan especial celo en evitar situaciones que eviten posibles manipulaciones de los mismos.

En este sentido *ESMA* ha tenido muy presente en vigilar y tratar de poner límites a estos sistemas de negociación⁷¹⁵. Las nuevas normas vigentes, por las que se transpone la legislación conocida como MIFID II, han introducido diversas novedades en cuanto a la contratación de los derivados financieros en esta materia. Nos referiremos, en primer lugar, a la llamada “contratación algorítmica”, contemplada en el artículo 10 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre en la que se señalan cuales son las condiciones con que deben contar los mercados regulados en cuanto a la identificación de las órdenes confeccionadas y cursadas a través de este procedimiento⁷¹⁶. A su vez, el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, además de dar una nueva redacción al artículo 195 del TRLMV, introduce un nuevo artículo, el 195, bis), recogiendo, en ambos, los requisitos que deben cumplir las ESI's que se dediquen a la negociación algorítmica. El primero de los preceptos, artículo 195, establece respecto de este tipo de negociación algorítmica, cuales son las obligaciones que deben asumir las empresas de servicios y actividades de inversión que se dediquen a este tipo de actividades, entre las que destaca la necesidad de disponer de los sistemas y controles de riesgo adecuados para que dichas entidades puedan cumplir con las especificaciones establecidas en las disposiciones relativas a la ejecución de las órdenes por este procedimiento y que, dichos sistemas, hayan sido suficientemente testados, con anterioridad, su utilización en el mercado, garantizando que cumplen los requisitos

⁷¹⁴ En contra, hay opiniones que piensan que estos sistemas reducen la volatilidad de los mercados por cuanto, piensan, que reducen las oscilaciones bruscas de los precios haciendo que puedan descender o subir más suavemente.

⁷¹⁵ En este sentido debemos afirmar que las autoridades, a ambas partes del océano Atlántico, están tomando medidas para reglamentar, controlar y supervisar estos sistemas de contratación. Cosa distinta es la situación en el área Asia Pacífico, al no existir ningún tipo de organismo supranacional que permita reglamentar estas actuaciones para los distintos países que componen dicha zona.

⁷¹⁶ A este respecto el citado artículo 10 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, indica, como condiciones que deben reunir los mercados regulados para identificación de este tipo de órdenes, las siguientes:

- a) Poder identificar con precisión las órdenes generadas por medio de la contratación algorítmica.
- b) Los diferentes tipos o clases de algoritmos utilizados para la confección de las órdenes
- c) Las personas concretas que hayan iniciado esas órdenes.

establecidos por las disposiciones vigentes⁷¹⁷. El nuevo artículo 195 bis, establece, a su vez, las condiciones que dan lugar para entender que la ESI está, mediante la negociación algorítmica, siguiendo una estrategia de “creador de mercado” siempre, que a este respecto, esté negociando por cuenta propia y facilite, simultáneamente, cotizaciones de compra y venta de magnitud comparable y a precios competitivos en relación con algún instrumento financiero. Al mismo tiempo, el precepto exige, entre otras cosas, que las ESI’s que desarrollen estas actividades de negociación algorítmica en relación con su estrategia de creadores de mercado, suscriban con la plataforma o centro de negociación donde desarrollen su actividad, “un acuerdo vinculante” en donde se concreten las obligaciones de la ESI correspondiente, en relación con una serie de pormenores respecto a la negociación en el mercado⁷¹⁸. Por otra parte, esta forma de negociación ha

⁷¹⁷ El artículo 195 del TRLMV, en la nueva redacción dada por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre establece los mecanismos que deben implantar las empresas de servicios y actividades de inversión que se dediquen a la negociación algorítmica entre los que destacan:

- a) Los sistemas y controles de riesgo adecuados a sus actividades y efectivos para garantizar que sus sistemas de negociación sean resistentes, tengan suficiente capacidad, se ajusten a los umbrales y límites apropiados y limiten o impidan el envío de órdenes erróneas o la posibilidad de que los sistemas funcionen de modo que pueda crear o propiciar anomalías en las condiciones de negociación,
- b) Los sistemas y controles de riesgo efectivos para garantizar que los sistemas de negociación no puedan usarse con ningún fin contrario al Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, o a las normas del centro de negociación al que está vinculada; y
- c) Unos mecanismos efectivos que garanticen la continuidad de las actividades en caso de disfunción de sus sistemas de negociación.

Asimismo, se asegurarán de que sus sistemas se hayan probado íntegramente y se supervisen para garantizar que cumplen los requisitos establecidos en este apartado.

Por otra parte el citado artículo del TRLMV, en su nueva redacción, remite al correspondiente desarrollo reglamentario todo lo relativo a:

- a) La obligación de notificar esta actividad a la CNMV u otras autoridades supervisoras,
- b) Las facultades de la CNMV para exigir a las empresas de servicios y actividades de inversión autorizadas en España que le faciliten información sobre su actividad,
- c) La obligación de conservar los registros relativos a los aspectos a que se refieren este apartado; y
- d) La obligación de que las empresas de servicios y actividades de inversión que empleen técnicas de negociación algorítmica de alta frecuencia mantengan registros de sus órdenes.

⁷¹⁸ A su vez, el nuevo artículo 195 bis del TRLMV indica, sobre la negociación algorítmica como estrategia de creación de mercado, que se entenderá por tal cuando la empresa de servicios y actividades de inversión negocie por cuenta propia, su estrategia, como miembro o como participante en uno o varios centros de negociación, incluye el anuncio simultáneo de cotizaciones firmes de compra y venta de magnitud comparable y a precios competitivos en relación con uno o varios instrumentos financieros en un solo centro de negociación o en diferentes centros de negociación, proporcionando así liquidez al mercado con regularidad y frecuencia..

En este sentido el citado artículo 195 bis indica que las empresas de servicios y actividades de inversión que se dediquen a la negociación algorítmica para aplicar una estrategia de creación de mercado deberán, teniendo en cuenta la liquidez, la escala y la naturaleza del mercado específico y las características del instrumento negociado deben cumplir los siguientes requisitos:

sido desarrollada por el artículo 33 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero⁷¹⁹. Conforme al mismo, se establecen un conjunto de requisitos determinados, a cumplir por las ESI's que lleven a cabo esta forma de negociación en cualquier país de la Unión Europea, tanto se trate de entidades españolas como de cualquier otro país de ese espacio. En este sentido se otorga a la CNMV las más amplias facultades respecto a las facultades de control y supervisión de este tipo de actividades realizadas por las entidades anteriormente referidas⁷²⁰.

C) Sistema de “Operaciones Acordadas”:

Estas operaciones deben cumplir una serie de requisitos, tanto respecto al volumen mínimo exigido como al precio al que pueden realizarse para que sean aceptadas por *MEFF Exchange SAU*. Actualmente, después de la entrada en vigor el 3 de enero de 2018 de la legislación sobre MIFID II, esta clase de negociación viene regulada por la Circular de *MEFF Exchange SAU*, para el Segmento de Derivados Financieros, C-EX-DF-26/2018 y la Instrucción Operativa I-EX-DF-22/2018⁷²¹. Según se recoge

b) Llevar a cabo estas actividades de creación de mercado de manera continuada durante una proporción determinada del horario de negociación del centro de negociación, salvo en circunstancias excepcionales, de modo que se aporte liquidez de forma regular y previsible al centro de negociación,

c) suscribir un acuerdo vinculante por escrito con el centro de negociación donde se concreten, como mínimo, las obligaciones de la empresa de servicios y actividades de inversión en consonancia con lo dispuesto en el apartado anterior; y

c) contar con sistemas y controles efectivos que garanticen el cumplimiento en todo momento de sus obligaciones en virtud del acuerdo al que se refiere la letra b).

⁷¹⁹ En la nueva redacción dados, a los mismos, por 1464/2018 de 21 de diciembre.

⁷²⁰ El artículo 33 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero en la redacción dada al mismo, por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre viene a desarrollar, reglamentariamente, el contenido del artículo 195 del TRLMV, señalando, a este respecto, los requisitos que deben cumplir, de carácter administrativo, ante la CNMV, las empresas de servicios y actividades de inversión que se dediquen a la contratación algorítmica. La citada CNMV deberá llevar a cabo una especial función supervisora tanto de los parámetros de negociación aplicados por la ESI en cuestión, como de los controles que esta última venga aplicando.

Igualmente, indica el citado artículo 33, que para la determinación de lo que debe entenderse por técnicas de negociación de alta frecuencia habrá de estarse a lo previsto en el artículo 19 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

⁷²¹ En relación con las operaciones acordadas directamente entre Miembros (o entre titulares de Miembros) y Operaciones Intermediadas en el Segmento de Energía existe una Instrucción Operativa específica: I-EXE-ENE-09/2018.

en las mismas, este tipo de contratación se basa en las denominadas “aplicaciones”⁷²², exigiéndose, en este tipo de operaciones, respecto al precio pactado que sea un precio de mercado y, en relación con su volumen, que este se encuentre por encima de los umbrales establecidos por *ESMA*⁷²³.

El nominal necesario, para este tipo de contratación en derivados, como “operación acordada”, vendrá determinado por las normas establecidas al respecto tanto en contratos de Futuros como en contratos de Opciones⁷²⁴.

Como hemos indicado, solo se podrán comunicar a la Autoridad del Mercado aquellas operaciones acordadas cuyo volumen sea un número de contratos equivalente a un nominal mayor que los umbrales publicados por *ESMA* (*Large in Scale, LIS, pre negociación*). En este sentido la Instrucción Operativa I-EX-DF-22/2018 establece, con objeto de facilitar la negociación a los correspondientes Miembros, señala unas referencias del *LIS*, tanto *Pre-negociación*, como *Post-negociación*, para los precios de los futuros como para los precios de ejercicio de las opciones, indicando, a este respecto, una guía orientativa en relación al número mínimo de contratos necesarios para poder comunicar una “operación o aplicación concertada o acordada”⁷²⁵.

Las “operaciones acordadas” se podrán realizar, en los términos previstos, tanto antes de la apertura del mercado del producto sobre el que se solicita el registro, durante el tiempo de contratación de este, como hasta una hora después del cierre del mismo.

⁷²² Reciben, en la práctica bursátil, la denominación de “aplicaciones” las transacciones que se mandan al Mercado previamente, “casadas” entre comprador y vendedor.

⁷²³ Particularmente, umbrales conocidos como el denominado *LIS pre-negociación (Large in Scale)*, definidos, respecto a la clase de activo subyacente y al nominal del mismo, concepto, este, que analizaremos mas tarde. De esta forma *MEFF Exchange SAU* rechazara, la contratación por este sistema, de todas aquellas operaciones que no superen los umbrales previamente establecidos.

⁷²⁴ El nominal en las “operaciones acordadas”, en materia de derivados, para determinar la posibilidad de cerrar la operación por este procedimiento, vendrá determinado de la siguiente manera:

Futuros: Precio x volumen x multiplicador.

Opciones: Precio de ejercicio x número de contratos x multiplicador.

⁷²⁵ Por otra parte, la transparencia de estas operaciones, una vez realizada la operación, vendrá dada por lo que soliciten las correspondientes contrapartidas dentro de lo establecido, por la respectiva Circular, dentro del apartado establecido en la misma, respecto a la información a facilitar *post-negociación* de estas operaciones en relación al segmento de derivados financieros.

D) Sistema de Request for Quote-RFQ (Cotización Bajo Petición).

La legislación conocida como MIFID II ha introducido un nuevo sistema de contratación, conocido por sus siglas en inglés como *Request for Quote (RFQ)*. Según el mismo, se establece la posibilidad de contratar derivados en un nuevo sistema de cotización, bajo petición, cuando el tamaño de la operación no pueda ser aceptada como operación acordada.

En términos generales, este nuevo sistema puede ser utilizado por cualquier participante del Mercado y él (solicitante) es el que decide a quien va destinada su solicitud (destinatarios) teniendo conocimiento, estos últimos, quien es el citado solicitante, pero no, quien son los otros destinatarios a los que se les ha enviado la solicitud. El resto del mercado no tiene conocimiento de la existencia de esta operación (*RFQ*). A continuación, los destinatarios enviarán, cada uno, sus respectivas órdenes al solicitante sin tener conocimiento entre ellos de las órdenes del otro. Seguidamente, a requerimiento del solicitante, se procederá a publicar el *RFQ* haciéndose visible, para todo el Mercado las órdenes introducidas, pero sin identificar las contrapartidas (“mercado ciego”). Posteriormente, el solicitante puede escoger la orden u órdenes que quiera sin necesidad de que sean la de mejor precio. El final del *RFQ* lo decide dicho solicitante escogiendo la orden que considere más adecuada sin permitir, desde ese momento, más negociaciones⁷²⁶.

III) LAS CLASES DE ÓRDENES EN LA CONTRATACIÓN DE LAS OPERACIONES.

Respecto de las órdenes bursátiles el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de diciembre establece algunas novedades significativas en

⁷²⁶ No obstante, lo anterior *MEFF Exchange SAU*, en este sistema de negociación, permite excepciones a la publicación de las órdenes que se concretan en las siguientes:

1º.- Toda orden cuyo nominal esté por encima del *LIS (Large in Scale)* no será mostrada.

2º.- Las órdenes, cuyo nominal esté por encima del *SSTI (Specific Size to the Instrument)* y por debajo del *LIS (Large in Scale)*, se utilizarán para calcular un precio medio ponderado para compras y otro para ventas, los cuales se publicarán.

3º.- Las órdenes cuyo nominal esté por debajo del *SSTI* serán objeto de publicación normal.

Sobre el funcionamiento del sistema *Request for Quote* (cotización bajo petición) y las excepciones a su publicación puede consultarse:

[http://www.mveff.es/docs/docsSubidos/MiFID_eng/MEFF_New_Request_for_Quote_Trading_System_\(RFQ\).pdf](http://www.mveff.es/docs/docsSubidos/MiFID_eng/MEFF_New_Request_for_Quote_Trading_System_(RFQ).pdf)

relación a la gestión y ejecución de las mismas⁷²⁷. Así, se intenta mejorar la protección del inversor minorista, estableciéndose la obligación, por parte de las ESI's, de facilitar al cliente la posibilidad de comparar distintos centros de contratación y ejecución de las ordenes, con objeto de poder determinar cual es el mejor resultado posible respecto a dicha ejecución. En el mismo sentido, en relación a dicho tema de ejecución de órdenes, se impone la prohibición de que las ESI's puedan recibir ningún tipo de remuneración, descuento o beneficio alguno, aunque sea de carácter no monetario, por dirigir las órdenes a un centro de negociación determinado. Además, se establece la obligación, por parte de las ESI's, de publicar anualmente los cinco principales centros de negociación con los que trabajan, teniéndose que acompañar, a dicha publicación, una memoria sobre la calidad de ejecución de los distintos centros en que se haya operado y haya sido constatada. En igual sentido, se establece la obligación de que las entidades informen a sus clientes sobre la política que desarrollan en la ejecución de las órdenes, así como que obtengan, con carácter previo, el consentimiento de dichos clientes y en el caso en que una entidad ejecute órdenes al margen de un centro de negociación, los clientes deberán conocer tal circunstancia y prestar su consentimiento expreso y previo a la ejecución de las mismas.

A su vez, la reglamentación específica de *MEFF Exchange SAU* establece una serie o tipos de órdenes, de distintas clases que vamos a ver a continuación. Todas están basadas en el contrato de compraventa, o en su caso, el contrato de opción⁷²⁸. Así podemos distinguir, conforme a las normas de *MEFF Exchange SAU* siguientes:

A) Orden denominada “por lo mejor”⁷²⁹:

Según *MEFF Exchange SAU* en los contratos de Futuros sobre el IBEX 35 y contratos sobre el BONO 10 (bono nocional de Deuda Pública), para el próximo vencimiento, una orden por lo mejor de compra

⁷²⁷ Artículos 221, 221 bis, 222, 222 bis, 223 y 224, según la nueva redacción introducida en el TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de diciembre.

⁷²⁸ La regulación de las distintas clases de órdenes admitidas por *MEFF Exchange SAU* a negociación en el mercado se contiene, en la actualidad, en la Circular C-EX-DF-07/2018 (la cual ha venido a sustituir a la Circular C-EX-D -07/2013), la cual incorpora los tipos de órdenes de respuesta correspondientes al Sistema de Cotización Bajo petición (*RFQ*)*-Request for Quote*.

⁷²⁹ Según establece el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de diciembre, en la nueva redacción dada al artículo 223, número 2º del TRLMV, “cuando se trate de órdenes de clientes minoristas que no hubieran dado instrucciones específicas, el mejor resultado posible se determinará en términos de contraprestación total, compuesta por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las comisiones del centro de ejecución, las de compensación y liquidación y aquellas otras pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden”.

supondrá lanzar al mercado una orden con un precio límite de ejecución igual al precio del último vencimiento más el filtro de precio configurado⁷³⁰. A su vez, una orden de venta, para el próximo vencimiento, por lo mejor, será una orden lanzada al mercado limitada a un precio igual al último menos el filtro de precio configurado.

Para el resto de vencimientos, una orden de compra por lo mejor supondrá estar limitada, en cuanto a su ejecución, a un precio límite igual al precio último del primer vencimiento más el precio de cierre del *time spread* más, a su vez, el precio del filtro configurado. Por otro lado, una orden de venta tendrá un precio límite igual al último del primer vencimiento más el precio de cierre del *time spread* menos el filtro del precio configurado.

En los contratos de *Time Spread*⁷³¹ sobre IBEX 35, sobre acciones y sobre el Bono 10, el precio de la orden será el último precio cruzado, más o menos, el filtro configurado, según estemos en presencia de una orden de compra o venta.

En los contratos de Futuros sobre Acciones, el precio de la orden, en cualquier vencimiento, será el precio teórico calculado en el momento del cruce, más o menos también, el precio del filtro configurado, según sea orden de compra o venta.

En los contratos de Opción, una orden de compra, por lo mejor, estará limitada al precio último del contrato de Opción más el precio del filtro configurado. A su vez, una orden, por lo mejor, de venta será una orden limitada a un precio límite al precio último del contrato de opción menos el filtro de precio configurado.

En cualquier tipo de contrato, si al introducir la orden “por lo mejor”, de compra no existiera precio de venta, y viceversa, o si el precio existente de la contrapartida estuviera más alejado que el precio límite de la orden limitada lanzada la orden “por lo mejor” quedaría anulada.

⁷³⁰ Parámetros definidos en la Instrucción Operativa I-EX – DF-XX/2018, donde se establecen en porcentaje, los parámetros del filtro de precio por grupos de contratos y subyacentes).

⁷³¹ Según la Circular C-EX-DF-14/2016 de *MEFF Exchange*, sobre Derivados Financieros, que recoge las normas y procedimientos para la negociación de los denominados *Time Spreads*, a través del sistema electrónico de negociación. Se entiende por el citado *Time Spread* lo siguiente:

- a) Respecto de un comprador de un *Time Spread*: es la compra de un futuro de vencimiento más cercano y la venta, simultáneamente, del futuro de vencimiento más lejano.
- b) Respecto del vendedor de un *Time Spread*: es la venta de un futuro de vencimiento más cercano y la compra, simultáneamente, del futuro de vencimiento más lejano.

Si la orden por lo mejor pudiera provocar la denominada “subasta de volatilidad”⁷³², se ejecutaría hasta el precio que hiciera saltar la subasta (sin tocarlo), el contrato entraría en subasta y el resto de volumen quedaría pendiente⁷³³.

⁷³² Se produce una “subasta de volatilidad” cuando existen fluctuaciones excesivas en los precios de los activos negociados que superan los límites de los llamados rango estadístico o rango dinámico. El rango estadístico se fija, previamente, en la denominada “subasta de apertura”. El rango dinámico se determina como consecuencia de dos contrataciones o negociaciones sucesivas de un mismo valor. Ambos son fijados en porcentajes máximos de oscilación de precios. Ello lleva consigo, cuando se exceden dichos porcentajes, suspender temporalmente la cotización del valor, que haya superado dichos límites, por un plazo de cinco minutos. La “subasta de volatilidad” tiene por objeto dar estabilidad a los precios producidos, en un momento dado de la contratación, como consecuencia de una excesiva oscilación de los mismos. En este sentido, no hay que confundir este instrumento, del que dispone la autoridad del mercado, con la suspensión temporal de la cotización de un valor acordada, también, por la autoridad del mercado, como consecuencia de circunstancias extraordinarias sobrevenidas y que lleva aparejado la imposibilidad de negociar dicho valor durante el tiempo que la cotización esté suspendida.

A este respecto, como hemos indicado, se define como rango estático la variación máxima (tanto al alza como a la baja) en el precio producida en la cotización del valor en la subasta de apertura. Por otro lado, se entiende como rango dinámico la variación máxima porcentual en la cotización de un valor en dos negociaciones consecutivas. En este sentido el precio dinámico es el último precio negociado de un valor después de la ejecución de cada orden.

⁷³³ Las condiciones para la gestión de la volatilidad vienen recogidas en el artículo 16 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 diciembre en el que se indica:

1. “Los mercados regulados interrumpirán o limitarán temporalmente la negociación si se produce una fluctuación significativa del precio de un instrumento financiero en dicho mercado o en un mercado conexo durante un breve período, y, en casos excepcionales, podrán cancelar, alterar o corregir cualquier operación.
2. Los mercados regulados establecerán en sus normas internas de funcionamiento parámetros para interrumpir la negociación que cumplan los siguientes requisitos:
 - a) Que sean adecuadamente calibrados de forma que tengan en cuenta la liquidez de las diferentes clases y subclases de activos, la naturaleza del modelo de mercado y los tipos de usuarios.
 - b) Que sean suficientes para impedir perturbaciones significativas en el correcto funcionamiento de la negociación.
3. Los mercados regulados establecerán reglas para la reanudación de la negociación tras su interrupción.
4. Los mercados regulados informarán sobre los parámetros para interrumpir la negociación y sobre cualquier modificación importante de dichos parámetros, de manera coherente y comparable, a la CNMV, quien, a su vez, informará a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante AEVM) al respecto.
5. Cuando un mercado regulado importante en términos de liquidez en dicho instrumento financiero interrumpe la negociación de un instrumento financiero, el centro de negociación informará inmediatamente a la CNMV sobre dicha interrupción, los detalles del instrumento financiero y las razones de la decisión.
6. Los mercados regulados dispondrán de los sistemas y procedimientos necesarios para garantizar que están en condiciones de cumplir con la obligación establecida en el apartado anterior, con el fin de posibilitar que las autoridades competentes en caso de resultar necesario puedan coordinar una respuesta a escala del conjunto del mercado y determinar si conviene interrumpir la negociación en

B) Orden denominada “Limitada”⁷³⁴.

Admite, a su vez, dos variantes:

- *Orden simplemente limitada*: En ella el Cliente, a través del Miembro, establece un precio máximo de compra o un precio mínimo de venta, así como el volumen que se desea negociar. Permanecerá en el sistema, hasta que se consiga casar al precio deseado, se anule por el operador o termine la sesión sin ejecutarse.
- *Orden limitada inmediata*: Igual que el anterior, el cliente a través de un Miembro fijará un precio máximo de compra un precio mínimo de venta y el volumen que se desea negociar. Si se realiza parcialmente, el resto de la orden, no ejecutada, se cancela inmediatamente en la cuantía pendiente no ejecutada. Por tanto, si no se ejecuta, al mismo tiempo, la totalidad de la orden el resto de la misma queda cancelada.

C) Orden denominada “STOP Limitada”.

En este tipo de órdenes el cliente, a través del Miembro, fija los volúmenes a negociar, tanto de compra como de venta, y el precio al que

otros centros en los que se negocie el instrumento financiero hasta que se reanude la negociación en el mercado originario.

7. A los efectos de lo dispuesto en el apartado 5, los mercados regulados importantes en términos de liquidez en un instrumento financiero se determinarán de conformidad con la normativa de desarrollo de la Unión Europea”.

A su vez los artículos 20, 21 y 22 del Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, respecto de la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros distingue entre la suspensión y exclusión efectuada por el organismo rector del mercado de la realizada por la CNMV y, en este sentido, la CNMV acordará la suspensión o exclusión de la negociación de los derivados contemplados en los apartados 4 a 10 del anexo I de la sección C de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo de 2014, que estén vinculados o hagan referencia al instrumento financiero, cuando esto sea necesario para apoyar los objetivos de la suspensión o exclusión del instrumento financiero subyacente”.

⁷³⁴ En relación a la ejecución de las órdenes limitadas el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de diciembre establece, en su artículo 223, que “cuando un cliente de instrucciones específicas sobre la ejecución de su orden, la empresa ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica”.

quiere realizarse⁷³⁵. La orden se realizará cuando el precio del mercado alcance o supere (si es al alza) o iguale, o sea inferior (si es a la baja) el precio de disparo⁷³⁶.

D) Orden denominada “Todo o Nada”.

Es un caso particular de la “*Orden Limitada Inmediata*”. Exige que se ejecute la totalidad del volumen por el que se lanza la orden. Si, tanto los volúmenes como el precio al que se lanza la orden no se ejecutan simultáneamente, la orden queda cancelada automáticamente.

E) Orden denominada “De Ataque”.

Es otro caso particular de la “*Orden Limitada Inmediata*” donde la especialidad consiste en que el operador del Mercado no fija el precio, sino que es la terminal informática la que lo selecciona automáticamente en el momento de su introducción, buscando la mejor contrapartida existente en ese momento. Si el precio de la contrapartida, en el momento en que la orden llega al sistema, varía *en contra*, es decir, si aumenta y la orden es de compra o disminuye si la orden es de venta, la orden se anulará. En el caso contrario, es decir si la variación del precio *beneficia* a la orden introducida, esta se ejecutará al mejor precio posible dentro de los existentes, aunque sea parcialmente, hasta que la misma se complete.

⁷³⁵ Las “órdenes Stop”, a su vez, admiten dos variantes:

1º.- La que hemos visto como “orden stop limitada” en la que se fija el volumen a negociar, el precio de disparo y el precio límite y, en consecuencia, cuando el precio de mercado llegue al precio de disparo se emitirá una orden al precio límite por el volumen solicitado y que, sustancialmente, se comportan como “órdenes limitadas”, por arriba, si es compra, o, por abajo, si es venta.

2º.- Las denominadas órdenes con “stop dinámico”, en las que la condición de disparo no viene determinada por un precio fijo sino por un porcentaje de variación de tal forma que el precio de stop se va modificando en la medida que va variando la cotización del valor, con un límite que viene a representar el beneficio o la pérdida que queramos asumir. Este tipo de órdenes solo pueden realizarse sobre contratos de Futuros ya que en los contratos sobre Opciones no pueden ser utilizadas por la especial configuración de este derivado financiero”.

⁷³⁶ En la práctica bursátil, se denomina “precio de disparo” el precio al que se comienzan a activar las instrucciones contenidas en la orden introducida en el Mercado.

F) Orden denominada “A precio de subasta”.

Según este tipo de órdenes, solo se pueden “casar” en la subasta, interviniendo, dichas órdenes, en la determinación del precio y comportándose como órdenes al mejor precio de otras órdenes limitadas del mismo signo que si no son casadas en la citada subasta de apertura se anulan.

G) Orden denominada “Quote”.

Son órdenes que el cliente, a través del Miembro del Mercado, lanza al mismo de la siguiente forma: Simultáneamente, pone en el Mercado dos órdenes de signo distinto, una de compra y otra de venta, a diferente precio y volumen cada una de ellas, pero sobre el mismo vencimiento del contrato y, obviamente, sobre el mismo subyacente.

H) Clase de órdenes de respuesta en el sistema de cotización bajo petición (Request for Quote-RFQ).

Introducidas por la nueva Circular citada, viene a configurar un nuevo tipo de órdenes para la contratación bajo el sistema *RFQ*. En este sentido se distingue en la respuesta producida:

- a) Orden limitada en la respuesta al *RFQ*: Se produce cuando el operador del mercado fija un precio máximo de compra o mínimo de venta y el volumen a negociar. La orden queda almacenada en el sistema hasta su total ejecución o bien hasta su anulación por el operador que la introdujo. A este respecto cuando se cancela un *RQF* las órdenes, a que ha dado lugar, no son susceptibles de negociación posterior y quedan, automáticamente, anuladas.
- b) Orden de “todo o nada”⁷³⁷: El solicitante para formalizar la operación debe ejecutar la totalidad del volumen a que hace referencia la orden, así como al precio establecido. Si, ambos requisitos, no pueden satisfacerse conjuntamente y de forma simultánea la orden queda cancelada automáticamente.

⁷³⁷ Este tipo de órdenes funcionan, para este sistema de negociación, *RFQ*, de forma similar a la orden limitada inmediata vista anteriormente.

IV) LAS GARANTÍAS A PRESTAR EN LAS OPERACIONES SOBRE DERIVADOS FINANCIEROS.

A) Configuración jurídica de las garantías.

Las garantías son un instrumento imprescindible para las *ECC* como consecuencia de la exposición al riesgo que supone el tener que hacer obligatoriamente de contrapartida de las operaciones que se produzcan en el Mercado ya que, en el caso de que alguno de los contratantes no cumpliese, *BME Clearing SAU* o, en su caso la *Entidad de Contrapartida Central (ECC)* correspondiente, obligatoriamente, tendrían que asumir las consecuencias derivadas de ello. Como veremos más adelante, una de las garantías a constituir por los clientes y operadores, quizá la más importante, es la que viene determinada por el conjunto de posiciones que permanecen abiertas, en todo momento. En este sentido es imprescindible, habida cuenta del importante apalancamiento que se da en estos mercados, que haya una cierta proporcionalidad entre el coste que para el inversor representa la garantía y la necesaria cobertura de protección con que debe contar la Cámara frente a unos precios adversos.

La garantía, por tanto, no es mas que un depósito (en metálico o en los activos admitidos) que el cliente que contrata el derivado, a través de su empresa de servicios y actividades de Inversión (*ESI*), entrega, en nuestro caso a *BME Clearing SAU*, con objeto de que aquel garantice, de alguna forma, las obligaciones que contrae. En base a las posiciones abiertas, cada día, *BME Clearing SAU* actualizará esos depósitos en unas cantidades determinadas basadas en el coste que supondría asumir, en su totalidad, la posición que se encuentra abierta.

Estos depósitos, una vez ejecutado a su vencimiento el contrato, serán, bien devueltas a su depositante, bien deducidos de la diferencia que tuviera que satisfacer si el resultado, para el mismo, fuera negativo.

No obstante, no solamente existe, en estos mercados el riesgo del cliente-inversor, sino que los Miembros del Mercado, también, pueden incurrir en alguna situación de insolvencia e incluso, la Autoridad del Mercado debe tener la cobertura adecuada que le permita, siempre, cumplir con las especialísimas funciones que tiene encomendada. De aquí, que como veremos a continuación, la vigente legislación establece una pluralidad de sujetos a los que se les impone esta obligación.

B) Legislación aplicable, en el Mercado de Derivados Español, en materia de garantías a prestar.

Ha habido, con anterioridad, en nuestra legislación bursátil, diversos antecedentes en su normativa en que se exigían, en determinados tipos de contratación, garantías o coberturas a prestar.

Así el antiguo y derogado Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/ 1967 de 30 de junio⁷³⁸, establecía, en sus artículos 79 a 138, un sistema de garantías, llamado “régimen de coberturas”, en la denominada “contratación a plazo” la cual exigía, a través de los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa, a sus clientes determinadas coberturas monetarias que pasaban a quedar depositadas en la entidad Rectora del Mercado existente en su momento, que en aquella época eran las Juntas Sindicales⁷³⁹.

Con posterioridad, la OM de 10 de abril de 1981, estableció el llamado “sistema de crédito al Mercado”, según el cual no era necesario disponer de todo el importe que para un comprador suponía los títulos que había adquirido, ya que el propio mercado le financiaba una parte importante de la compra. En el mismo sentido, tampoco era necesario disponer de la totalidad de los títulos, en caso de venta, ya que el Mercado se los podía prestar para realizar la operación de venta de los mismos. La citada OM de 10 de abril de 1981, fue, a su vez, completada, en cuanto a las coberturas a prestar, por otra OM de 25 de marzo de 1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado, la cual declaraba, en su artículo 4, nº1, la irreivindicabilidad de las garantías constituidas en los términos del artículo 102 del antiguo Reglamento de Bolsas⁷⁴⁰.

Hoy en día, en nuestro Mercado de Derivados, las normas básicas sobre garantías, una vez derogadas las disposiciones contenidas en

⁷³⁸ Norma derogada, con efectos de 3 de febrero de 2016, por la Disposición Derogatoria b) del Real Decreto 878/2015 de 2 de octubre.

⁷³⁹ En los casos en que no se atendiese la garantía, se podía llegar a cerrar, por la citada Junta Sindical, el contrato o contratos respectivos, a cargo y riesgo del Agente de Cambio y Bolsa que hubiera intervenido en la operación en cuestión, siendo este el encargado de conseguir que su cliente le resarciera de los perjuicios que pudiera haberle ocasionado.

⁷⁴⁰ El antiguo Reglamento de las Bolsas de Comercio, disponía textualmente, en su artículo 102:

“Las coberturas depositadas en poder de la Junta Sindical serán irreivindicables si consistieren en valores, y tanto si son en valores como en efectivo, no podrán ser embargadas o retenidas por autoridad o Tribunal alguno, sino en cuanto al sobrante que restará después de liquidadas en su día las operaciones de que respondan y se hallaren pendientes en el momento del embargo o retención”.

los artículos 23 a 27 del antiguo Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los Mercados Oficiales de Futuros, Opciones y otros Instrumentos Financieros Derivados⁷⁴¹, su regulación básica se recoge en los artículos 29 a 31 del actual Reglamento de *BME Clearing SAU*, aprobado el 22 de mayo de 2018, además de por diversas Circulares dictadas por *BME Clearing SAU* que complementan dichos preceptos.

Pues bien, conforme a dichas normas, los rasgos esenciales del régimen jurídico de las garantías, en materia de derivados, deben configurarse en base a tres parámetros fundamentales⁷⁴²:

- a) Posiciones abiertas, en cuyo caso la garantía viene a cubrir el riesgo de la posición de cada cuenta.
- b) Categoría de los Miembros. A este respecto, se establecen las garantías individual y extraordinaria para la categoría de Miembros Compensadores.
- c) Posible incumplimiento de las obligaciones que conciernen a dichos Miembros compensadores, para lo que se crea la denominada Garantía Colectiva.

Igualmente, se establece la posibilidad de que por normas reglamentarias del propio Mercado, se establezca un régimen de garantías a prestar por la Sociedad Rectora atendiendo a las funciones que la misma realice, a la naturaleza de los contratos que en el Mercado se negocien y las categorías de los Miembros que participen en el Mercado y siendo competencia de la misma gestionar financieramente el importe de las cantidades depositadas⁷⁴³.

El importe de las garantías deberá, obligatoriamente, calcularse y actualizarse diariamente por *BME Clearing SAU*. En este

⁷⁴¹ Como hemos señalado con anterioridad, el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre ha sido derogado, en su integridad por la Disposición derogatoria única, número 6, del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

⁷⁴² Como principio general, según establece el artículo 30.1 del Reglamento de 22 de mayo de 2018 de *BME Clearing SAU* las garantías constituidas a favor de *BME Clearing SAU* solo responderán frente a la citada *ECC* y únicamente por las obligaciones surgidas de las transacciones efectuadas y por la cual *BME Clearing SAU* tenga que llevar a cabo sus funciones de contrapartida, liquidación y compensación de operaciones.

⁷⁴³ A este respecto el artículo 32 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, señala que esta entidad tiene la obligación de asignar, anualmente, una parte de sus recursos, en cada Segmento, con la finalidad de cubrir los posibles saldos negativos resultantes de los posibles incumplimientos de un Miembro Compensador que excedan de las garantías específicas constituidas por este. Es una especie de provisión que debe dotar, anualmente y por Segmento *BME Clearing SAU* con objeto, exclusivamente, de utilizarse en caso de que haya algún tipo de desfase económico entre las garantías constituidas por el Miembro Compensador y el importe del quebranto sufrido .

sentido el incumplimiento de la constitución o actualización de las garantías, tanto por un Miembro del Mercado como por un Cliente, podrá llevar aparejado el cierre de todas sus posiciones abiertas, sin perjuicio de las reclamaciones de las indemnizaciones pertinentes por la parte no cubierta por las garantías depositadas.

C) Las distintas clases de Garantías a constituir.

Los principios sobre los que funcionan las garantías que vamos a ver, a continuación, son dos: Por un lado, se basan en el criterio de *cross default*, según el cual, si un Miembro incumple, se entiende que lo hace en todos los Segmentos y el coste del cierre global debe ser cubierto, en primer lugar, por las Garantías Individuales depositadas por el Miembro, independientemente del Segmento a que se refiera el incumplimiento. Por otra parte, se basan en el principio de *no contaminación*. Esto significa que los Miembros Compensadores, activos únicamente en algún Segmento, no se vean expuestos a las consecuencias del incumplimiento de un Miembro Compensador en otro Segmento. El Reglamento de *BME Clearing SAU*⁷⁴⁴ establece que todas las garantías exigibles se constituirán a favor, exclusivamente de *BME Clearing SAU* y únicamente responderán por las obligaciones contraídas como consecuencia de las operaciones realizadas en el mercado⁷⁴⁵.

El vigente Reglamento de *BME Clearing SAU, de 22 de mayo de 2018*, establece distintos tipos de garantías exigibles, según se trate de garantías exigidas por *BME Clearing SAU*, garantías exigidas por los Miembros y garantías o provisiones a constituir por la propia *BME Clearing SAU*:

a) Garantías exigidas por *BME Clearing SAU*⁷⁴⁶

⁷⁴⁴ Según se dispone en el artículo 30, del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

⁷⁴⁵ El número 5 del citado artículo 30 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 señala que las Garantías estarán bajo control exclusivo de *BME Clearing SAU* y se realizará de acuerdo con lo establecido en la Ley 41/1999 de 12 de noviembre sobre sistemas de pagos y liquidación de valores y con los procedimientos establecidos en el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Las Garantías se constituirán mediante la aportación del correspondiente Colateral, en la forma que establezca *BME Clearing SAU*.

⁷⁴⁶ Reguladas en el artículo 29 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

a) Garantía por Posición:

Mediante esta garantía se cubre el riesgo de la posición de cada cuenta⁷⁴⁷. Es, en este sentido, la más importante. En virtud de ella, los Miembros y los Clientes con cuenta individual tienen la obligación de constituir este tipo de garantía desde el momento en que se anota una operación, como realizada, en el Registro General. Son calculadas, por *BME Clearing SAU*, para cada Segmento y para cada cuenta abierta en el Registro General. Son exigidas por *BME Clearing SAU* al final de la sesión del Mercado, día a día, teniendo en consideración la posición neta de la cuenta. En caso de que un mismo Cliente o Miembro tuviera varias Cuentas Propias abiertas se podrá calcular por la posición neta entre ellas que resulte de sumar la posición anotada en las Cuentas de Posición de todas sus Cuentas Propias.

Están obligados a constituir, estas garantías, los titulares de cada una de las cuentas abiertas en el Registro Central, es decir, los Miembros titulares de las respectivas cuentas, los Clientes Compensadores Directos y los Clientes que sean titulares de una Cuenta *ISA-Agencia*, de una Cuenta *OSA de Clearing indirecto* y de una *Cuenta GOSA de Clearing indirecto*. Estas garantías se constituirán mediante la aportación del correspondiente colateral y se calcularán, para cada Segmento de negociación de acuerdo con el riesgo que tenga asumido la correspondiente cartera.

En este sentido, como hemos indicado, si un Miembro fuera titular de varias Cuentas propias, esta garantía se podrá calcular por la Posición neta que resulte de sumar las respectivas posiciones anotadas en las correspondientes Cuentas de Posición de todas sus Cuentas propias.

Respecto a la materialización de la garantía por Posición, *BME Clearing SAU*, admite diversas posibilidades⁷⁴⁸:

⁷⁴⁷ Según el apartado B, número 2 del artículo 29 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de octubre de 2018 la garantía por posición es exigible y, en consecuencia debe aportarse el correspondiente colateral, desde el mismo momento que se efectúa la transacción y se anota en la Cuenta correspondiente del Registro Central. Su constitución, en la práctica, es automática desde el momento, como hemos indicado, en que *BME Clearing SAU* tiene conocimiento de la operación y se realiza mediante adeudo en la correspondiente Cuenta, siendo, habitualmente, el colateral a entregar en efectivo. Esta situación se irá actualizándose, diariamente, mediante los oportunos adeudos o abonos en la respectiva cuenta en función de la evolución del activo subyacente de la operación respectiva.

⁷⁴⁸ La Circular de *BME Clearing SAU*, C-DF-05/2018 (la cual sustituye a la antigua Circular C-DF-03/2018) actualiza los parámetros para el cálculo de las garantías por posición.

1º.- Efectivo en euros. Es la forma ordinaria de prestar la garantía y, el Miembro Liquidador, ingresa la cantidad correspondiente en la cuenta abierta al respecto.

2º.- Mediante prenda de valores, de acuerdo con los criterios establecidos para las garantías financieras establecidas por *IBERCLEAR*.

3º.- Por transferencia de valores realizada por el Miembro liquidador a la cuenta de valores de *BME Clearing*, en *IBERCLEAR* o en *CLEARSTREAM* de acuerdo con las normas establecidas por estas últimas para tal fin⁷⁴⁹.

4º.- Mediante aval a primera demanda o requerimiento, en los casos en que este supuesto se admita. Se trata de un aval, de los denominados “a primer requerimiento”⁷⁵⁰, otorgado a favor de *BME Clearing SAU*.

Por último, en relación a las Garantías por Posición, según dispone el Reglamento de *BME Clearing* de 22 de mayo de 2018⁷⁵¹, las Garantías por Posición se anotarán en las Cuentas de Garantías vinculadas a las Cuentas de Posición, las cuales forman parte del Registro Central. Las Garantías Individuales, Extraordinarias y Colectivas se anotarán, separadamente, en las respectivas Cuentas de Garantías no vinculadas a las Cuentas de Posición, abiertas a cada Miembro Compensador.

Por otro lado, el Colateral aportado para las garantías de Posición se anotará en la Cuenta de Colateral por Posición en el Registro Central. El Colateral aportado para cubrir las Individuales, Extraordinarias y Colectivas se anotará, separadamente, en las correspondientes Cuentas de Colateral por Garantías, abiertas por *BME Clearing SAU* a cada Miembro Compensador.

b) Garantía Individual:

⁷⁴⁹ En este sentido, la Circular C-GEN-02/2018 de *BME Clearing SAU*, establece los criterios de valoración de los activos aceptados en garantía.

⁷⁵⁰ Las condiciones y formas de otorgar estos avales están previstos en la Circular de *BME Clearing SAU* C-DF-25/2012 (en principio estaban contenidos en una antigua Circular de *MEFF*).

⁷⁵¹ El artículo 29 número 6º del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018 establece las denominadas Cuentas de Garantías y Cuentas de Colateral, referidas a las Garantías de Posición en los términos que hemos expuesto.

Este tipo de garantía cubre el riesgo de los Miembros Compensadores y los Clientes Compensadores Directos. En particular deberán en todo caso constituir Garantía Individual:

1º.- Los Miembros Compensadores que gestionen Cuentas de Registro de Detalle en relación con las Cuentas OSA del Registro Central, así como aquellos Miembros Compensadores que superen los límites de posiciones o transacciones establecidos por *BME Clearing SAU*.

2º.- Los Clientes Compensadores Directos, los cuales, además deberán aportar un importe suplementario a la garantía individual cuando no tengan designado un segundo Miembro Agente o cuando su Miembro Agente sea “declarado en incumplimiento” de sus obligaciones.

Este tipo de garantía asegura las obligaciones de dichas personas o entidades referidas anteriormente. La Garantía, a prestar, vendrá en función de las Garantías de Posición que tengan que prestar, por todas las cuentas, como Miembro Compensador, incluidas las de los Miembros No Compensadores de los Miembros No Compensadores Ordinarios y de sus Clientes⁷⁵².

c') **Garantía Extraordinaria:**

Es una Garantía a prestar que trata de cubrir el riesgo asumido, en situaciones extraordinarias, por *BME Clearing SAU*. Los obligados a prestarla son los Miembros Compensadores y los Clientes Compensadores Directos. Puede ser, individual, para un Miembro, o colectiva, para el conjunto de Miembros Compensadores, en relación con los distintos Segmentos en que contraten. En este sentido, se suele solicitar en las siguientes circunstancias⁷⁵³:

⁷⁵² Sobre garantías individuales a prestar por los Miembros Compensadores véase las Circulares de *BME Clearing SAU* C-GEN-04/2015 por la que se establecen los distintos tipos de garantía individual a aportar por los Miembros Compensadores y, asimismo, la Circular C-GEN-16/2016 sobre límite de riesgo intradía. Según esta última, se desarrolla el artículo 24 del Reglamento de *BME Clearing SAU*, estableciéndose el importe máximo debido, por cada Miembro Compensador, a *BME Clearing SAU* durante cada sesión o, también, denominado “límite de riesgo intradía”.

⁷⁵³ Véase, en este sentido la Circular, de *BME Clearing SAU*, C-GEN-10/2015, sobre supuestos de petición de garantías extraordinarias.

1º.- Por superarse, el 80% del intervalo de precio de la garantía de posición, en los precios de una determinada sesión.

2º.- En los casos en que haya un deterioro significativo de la solvencia de algún Miembro, pudiendo preverse un futuro incumplimiento.

3º.- Con carácter general, como consecuencia de las especiales circunstancias en que se encuentre el mercado de algún Miembro que, a juicio de *BME Clearing SAU*, suponga un riesgo alto no cubierto, en su totalidad, por las garantías vistas anteriormente (Posición e Individual).

d') Garantía Colectiva:

Tiene como finalidad cubrir los posibles saldos deudores que puedan surgir en caso de incumplimiento por un Miembro Compensador. Están obligados a cubrir esta Garantía los Miembros Compensadores y los Miembros Agentes de los Clientes Compensadores Directos.

Su constitución tiene como finalidad cubrir el caso de un posible incumplimiento del Miembro Compensador, en el supuesto de que no sean suficientes las Garantías de Posición, Individual, Extraordinaria, Colateral (anotado en la Cuenta instrumental de Colateral) y la Colectiva de dicho Miembro incumplidor, así como la parte de aportación del mismo Miembro incumplidor a la Garantía Colectiva y los recursos propios de *BME Clearing SAU*. Se tiene que constituir por todos los Miembros Compensadores, en función de cada Segmento y, en caso de que tenga que ser utilizada por *BME Clearing SAU*, el importe dispuesto se imputará proporcionalmente a los distintos constituyentes en función de la aportación, que los mismos, hubieran realizado para constituir esta Garantía Colectiva. La Garantía Colectiva tiene naturaleza de fondo pre-financiado y tiene el carácter de garantía solidaria⁷⁵⁴.

⁷⁵⁴ La Circular de *BME Clearing SAU*, C-RV-25/2017, regula las condiciones que debe reunir la denominada Garantía Colectiva. A este respecto, en este momento, las diferentes cuantías de la misma son las siguientes:

- 1º.- 25 millones de euros para el Segmento de Derivados Financieros.
- 2º.- 25 millones de euros para el Segmento de Derivados sobre valores de Renta Fija.
- 3º.- 25 millones de euros para el Segmento de Derivados de Renta Variable.
- 4º.- 1,5 millones de euros para el Segmento de Derivados de la Energía.
- 5º.- 1 millón de euros para el Segmento de IRS.

Actualmente, la contribución mínima más pequeña a la garantía colectiva es de 250.000 euros, aumentando si el Miembro Compensador es General y/o es, también, Miembro Registrador.

b) Garantías a exigir, por los Miembros, a sus Clientes:

Los Miembros exigirán a los Clientes, titulares de Cuentas de Registro de Detalle, Cuentas ISA-PtoP y a sus Miembros No Compensadores Ordinarios, las correspondientes Garantías por las operaciones que realicen con objeto de cubrir el riesgo de las posiciones que detenten en cada una de las cuentas indicadas. En consecuencia, las calcularán utilizando los mismos criterios por los que se rija *BME Clearing SAU*. Los Clientes, depositarios de estas Garantías, solo responderán frente al correspondiente Miembro y, únicamente, por las obligaciones derivadas de operaciones relacionadas con el Miembro. Las mismas se ingresarán en la cuenta del correspondiente Miembro y a favor del mismo⁷⁵⁵.

Los Miembros deberán mantener las Garantías por Segmentos diferenciados y, en relación con dichos Segmentos, establecer un registro distinto para cada cuenta de Registro de Detalle y de cada una de las Cuentas ISA PtoP. Por otra parte el Reglamento de *BME Clearing SAU* indica, en relación a este tipo de Garantías a constituir por los Clientes a favor de los Miembros, que, estos últimos, mantendrán el importe de dichas Garantías en cuentas diferenciadas y en efectivo o en instrumentos de “alta liquidez”, “bajo riesgo” y “rendimiento cierto”⁷⁵⁶.

c) Garantías o fondos constituidas por *BME Clearing SAU*:

Esta *ECC* asignará un importe de sus fondos propios para cada Segmento de contratos cuya finalidad será cubrir los posibles saldos negativos resultantes de la adopción de las correspondientes medidas, que tuviera que adoptar en relación con el Miembro Compensador que haya incurrido en incumplimiento y que excedan del importe resultante de la suma del valor registrado en la Cuenta Colateral por Posición, Cuenta

⁷⁵⁵ A este respecto la Resolución de 21 de diciembre de 2010 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tiene establecido, en su artículo 24. 2. A) y B) que:

“estas garantías solo responderán frente al Miembro Registrador y únicamente por las obligaciones que de tales operaciones se deriven para con el Miembro registrador. Los Miembros Registradores deberán mantener un registro diferenciado de las garantías de cada grupo de contrato correspondientes a cada cuenta de Registro de Detalle”.

⁷⁵⁶ Conforme a lo establecido en el artículo 31 del vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018. De acuerdo con las especificaciones para la inversión de este tipo de garantías: alta liquidez, bajo riesgo y rendimiento cierto, en principio está excluida la materialización de las mismas en cualquier activo de renta variable. Respecto a los activos de renta fija, la exigencia de que la materialización debe contar con los requisitos alta liquidez y bajo riesgo hace que el precepto este haciendo referencia, aunque no lo diga expresamente, a los productos que integran la Deuda Pública española en sus diversas formas y manifestaciones, debiendo ser dicha materialización comprobada y supervisada, de forma regular, por *BME Clearing SAU*.

Colateral por Garantías y Cuenta Instrumental de Colateral de dicho Miembro incumplidor. En caso de que estos recursos no fueran suficientes *BME Clearing SAU* deberá informar a la Autoridad competente y destinar nuevos recursos propios al objeto de cubrir el descubierto producido⁷⁵⁷.

D) Materialización de las Garantías.

La forma usual de prestar las garantías, sobre todo la de Posición que es la más corriente e importante, es en efectivo metálico⁷⁵⁸. *BME Clearing SAU* calcula, diariamente, el importe de la Garantía y va cargando o abonando, las cantidades que procedan, en la cuenta del Miembro para que este pueda repercutírselo a sus Clientes. Esta es la forma normal de operar, pero existe la posibilidad de que las garantías se presten en otra clase de activos. De ahí la necesidad de su regulación específica. Para ello se dictó la Circular de *BME Clearing SAU* C-DF-25/2012⁷⁵⁹, en la que se establecen las distintas formas de materialización de las garantías en función de los tipos de estas y de los contratos de Derivados Financieros a que afecten. En este sentido, tal y como, también se recoge en el propio Reglamento, se pueden distinguir los siguientes supuestos:

- a) Materialización de Garantías por *Posición, Individuales y Colectivas*:

Se puede materializar en euros (efectivo metálico), en valores transferidos a la cuenta de valores de *BME Clearing SAU*⁷⁶⁰, mediante prenda de valores y, por último, mediante aval a primera disposición. De estas cuatro formas la Circular presta especial atención a la constitución de garantías mediante avales bancarios, para lo cual se exige que los mismos, respecto de las Garantías *Individual* y *Colectiva*, sean aprobados por el Consejo de Administración de *BME Clearing SAU* y que la entidad crediticia emisora tenga, como mínimo, una clasificación crediticia de BBB, en cuyo caso si la emisora del aval tiene este

⁷⁵⁷ Así se dispone en el artículo 32 del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

⁷⁵⁸ En este sentido el artículo 30, número 3º del Reglamento de *BME Clearing SAU* indica que los Miembros Compensadores deberán constituir las Garantías, de forma directa, en *BME Clearing SAU* y a su favor; los Miembros No Compensadores de la misma forma, pero a través de un Miembro Compensador General; los Clientes titulares de una Cuenta ISA Agencia, de una Cuenta OSA de Clearing indirecto y una Cuenta GOSA de Clearing indirecto lo realizarán, igualmente a favor de la ECC, pero a través de un Miembro en el que tenga abierta su Cuenta.

⁷⁵⁹ La Circular de *BME Clearing SAU* C-DF-25/2012 vino, a su vez, a sustituir a la Circular C-DF-10/2011.

⁷⁶⁰ Teniendo que ser Depositados, necesariamente, en *IBERCLEAR* o en *CLEARSTREAM*.

último *rating*, el aval exigido para cubrir estas Garantías no podrá cubrir más de 67% del total de dicha Garantía. Para que el aval pueda computar al 100% de la Garantía exigida, la emisora deberá tener un *rating* superior a BBB. La cancelación del aval solo producirá efecto a partir de la recepción por *BME Clearing SAU* de la notificación de la misma y siempre que no existan obligaciones pendientes.

b) Materialización de *Garantías Extraordinarias*:

La materialización de la *Garantía Extraordinaria* a depositar, tanto en el caso de que un determinado contrato supere los límites máximos de *fluctuación diaria de precios*, como en el caso de un exceso en límite de *riesgo intradía*, se podrá realizar de la siguiente forma: Mediante orden de adeudo directo o de pago en la forma que se determina en la citada Circular o, bien, mediante transferencia de valores a la cuenta de *BME Clearing SAU* en *IBERCLEAR*. Para casos excepcionales, se prevé que *BME Clearing SAU* podrá habilitar cualquier otra forma, siempre que previamente lo comunique a la CNMV.

La actualización de las garantías se realizará diariamente. Para ello *BME Clearing SAU* notificará a los correspondientes Miembros el importe de las mismas y el depósito que deberán efectuar. *BME Clearing SAU* invertirá el Colateral entregado de acuerdo con los criterios que esta establezca, mediante Circular y, en todo caso, de acuerdo con el mandato de los Miembros o Clientes que lo hubieran aportado, de tal forma que los resultados positivos o negativos de la inversión se imputarán al Miembro o Cliente, los cuales asumirán, íntegramente, el riesgo de la inversión.

V) EL REGISTRO DE LAS DISTINTAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO.

A) Consideraciones jurídicas en relación con el registro de operaciones.

La contratación en los mercados de derivados comprende dos grupos de actividades claramente diferenciadas. Por una parte, está todo lo relativo a la negociación de los contratos tipo, aprobados por la Autoridad del Mercado y que son objeto de contratación. Por otro lado, está todo lo relativo a la ejecución de dichos contratos y que se concreta en la

compensación y liquidación de los mismos, así como su registro⁷⁶¹. En nuestro Mercado de Derivados, la primera de dichas actividades, como hemos señalado anteriormente, la tiene atribuida, después de la separación de funciones producida, *MEFF Exchange SAU*. La segunda, la lleva a cabo *BME Clearing SAU*.

El registro de los contratos se encarna, por tanto, dentro de las funciones de ejecución de los mismos. En nuestra opinión el registro de los contratos sobre Derivados Financieros, tiene en nuestra legislación, carácter *cuasi-constitutivo*, por cuanto, como se ha afirmado, criterio que compartimos completamente,⁷⁶², es un acto necesario e imprescindible para que el contrato pueda ser liquidado y compensado y, en consecuencia, para que las obligaciones derivadas del mismo puedan ser exigibles. Deberán,

⁷⁶¹ A este respecto los artículos 24 y 25 del Real Decreto Ley 21/2017 de 21 de diciembre señalan textualmente:

"Elección del sistema de compensación y liquidación o de entidad de contrapartida central.

1. Los mercados regulados podrán suscribir acuerdos con una entidad de contrapartida central o cámara de compensación y un sistema de liquidación de otro Estado miembro para realizar la compensación o liquidación de alguna o de todas las operaciones concluidas por los miembros del mercado regulado con arreglo a sus sistemas.
2. La CNMV podrá oponerse a dichos acuerdos cuando pueda demostrar que ello es necesario para mantener el funcionamiento ordenado del mercado y teniendo en cuenta las condiciones de los sistemas de liquidación previstas en el artículo siguientes.
3. Este artículo se aplicará sin perjuicio de lo dispuesto en los Títulos III, IV y V del Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones".

"Derecho de los miembros a designar un sistema de liquidación.

Los mercados regulados deberán ofrecer a todos sus miembros el derecho a designar el sistema de liquidación de las operaciones en instrumentos financieros que realicen en ese mercado, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- a) Que se establezcan entre el sistema de liquidación designado por el mercado y el sistema o infraestructura designado por el miembro los procedimientos, los vínculos y mecanismos técnicos y operativos necesarios para asegurar la liquidación eficaz y económica de la operación en cuestión.
- b) Que la CNMV reconozca que las condiciones técnicas para la liquidación de las operaciones realizadas en ese mercado a través de un sistema distinto del designado por el mismo permiten el funcionamiento correcto y ordenado de los mercados financieros, atendiendo, en particular, al modo en que se asegurarán las relaciones entre los diversos sistemas de registro de las operaciones e instrumentos financieros. La valoración de la CNMV se entenderá sin perjuicio de las competencias del Banco de España, en su calidad de supervisor de los sistemas de pago, así como de otras autoridades supervisoras de dichos sistemas. Para evitar repeticiones innecesarias de los controles, la CNMV tendrá en cuenta la labor de supervisión del sistema de compensación y liquidación ya ejercida por los bancos centrales en su calidad de supervisores de los sistemas de compensación y liquidación o por otras autoridades supervisoras con competencia sobre tales sistemas.

⁷⁶² DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: Op. cit. págs. 254 y ss.

por tanto, ser objeto de registro, los contratos de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados a los que se refiere el artículo 2 y su Anexo (“Instrumentos financieros comprendidos en el ámbito del texto refundido de la ley del mercado de valores”), que estén admitidos a efectos de negociación y que sean objeto de contrapartida por *BME Clearing SAU*⁷⁶³. En consecuencia, el registro del contrato solo hace identificar al titular de la transacción, a los únicos efectos de la liquidación y compensación, pero nada dice respecto del contenido del mismo, cosa, por otra parte, evidente por cuanto dicho contenido queda excluido a la posibilidad de que las partes puedan introducir ningún tipo de modificación respecto al modelo de contratación aprobado por la autoridad del Mercado.

Es, por consiguiente, un registro meramente informático y dotado de un automatismo total. Viene a recoger las “posiciones abiertas”, en cada momento, sobre un determinado instrumento financiero objeto de contratación. En consecuencia, refleja, como se afirma⁷⁶⁴, la situación de *post-contratación* producida como resultado de la negociación efectuada, haciendo, en este sentido, prueba plena de que la contratación efectuada permitiendo, por tanto, exigir, a su vencimiento, las posibles prestaciones (siempre de dar) incorporadas al contrato que ha sido, previamente, negociado. En este sentido, los supuestos en que se puede anular una operación contratada son extremadamente restrictivos dándose solo en los casos de error, fallo técnico o incidencia de disconformidad⁷⁶⁵.

⁷⁶³ Conforme a la nueva redacción dada al artículo 2 del TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

⁷⁶⁴ NOVAL PATO, Jorge: “Compensación, liquidación y registro de las operaciones efectuadas en los Mercados de Valores” (en La obra colectiva “Derecho Mercantil. La contratación en el Mercado de Valores”. Coordinadores Guillermo J JIMÉNEZ SÁNCHEZ y Alberto DÍAZ MORENO), volumen 6º, Marcial Pons, Madrid- 2013, pág. 332.

⁷⁶⁵ Según dispone, el artículo 9.2 (anulación de operaciones en los Sistemas de Negociación) del Reglamento de *MEFF Exchange SAU* de 3 de enero de 2018, esta entidad solo podrá proceder a modificar o, en su caso, anular una operación, previamente negociada, en los dos únicos siguientes supuestos:

- a) Cuando se haya producido un error material demostrable o, en su caso, un fallo técnico del sistema de negociación.
- b) Cuando proceda regular una incidencia como consecuencia de una disconformidad con las actuaciones desarrolladas en el Mercado. A este respecto el Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, en su artículo 23, indica textualmente: “Ante una disconformidad notificada por un Miembro, el Supervisor se encargará de investigar para determinar el origen del desacuerdo. Una vez localizado el origen del mismo, el Supervisor General del Mercado determinará a quién es imputable. Si el fallo fuera imputable a *MEFF Exchange SAU*, ésta se encargará de regularizar la situación de inmediato. En el caso de que el fallo fuera imputable al Miembro, se le invitará a que lo compruebe. Si el Miembro acepta esta imputación acerca del origen de la incidencia, correrán a su cargo las consecuencias que de ella se deriven. En caso de que el Miembro no acepte que se le impute el origen de la incidencia, ésta permanecerá en examen, iniciándose un proceso de amigable solución con el Supervisor General del Mercado, que habrá que terminar antes del inicio de la siguiente sesión de negociación. En caso de no llegarse a un acuerdo, el Miembro podrá plantear una reclamación en los términos del artículo 24. Mientras la incidencia esté pendiente de solución definitiva, el Miembro vendrá obligado a cumplir cautelarmente, con todas las obligaciones derivadas de su

B) La regulación jurídica del registro de operaciones sobre Derivados Financieros.

En nuestra actual legislación sobre Derivados financieros, el registro de operaciones viene regulado por las disposiciones generales del TRLMV⁷⁶⁶ sobre compensación, liquidación y registro de valores e infraestructuras de *post-contratación*⁷⁶⁷. A su vez, el vigente Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre establece, en los artículos 2 a 49, diversas normas sobre el funcionamiento de los mercados regulados y las plataformas de negociación autorizadas⁷⁶⁸. Finalmente el Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, dedica su Capítulo 6 (artículos 19 a 25) a esta cuestión⁷⁶⁹.

actuación en el Mercado en los términos previstos en el presente Reglamento y su normativa de desarrollo”.

⁷⁶⁶ En concreto por el Título IV, Capítulo VI, artículos 93 a 117 del vigente TRLMV.

⁷⁶⁷ En particular, el artículo 117 del TRLMV impone la obligación a las Sociedades Rectoras de los distintos mercados, así como a las Entidades de Contrapartida Central y a los depositarios centrales de valores que presten sus servicios en España de velar, dentro del ámbito de sus respectivas competencias, por el correcto funcionamiento de, entre otras actividades, el registro de valores facultando, dicho artículo, al Gobierno para el desarrollo reglamentario de esta actividad junto con las otras contenidas en dicho artículo.

⁷⁶⁸ La antigua regulación de esta materia estaba contemplada, entre otras normas apuntadas, en los artículos 6 a 9 del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados y por los artículos 16 a 19 de la Resolución de 21 de diciembre de 2010. Ambas normas han quedado, totalmente, derogadas por la Disposición derogatoria única, número 6^a del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, la primera expresamente y la segunda de forma implícita.

⁷⁶⁹ Téngase presente que, como en su momento indicamos, el antiguo *MEFF* fue desdoblado en dos entidades diferentes, como consecuencia de lo dispuesto en la Orden ECC/1556/2013 de 19 de julio, por la que se autorizó a *MEFF* Sociedad Rectora de Productos Derivados, *SAU* a separar las funciones de negociación, contrapartida, compensación y liquidación, en dos sociedades distintas. Una para todo lo relativo a la negociación denominado *MEFF Exchange SAU* y otra para todo lo relativo a la compensación liquidación y registro de operaciones, denominado *BME Clearing SAU*.

Igualmente, se han dictado una serie de disposiciones por estas Sociedades Rectoras, que desarrollan las normas legales, y que en su conjunto no son más que normas que podríamos denominar “reglas de actuación de primer grado”, aplicables antes de las Circulares y de las Instrucciones y después de las normas jurídicas generales (disposiciones legales y reglamentarias). Estas, que hemos denominado “reglas de actuación de primer grado”, vienen compuestas, para *MEFF Exchange SAU*, por su Reglamento de fecha 3 de enero de 2018, las nuevas Condiciones Generales de Contratación de los Contratos admitidos a negociación (Segmento de Derivados Financieros) de 10 de octubre de 2018 y las Condiciones Generales de Contratación (Segmento de Derivados sobre la Energía) de 3 de enero de 2018.. A su vez, para *BME Clearing SAU*, se ha dictado su vigente Reglamento de actuación de fecha 22 de mayo de 2018, unas Condiciones Generales en relación a las Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Variable (Segmento de Renta Variable), unas Condiciones Generales respecto a las Transacciones sobre Instrumentos Financieros de Renta Fija (Segmento de Renta Fija), unas Condiciones Generales en relación con las Transacciones de Derivados (extrabursátiles) de Tipos de Interés (Segmento de Tipos de Interés) unas Condiciones Generales para el Segmento de la Energía, todas éstas últimas Condiciones Generales reseñadas anteriormente de fecha 22 de mayo de 2018 y, finalmente, unas novísimas

De acuerdo con dichas normas reglamentarias, nuestro ordenamiento jurídico contempla un sistema de registro denominado de “doble escalón”, ya que dicho registro contable lo integran dos tipos de registros diferentes. Por una parte, el llamado Registro Central, el cual se lleva por la correspondiente Autoridad del Mercado, en nuestro caso, después de la separación de actividades, es *BME Clearing SAU*. Por otro lado, los eventuales Registros de Detalle, a cargo de determinados Miembros del Mercado autorizados a actuar como Miembros Registradores. En base a ello, los Clientes pueden optar entre abrir sus cuentas en el Registro Central o en el Registro de Detalle del Miembro Registrador. No obstante, las cuentas propias de los Miembros del Mercado, necesariamente, deben abrirse en el Registro Central sin que sea posible ningún tipo de compensación con las de sus clientes⁷⁷⁰.

A este respecto, serán objeto del Registro de Operaciones,⁷⁷¹, las diversas transacciones efectuadas en el Mercado, las posiciones resultantes de dichas transacciones, las garantías exigidas y el colateral entregado, así como cualesquiera otras operaciones derivadas de las transacciones registradas y que deban ser objeto de anotación.

Respecto a los contratos, objeto de las transacciones tendrán acceso a ser registrados:

1º.- Los negociados, de forma ordinaria, en el Mercado Secundario Oficial de Productos Derivados, así como en los Sistemas Multilaterales de negociación (SMN) y los Sistemas Organizados de Contratación (SOC).

2º.- Los negociados, directamente y bilateralmente, entre los distintos Miembros, entre los Miembros y sus Clientes o entre los propios Clientes.

3º.- Los contratos no gestionados por la Sociedad Rectora (*BME Clearing SAU*), pero con los que ésta haya celebrado los oportunos acuerdos para llevar a cabo las funciones de Cámara de Contrapartida Central.

Condiciones Generales (Segmento de Derivados Financieros) de fecha 10 de octubre de 2018, con fecha de entrada en vigor 4 de diciembre del mismo año.

⁷⁷⁰ Este sistema de “doble escalón” fue introducido por el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre, porque hasta entonces solo se llevaba un solo registro contable de las distintas operaciones realizadas, las cuales eran anotadas, únicamente, en el Registro Central a cargo de la correspondiente Sociedad Rectora actualmente.

⁷⁷¹ Conforme se dispone en el artículo 19, número 3º del Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018.

4º Los contratos celebrados en los mercados o en los sistemas o plataformas de negociación, gestionados por la Sociedad Rectora (*BME Clearing*), según lo que se haya previsto en el correspondiente Reglamento propio de dicho mercado o sistema de negociación⁷⁷².

La gestión y control del Registro Central corresponde llevarlo a *BME Clearing SAU*. Este tipo de registro se complementa y desdobra, en su caso, con los Registros de Detalle, en los que se podrán anotar los contratos celebrados por los Clientes de los respectivos Miembros del Mercado y que llevarán, en sus respectivas Cuentas, los Miembros Registradores relativos a las Cuentas OSA de dicho Registro Central⁷⁷³. En este sentido, serán objeto de registro las transacciones efectuadas, las posiciones resultantes de las mismas, las garantías exigidas y el colateral entregado.

Por tanto, las transacciones se anotan en las cuentas correspondientes al Registro Central, y en su caso, simultáneamente, en las cuentas correspondientes del Registro de Detalle, teniendo, en consecuencia, que anotarse en el Registro Central todas las operaciones inscritas en el Registro de Detalle correspondiente, de tal forma que todas las operaciones cruzadas deben estar reflejadas, como mínimo, en el Registro Central, pudiendo, además, si son Clientes que tienen abierta cuenta en el Registro de Detalle anotarse, simultáneamente, en este último. En este sentido debe haber la adecuada correspondencia entre el Registro Central y los Registros de Detalle, en relación con las “posiciones abiertas”. Para ello, periódicamente, se procederá a la comprobación, de dichas “posiciones abiertas”, entre el Registro Central y el correspondiente Registro de Detalle, siendo responsabilidad directa de *BME Clearing SAU* la correcta exactitud y control entre ambos tipos de registros. La modificación o anulación de las correspondientes anotaciones en cualquiera de los Registros (Central o de Detalle), salvo en los excepcionales casos vistos anteriormente, solo podrá llevarse a cabo por resolución judicial.

Los Registros de Detalle vienen a recoger la llevanza y anotaciones contables de las cuentas OSA del Registro Central, en donde se tendrá constancia, en todo momento, de las “posiciones vivas” respecto a los contratos en que haya participado dicho titular. Los Miembros Registradores tienen la obligación de tener permanentemente actualizado este Registro. Es, por tanto, en nuestra opinión, un registro de carácter auxiliar por cuanto la anotación de la operación en dicho Registro no exime

⁷⁷² En este sentido, el artículo 16 apartado 2º, de la Resolución de la CNMV, de fecha 21 de diciembre de 2010, establece que “serán objeto de Registro Contable los contratos admitidos a negociación y contrapartida y los admitidos solo a efectos de contrapartida”.

⁷⁷³ Recordemos que las denominadas Cuentas OSA son definidas por el Reglamento de *BME Clearing SAU* como aquellas cuyo titular es un Miembro Compensador en las que se registran, transacciones, posiciones, garantías y colateral mantenidos por el Miembro Compensador, en nombre propio y por cuenta de una pluralidad de clientes.

de la obligación establecida, respecto de *BME Clearing SAU*, de anotar la operación en el Registro Central.

El vigente Reglamento de *BME Clearing SAU* de 22 de mayo de 2018, distingue, respecto a las cuentas que integran el Registro Central, las denominadas *Cuentas Propias* y las *Cuentas de Clientes*:

a) *Cuentas Propias*: Son las que registran, de forma individualizada, las transacciones y posiciones, por cuenta propia del correspondiente Miembro (o, en su caso, Cliente), así como garantías y colateral aportado por el mismo. Sus titulares pueden ser: Miembros Compensadores Generales, Miembros No Compensadores y Clientes Compensadores Directos. En todo caso las transacciones a registrar son las realizadas, exclusivamente, en nombre y por cuenta de su titular.

b) *Cuentas de Clientes (Cuentas con Segregación Individual y Cuentas con Segregación Ómnibus)*: Son aquellas en que se registran las transacciones y las posiciones realizadas por cuenta de Clientes, así como las garantías y colateral aportados. A este respecto se distingue entre:

- Las denominadas *Cuentas de Clientes con Segregación Individual (Individual Segregated Accounts-ISA)* cuyo titular es un Cliente, las que se registran, de forma individualizada, las transacciones realizadas en nombre y por cuenta del Cliente, su posición neta, las garantías exigidas al mismo y el colateral aportado por este.
- Las llamadas *Cuentas de Clientes con Segregación Ómnibus (Ómnibus Segregated Accounts-OSA)* en las que se registran las transacciones, posiciones, garantías y colaterales referidos a una pluralidad de Clientes así como las realizadas por el propio Miembro en nombre propio del titular de la Cuenta, que deberá ser un Miembro Compensador.

Como ya hemos indicado anteriormente, *BME Clearing SAU* mantendrá una serie de Cuentas Instrumentales (Posición, Garantías y Colateral) a efectos administrativos y operativos de llevanza del Registro Central, así como para la correcta gestión del riesgo asumido, en cada momento, por el Mercado.

Igualmente el Reglamento prevé, en su artículo 22, la posibilidad de que el Registro Central se lleve una serie de Cuentas específicas dedicadas al *clearing indirecto*. Así, se indica, que se podrán llevar las siguientes Cuentas dedicadas al referido *clearing indirecto*:

1.- Cuenta de Clientes con Segregación Ómnibus-Clearing indirecto (OSA de Clearing indirecto):

En ella se anotarán, cuando los Clientes indirectos hayan optado por este tipo de Cuenta, todas las cuestiones relativas a transacciones, posiciones, garantías, y colateral, mantenidos por cuenta de una pluralidad de Clientes indirectos de uno o varios Clientes directos. (Cliente Directo). Este tipo de cuentas admite, a su vez, dos modalidades:

- *Cuenta de Clientes de Clearing indirecto con Segregación Ómnibus (OSA de Clearing Indirecto)*, cuyo titular es un Miembro Compensador y en ella se registrarán la negociación efectuada por dicho Miembro Compensador en nombre propio y por cuenta de una pluralidad de Clientes indirectos de uno o de varios Miembros No compensadores Ordinarios (Cliente Directo) o de Clientes del Miembro Compensador (Cliente Directo) reflejando las posiciones mantenidas por el Miembro Compensador por cuenta de dichos Clientes Indirectos, las garantías exigidas y el colateral aportado por el Miembro Compensador.
- *Cuenta de Clientes de Clearing indirecto con Segregación Ómnibus (OSA de Clearing indirecto)*, cuyo titular puede ser un Miembro No Compensador o un Cliente de un Miembro Compensador, en la que se registrarán las transacciones realizadas en nombre propio del Miembro No Compensador titular (Cliente Directo) o del Cliente del Miembro Compensador titular (Cliente Directo), por cuenta de una pluralidad de Clientes Indirectos, donde se reflejarán las posiciones, mantenidas por los Clientes Directos, titulares por cuenta de esos Clientes Indirectos, así como las garantías exigidas y el colateral aportado por los Clientes Directos titulares.

2. Cuenta de Clientes con Segregación Ómnibus Clearing indirecto (Gross Ómnibus Account-GOSA de Clearing indirecto):

En ella se anotarán las transacciones, posiciones y garantías mantenidas por cuenta de cada uno de los Clientes Indirectos de un único Cliente Directo y el colateral aportado por cuenta del conjunto de dichos Clientes Indirectos titulares. También admite dos modalidades:

- *Cuenta de Clientes con Segregación Ómnibus de registro bruto-Clearing indirecto (Gross Ómnibus Account-GOSA de Clearing indirecto)*. Los titulares de estas Cuentas solo serán los Miembros

Compensadores. Como hemos indicado, en este tipo de Cuentas se registrarán las transacciones realizadas en nombre propio del Miembro Compensador, por cuenta de cada uno de los Clientes Indirectos de un determinado Miembro No Compensador Ordinario (Cliente Directo) o Cliente del Miembro Compensador (Cliente Directo), reflejando, separadamente en relación con cada uno de los Clientes Indirectos, las posiciones mantenidas por el Miembro Compensador y las garantías exigidas, así como, el colateral aportado por el Miembro Compensador titular para el conjunto de Clientes Indirectos.

- *Cuenta de Clientes con Segregación Ómnibus de registro bruto-Clearing indirecto (Gross Ómnibus Account-GOSA de Clearing indirecto)*, cuyo titular puede ser un Miembro No Compensador o un Cliente de un Miembro Compensador. En estas cuentas se registran las transacciones realizadas en nombre propio del Miembro No Compensador titular (Cliente Directo) o del Cliente del Miembro Compensador titular (Cliente Directo), por cuenta de cada uno de los Clientes Indirectos, reflejando, separadamente en relación con cada uno de dichos Clientes Indirectos, las posiciones mantenidas por su cuenta y las garantías exigidas, así como, el colateral aportado por el Cliente Directo titular para el conjunto de Clientes Indirectos.

Los Miembros No Compensadores Ordinarios no podrán ser titulares de Cuentas Propias. Debiendo anotarse sus transacciones, posiciones, garantías y colaterales, bien en una Cuenta de Cliente ISA PtoP, cuya titularidad corresponda a un Miembro Compensador General que será su contrapartida, bien en una Cuenta de Clientes OSA de la que tendrá que ser su titular un Miembro Compensador General que también actuará como contrapartida, que a su vez conformarán las Cuentas del registro de Detalle. Abiertas por el referido Miembro.

Los Miembros Registradores estarán, en cualquier caso, obligados a suministrar a las Autoridades competentes y a *BME Clearing SAU* todo tipo de información detallada que les haya sido requerida respecto de las “posiciones” de cada Cliente. En este sentido, indicaremos, que *BME Clearing SAU* podrá revocar la autorización al Miembro para gestionar el Registro de Detalle si incumple cualquiera de las obligaciones que les impone la legislación vigente en esta materia⁷⁷⁴.

⁷⁷⁴ El reciente Reglamento de *MEFF Exchange SAU*, de 3 de enero de 2018, prevé, en su artículo 7, un denominado “Registro de Mercado” a cargo de esta Entidad. Este viene a configurarse como un registro de operaciones, sobre los contratos admitidos a negociación en el Mercado Oficial de Derivados Financieros, estableciéndose la necesidad de que *MEFF Exchange SAU* comunique a la *Entidad Central de Contrapartida* correspondiente (actualmente, *BME Clearing SAU*) las operaciones anotadas en el citado “Registro de Mercado”, para su compensación y posterior liquidación.

Por último, señalaremos, que las anotaciones efectuadas en el Registro Central solo podrán ser modificadas o anuladas en los siguientes supuestos:

1º.- Errores materiales evidentes o fallos técnicos.

2º.- Compensaciones de Transacciones dentro de una misma Cuenta.

3º.-Traspasos realizados entre Cuentas.

4º.- Modificaciones o anulaciones de transacciones realizadas en un mercado con el que *BME Clearing SAU* haya acordado actuar como *ECC* cuando, a iniciativa de la Autoridad de dicho mercado se comunique a *BME Clearing SAU* la modificación o anulación de la transacción en concreto.

**CAPÍTULO SÉPTIMO: LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN LA
CONTRATACIÓN INTERNACIONAL: NORMAS DE DERECHO
INTERNACIONAL PRIVADO APLICABLES A LOS DISTINTOS
SUPUESTOS.**

Uno de los sectores donde, habitualmente, convergen distintas legislaciones comparadas es la relativa a la contratación de los Derivados Financieros. Esta situación se produce, tanto en los que se contratan *Over The Counter (OTC)*, como en los que se negocian en mercados organizados. En ambos casos, la presencia de contratantes, pertenecientes a distintas jurisdicciones, produce diversos problemas que vamos a tratar seguidamente. Ello es, consecuencia directa de la globalización económica existente.

Respecto del primero de los supuestos, se da con relativa frecuencia que, en la citada contratación *OTC*, cada una de las partes intervenientes tenga una ley nacional distinta, rigiéndose, además, el lugar de celebración del contrato, por otra legislación diferente de la de las partes intervenientes.

En lo que afecta al segundo de los supuestos, en la contratación realizada a través de los mercados organizados, es relativamente corriente que, como consecuencia de la negociación electrónica, el inversor sea nacional de un país, el intermediario financiero, es decir, la sociedad que tramita las distintas órdenes se encuentre en otro y, finalmente, el mercado donde la orden se ejecuta este situado en una tercera jurisdicción.

Por todo ello, se hace imprescindible delimitar los correspondientes puntos de conexión que permitan resolver los problemas apuntados. En este sentido, indicaremos que las normas contenidas en nuestro vigente C.C.⁷⁷⁵ resultan, a todas luces, insuficientes para resolver la multitud de problemas que se plantean, hoy en día, en esta materia. En consecuencia, se ha hecho necesaria la elaboración de Tratados y Acuerdos Internacionales que complementen las legislaciones internas de los distintos países. A este respecto, como veremos a continuación, la Unión Europea, a través de su potestad legislativa, ha elaborado un conjunto de disposiciones que permiten resolver, mediante los puntos de conexión establecidos en las mismas la mayor parte de las cuestiones que se pueden plantear en esta materia.

A) Regulación jurídica actual y capacidad de las partes intervenientes en el contrato.

Debemos indicar, en primer lugar, que, en materia de las obligaciones contractuales, nuestro vigente C.C establece⁷⁷⁶, un conjunto de

⁷⁷⁵ Artículos, 8 a 12 de dicho texto legal.

⁷⁷⁶ El artículo 10 apartado 5º del vigente Código Civil español indica textualmente:

normas a aplicar en cascada. De acuerdo con ello, se establece el siguiente orden prioritario:

1º.- La ley a aplicar es la que las partes hayan sometido expresamente al negocio, siempre que, además, éste, tenga alguna conexión con dicha ley.

2º.- En defecto de la anterior, se aplicará la ley común de ambas partes contratantes.

3º.- A falta de las dos anteriores, la de residencia habitual común.

4º.- En último término, se aplicará la ley del lugar de celebración del contrato.

Por lo que respecta a los Derechos reales sobre bienes, tanto muebles como inmuebles, el citado C.C⁷⁷⁷, establece que la ley a aplicar es la del lugar donde se hallen⁷⁷⁸. Por último, en relación a los títulos valores se regirán por la ley del lugar donde se emitieron⁷⁷⁹.

Una cuestión importante a destacar, es la que se refiere a la capacidad de las personas intervenientes en la contratación, bien sean físicas o jurídicas. En este sentido, nuestro C.C, indica⁷⁸⁰ que su ley personal

"Se aplicará a las obligaciones contractuales la ley a que las partes se hayan sometido expresamente, siempre que tenga alguna conexión con el negocio de que se trate; en su defecto, la ley nacional común a las partes; a falta de ella, la de la residencia habitual común, y en último término la ley del lugar de celebración del contrato.

No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, a falta de sometimiento expreso, se aplicará a los contratos relativos a bienes inmuebles la ley del lugar donde estén sitos, y a las compraventas de muebles corporales realizadas en establecimientos mercantiles, la ley del lugar en que éstos radiquen."

⁷⁷⁷ Artículo 10, numero 1º del Código Civil español. Según se dispone en este precepto:

"la posesión, la propiedad y los demás derechos sobre derechos sobre bienes inmuebles, así como su publicidad, se regirán por la del lugar donde se hallen.

La misma ley será aplicable a los bienes muebles.

A los efectos de la constitución o cesión de derechos sobre bienes en tránsito, estos se considerarán situados en el lugar de su expedición, salvo que el remitente y el destinatario hayan convenido, expresa o tácitamente, que se consideren situados en el lugar de su destino".

⁷⁷⁸ Norma que puede tener, como veremos posteriormente, gran importancia en materia de garantías a prestar en la contratación de derivados.

⁷⁷⁹ El artículo 10, apartado 3º del C.C señala, textualmente "la emisión de títulos valores se atendrá a la ley del lugar en que se produzca".

⁷⁸⁰ Artículo 9, apartados 1º y 11º, del C.C español vigente.

vendrá establecida por la determinante de su nacionalidad⁷⁸¹. En este sentido, coincidimos plenamente con la doctrina⁷⁸² al afirmar que, en relación a las cuestiones de capacidad y los vicios que pueden afectar a esta, deben someterse, necesariamente, a la ley personal de las partes, no siendo de aplicación ningún tipo de norma, distinta a este respecto, ni internacional ni comunitaria.

A este respecto, el Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales y conocido como Roma I⁷⁸³, señala que en el caso de que una de las partes del acuerdo niegue el consentimiento prestado en el contrato, el contratante que lo alegue podrá acogerse a la ley del país donde tenga su residencia habitual (léase: domicilio social) si de las circunstancias resulta que no sería razonable determinar el efecto del comportamiento de dicha parte según la ley aplicable al contrato, si este fuera válido o el consentimiento no estuviera viciado.

Por otra parte, el citado Reglamento de Roma I⁷⁸⁴ contiene una regla concreta referente a la capacidad de las partes intervenientes, al indicar que si los contratos celebrados entre personas que se encuentren en

⁷⁸¹ En este respecto la jurisprudencia del Tribunal Supremo tiene declarado, sin ningún género de dudas, que las personas, físicas o jurídicas se rigen por su ley nacional. Así la STS de fecha 2/12/2004 indica que “la aplicación de la ley personal a las personas físicas es la correspondiente a su nacionalidad, la cual habilitará su capacidad y estado civil y los derechos y deberes de la familia en la sucesión por causa de muerte.....”.

⁷⁸² GARCÍMARTÍN, Francisco J.: “Contratos de derivados y conflictos de leyes” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”), Editoriales Civitas-Thomson-Reuters, Navarra, Primera edición, 2013, pág. 326.

⁷⁸³ El artículo 10 del Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales y conocido como Roma I, indica, textualmente:

“Consentimiento y validez material:

1. La existencia y la validez del contrato, o de cualquiera de sus disposiciones, estarán sometidas a la ley que sería aplicable en virtud del presente Reglamento si el contrato o la disposición fueran válidos.

2. Sin embargo, para establecer que no ha dado su consentimiento, cualquiera de las partes podrá referirse a la ley del país en que tenga su residencia habitual si de las circunstancias resulta que no sería razonable determinar el efecto del comportamiento de tal parte según la ley prevista en el apartado 1”.

⁷⁸⁴ El artículo 13 del citado Reglamento de Roma I señala, a este respecto:

“Incapacidad:

En los contratos celebrados entre personas que se encuentren en un mismo país, las personas físicas que gocen de capacidad de conformidad con la ley de ese país solo podrán invocar su incapacidad resultante de la ley de otro país si, en el momento de la celebración del contrato, la otra parte hubiera conocido tal incapacidad o la hubiera ignorado en virtud de negligencia por su parte”.

un mismo país, las personas físicas que gocen de capacidad, conforme con la ley de ese país donde se celebra el contrato, solo podrán alegar su incapacidad resultante, conforme a la ley de otro país, si en el momento de la celebración del contrato, la otra parte hubiera conocido la causa de incapacidad o la hubiera ignorado de forma negligente por su parte.

Como anteriormente decíamos, las normas establecidas en nuestro C.C. deben, hoy en día, examinarse y completarse, a la luz de lo dispuesto en los Tratados Internacionales suscritos por España y de la importante legislación dictada por la Unión Europea.

En este sentido, hay que tener presente que, al estar en presencia de entidades que operan con activos financieros, no les será de aplicación el Reglamento de la Unión Europea 2015/848 de 20 de mayo, sobre procedimientos de insolvencia, por cuanto son excluidos expresamente su aplicación a las empresas de inversión, organismos de inversión colectiva, empresas de seguros, entidades de crédito y cualquier otro tipo de entidades que caigan bajo el ámbito de aplicación de la Directiva 2001/24 CE⁷⁸⁵.

Centrándonos, por tanto, en el objeto de nuestro estudio, es decir, las actividades realizadas, tanto por las entidades de crédito como por las empresas de servicios y actividades de inversión, debemos acudir a lo establecido en la Directiva 2001/24 de 4 de abril, relativa al saneamiento y la liquidación de las entidades de crédito, modificada a su vez por la Directiva 2014/59 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2017⁷⁸⁶. Igualmente, hay que tener en cuenta lo dispuesto en el Reglamento 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017,

⁷⁸⁵ El artículo 1, apartado 2º del Reglamento de la Unión Europea 2015/848 de 20 de mayo, sobre procedimientos de insolvencia, establece, en este sentido:

“El presente Reglamento no se aplicará a los procedimientos a que se refiere el apartado I relativos a:

- a) empresas de seguros.
- b) entidades de crédito.
- c) Empresas de inversión y otras empresas y entidades en la medida en que se incluyan en el ámbito de aplicación de la Directiva 2001/24/CE.
- d) organismos de inversión colectiva”.

⁷⁸⁶ La Directiva 2014/59 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 mayo, por la que se establece un marco para la restructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, por la cual se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, así como los Reglamentos de la Unión Europea 1093/2010 y 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Es lo que se denomina una norma “ómnibus”, es decir, una disposición que modifica distintas Directivas y Reglamentos vigentes, hasta ese momento.

sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE. Por último, añadiremos, respecto a la determinación de las posibles leyes aplicables en relación a la contratación tanto dentro como fuera de los mercados organizados y de las plataformas de contratación autorizadas, hay que tener presente las disposiciones contenidas en el Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de junio, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales y conocido como Roma I.

En principio, serán las autoridades del Estado de origen a las que se les atribuye la competencia exclusiva en relación con los problemas de saneamiento y restructuración de las entidades de crédito y empresas de servicios y actividades de inversión, tanto en lo referente a sus sedes centrales (domicilio social) como a sus sucursales siempre que estas últimas se encuentren dentro del ámbito geográfico de la Unión Europea. En este sentido, las medidas adoptadas por el Estado de origen, surtirán efecto en todos los países de la Unión Europea⁷⁸⁷, debiendo informar el Estado de origen a los Estados de acogida de las medidas adoptadas por el primero de ellos. Si existen sucursales, en terceros países fuera de la Unión Europea, el denominado Estado de acogida, fuera de la Unión Europea podrá tomar las medidas que estime conveniente, informando de ello al Estado de origen y al resto de Estados de acogida donde existan sucursales⁷⁸⁸.

⁷⁸⁷ El artículo 3 de la Directiva 2001/24 CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito indica:

"Adopción de medidas de saneamiento - legislación aplicable:

1. Las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de origen serán las únicas competentes para decidir sobre la aplicación en una entidad de crédito, incluidas las sucursales establecidas en otros Estados miembros, de una o varias medidas de saneamiento.
2. Las medidas de saneamiento se aplicarán de conformidad con lo dispuesto en las leyes, reglamentos y procedimientos aplicables en el Estado miembro de origen, en tanto en cuanto la presente Directiva no disponga otra cosa.

Surtirán todos sus efectos con arreglo a la legislación de dicho Estado miembro en toda la Comunidad y sin otras formalidades, incluso con respecto a terceros establecidos en los demás Estados miembros, aunque la normativa aplicable del Estado miembro de acogida no prevea tales medidas o condicione su aplicación a unos requisitos que no se cumplen.

Las medidas de saneamiento surtirán efecto en toda la Comunidad en cuanto surtan efecto en el Estado miembro en el que se hayan tomado".

⁷⁸⁸ El artículo 8 de la Directiva 2001/24 CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de abril de 2001, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito, señala a este respecto:

Sucursales de las entidades de crédito de terceros países:

1. Las autoridades administrativas o judiciales del Estado miembro de acogida de una sucursal de una entidad de crédito con domicilio social fuera de la Comunidad tendrán la obligación de informar sin demora por todos los medios a las autoridades competentes de los demás Estados miembros de acogida en los que la entidad haya establecido sucursales recogidas en la lista contemplada en el artículo 11 de la Directiva 2000/12/CE, que se publica cada año en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas, sobre su decisión de adoptar cualquier medida de saneamiento, incluidos

B) Operaciones realizadas *Over The Counter* (OTC).

Dentro del estudio de las normas de conflicto establecidas para las operaciones realizadas *OTC* hay que distinguir, como se ha afirmado⁷⁸⁹, dos aspectos distintos. Por un lado, las normas referidas a los aspectos contractuales del negocio jurídico realizado por las partes contratantes. Por otra parte, las particularidades que presentan el otorgamiento de posibles garantías anexas al contrato de que se trate. A ambas cuestiones nos vamos a referir a continuación.

a) Normas de conflicto en relación con el contrato y las partes intervenientes en el mismo.

A este respecto, la regla general, conforme dispone el Reglamento 593/2008 Roma I⁷⁹⁰, es que el contrato se regirá por la ley

los efectos concretos que pudiera tener dicha medida, si es posible, antes de su adopción y, sino, inmediatamente después. La transmisión será efectuada por las autoridades competentes del Estado miembro de acogida cuyas autoridades administrativas o judiciales decidan la aplicación de la medida.

2. Las autoridades administrativas o judiciales contempladas en el apartado 1 se esforzarán por coordinar sus actuaciones.

⁷⁸⁹ GARCÍMARTÍN, Francisco: Op. cit. págs. 325 y ss.

⁷⁹⁰ El artículo 3 del Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, conocido como Roma I, indica, al respecto:

"Libertad de elección:

1. El contrato se regirá por la *ley elegida por las partes*. Esta elección deberá manifestarse expresamente o resultar de manera inequívoca de los términos del contrato o de las circunstancias del caso. Por esta elección, las partes podrán designar la ley aplicable a la totalidad o solamente a una parte del contrato.

2. Las partes podrán, en cualquier momento, convenir que el contrato se rija por una ley distinta de la que lo regía con anterioridad, bien sea en virtud de una elección anterior efectuada con arreglo al presente artículo o de otras disposiciones del presente Reglamento. Toda modificación relativa a la determinación de la ley aplicable, posterior a la celebración del contrato, no obstará a la validez formal del contrato a efectos del artículo 11 y no afectará a los derechos de terceros.

3. Cuando todos los demás elementos pertinentes de la situación estén localizados en el momento de la elección en un país distinto de aquel cuya ley se elige, la elección de las partes no impedirá la aplicación de las disposiciones de la ley de ese otro país que no puedan excluirse mediante acuerdo.

elegida por las partes. En consecuencia, la existencia y validez del contrato estarán sometidas a la denominada *lex contractus* o *lex loci celebrationis*. Por tanto, se prima, frente a cualquier otro punto de conexión, lo decidido por los contratantes, en base al principio de autonomía de la voluntad⁷⁹¹. Una particularidad que se recoge, en esta disposición, es la que se refiere a que la elección de la ley a aplicar al contrato no, necesariamente, tiene que realizarse de una manera expresa, sino, como se afirma, puede deducirse de los términos del contrato o de las circunstancias del caso⁷⁹². Igualmente, la elección de la ley aplicable puede abarcar a todo el contenido del contrato o bien, coexistir varias leyes distintas para las diferentes partes del mismo. Por otra parte, se establece en la misma disposición⁷⁹³, que la ley designada por las partes se aplicará aunque no sea la de un Estado miembro de la Unión Europea.

El mismo Reglamento de Roma I contiene una serie de disposiciones en cascada y con carácter subsidiario, en defecto de la ley

4. Cuando todos los demás elementos pertinentes de la situación en el momento de la elección se encuentren localizados en uno o varios Estados miembros, la elección por las partes de una ley que no sea la de un Estado miembro se entenderá sin perjuicio de la aplicación de las disposiciones del Derecho comunitario, en su caso, tal como se apliquen en el Estado miembro del foro, que no puedan excluirse mediante acuerdo.

5. La existencia y la validez del consentimiento de las partes en cuanto a la elección de la ley aplicable se regirán por las disposiciones establecidas en los artículos 10, 11 y 13".

⁷⁹¹ En este sentido, como en su momento hemos indicado, los tres principales modelos de contratación de derivados, formalizados a través de los denominados acuerdos marco, el *CMOF* (Contrato Marco de Operaciones Financieras, propiciado por la Asociación Española de Banca), el *European Master Agreement* (Contrato Marco Europeo, confeccionado a iniciativa de la *European Bank Federation*) y el denominado *ISDA Master Agreement* (elaborado por la *International Swaps and Derivatives Association* y de aplicación preferente en el mundo jurídico anglosajón) establecen este tipo de principio en cuanto a que la ley que rija el contrato de derivados sea el determinado por las partes de forma concreta o tácita, siempre que en este último caso dicha concreción se pueda realizar sin ningún género de dudas.

⁷⁹² Como indica el profesor CALVO CARAVACA, Alfonso, en su artículo "El Reglamento de Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas" (Cuadernos de Derecho Transnacional octubre 2009, Vol I, nº 2, ISSN 1989-4570. www.uc3m.es/cdt, pags. 64 y ss.) puede decirse que "el Reglamento Roma I es un reglamento neoliberal. Está pensado para una economía globalizada en que las empresas con poder de mercado tiene una estrategia comercial planetaria y, entre otra cosas, eligen las leyes que para ellos ex ante les suponen menores costes". En este sentido, continúa diciendo el autor citado, para que, según el Reglamento de Roma I, pueda ser válida la elección realizada por las partes, de una determinada ley aplicable a un contrato internacional se deben cumplir tres requisitos:

- 1º.- Que la elección sea clara y precisa, sin lugar a dudas.
- 2º.- Que la elección sea a favor de una ley estatal vigente en un determinado país.
- 3º.- Que la elección de la ley aplicable, escogida por las partes, al contrato sea objeto de un negocio jurídico.

⁷⁹³ A este respecto, el artículo 2 de del Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, conocido como Roma I, señala que:

"Aplicación universal: La ley designada por el presente Reglamento se aplicará aunque no sea la de un Estado miembro".

aplicable elegida por las partes. Así, a este respecto, se establece⁷⁹⁴, que la ley aplicable, en defecto de la elegida por los contratantes, será la de la residencia habitual de la parte que tenga que realizar la prestación específica o “característica” del contrato. Si no puede determinarse la existencia previa de una prestación específica o “característica” del contrato, a cargo de una de las partes, se escogerá, como ley aplicable al contrato, la del país que presente “vínculos manifiestamente más estrechos” con el contrato⁷⁹⁵.

⁷⁹⁴ El artículo 4 del Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, conocido como Roma I, establece, textualmente:

“Ley aplicable a falta de elección:

1. A falta de elección realizada de conformidad con lo dispuesto en el artículo 3, y sin perjuicio de lo dispuesto en los artículos 5 a 8, la ley aplicable al contrato se determinará de este modo:

a) el contrato de compraventa de mercaderías se regirá por la ley del país donde el vendedor tenga su residencia habitual;

b) el contrato de prestación de servicios se regirá por la ley del país donde el prestador del servicio tenga su residencia habitual;

c) el contrato que tenga por objeto un derecho real inmobiliario o el arrendamiento de un bien inmueble se regirá por la ley del país donde esté sito el bien inmueble;

d) no obstante lo dispuesto en la letra c), el arrendamiento de un bien inmueble celebrado con fines de uso personal temporal para un período máximo de seis meses consecutivos se regirá por la ley del país donde el propietario tenga su residencia habitual, siempre que el arrendatario sea una persona física y tenga su residencia habitual en ese mismo país;

e) el contrato de franquicia se regirá por la ley del país donde el franquiciado tenga su residencia habitual;

f) el contrato de distribución se regirá por la ley del país donde el distribuidor tenga su residencia habitual;

g) el contrato de venta de bienes mediante subasta se regirá por la ley del país donde tenga lugar la subasta, si dicho lugar puede determinarse;

h) el contrato celebrado en un sistema multilateral que reúna o permita reunir, según normas no discrecionales y regidas por una única ley, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros, tal como estipula el artículo 4, apartado 1, punto 17, de la Directiva 2004/39/CE, se regirá por dicha ley.

2. Cuando el contrato no esté cubierto por el apartado 1 o cuando los elementos del contrato correspondan a más de una de las letras a) a h) del apartado 1, el contrato se regirá por la ley del país donde tenga su residencia habitual la parte que deba realizar la prestación característica del contrato.

3. Si del conjunto de circunstancias se desprende claramente que el contrato presenta vínculos manifiestamente más estrechos con otro país distinto del indicado en los apartados 1 o 2, se aplicará la ley de este otro país.

4. Cuando la ley aplicable no pueda determinarse con arreglo a los apartados 1 o 2, el contrato se regirá por la ley del país con el que presente los vínculos más estrechos.

⁷⁹⁵ Igualmente, el artículo 4º, numero 1, apartado h) del Reglamento Roma I establece, también, como ley aplicable, en los casos de que el contrato se celebre en un sistema multilateral que permita aunar los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros, se regirá por la ley que regule dicho sistema multilateral de contratación.

Criterio este que, en nuestra opinión necesitaría una mayor concreción para evitar el amplio grado de discrecionalidad que la redacción comentada introduce.

Una cuestión que debe ser objeto de estudio especial es la que se refiere a la introducción de la cláusula *close-out-netting* en la contratación internacional, cosa, por otra parte, harto frecuente. Como ya hemos visto anteriormente, esta cláusula viene a decir que, en caso de múltiples transacciones, realizadas por las partes como consecuencia de un solo contrato o de un único acuerdo contractual, las liquidaciones respectivas, a favor o en contra de las partes, se concreten en un sola cantidad, compensándose las distintas partidas, unas con otras y siendo exigible, por tanto, un único saldo como liquidación de dicho contrato. Es por tanto, una liquidación del contrato “por diferencias”. A los efectos que ahora nos interesan, debemos destacar que, en principio, la ley aplicable a esta cláusula, salvo pacto en contrario, es la ley aplicable al propio contrato⁷⁹⁶. Con lo cual, queda meridianamente claro, en nuestra opinión, la admisión en ordenamiento jurídico español de la citada cláusula y la aplicación a su contenido de la misma ley aplicable al contrato⁷⁹⁷.

También, es generalmente admitido que cuando la cláusula *close-out-netting* comprenda diversas liquidaciones parciales, como por otra parte suele ser habitual, pueden adoptarse distintas leyes aplicables a las distintas transacciones teniendo en cuenta la naturaleza pormenorizada de las mismas, aunque eso suponga, en nuestra opinión, ser una fórmula poco operativa y práctica a efectos de la liquidación del contrato.

b) Las normas de conflicto en relación a las garantías prestadas en las operaciones OTC.

⁷⁹⁶ Así, específicamente, se recoge en nuestra propia legislación, en concreto en artículo 8 número 1, apartado e) de la Ley 6/2005 de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito .

⁷⁹⁷ En este sentido, el Real Decreto-Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, en su capítulo II, bajo el título de “acuerdos de compensación contractual y garantías financieras”, artículos segundo al decimoséptimo, admiten, expresamente en nuestro derecho concursal, estos acuerdos basados en la citada cláusula, norma esta aplicable tanto a las entidades de crédito como a las empresas de servicios de inversión. Según se dispone en el artículo quinto, número 1, en los acuerdos de compensación contractual se debe prever específicamente la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud del cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, calculado conforme a las propias disposiciones establecidas en el propio acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con este.

Cuando se efectúa una operación *OTC* sobre derivados, lo habitual es que, bien afecte el contrato a un solo país o se desarrolle, el mismo, en varias jurisdicciones distintas por tratarse de un negocio jurídico internacional, se deban prestar por las partes intervenientes una serie de garantías que aseguren el feliz cumplimiento de todas las obligaciones contenidas en el mismo.

Cuando el acuerdo vincula a un único Estado y a un solo negocio jurídico, la cuestión de las leyes aplicables al contenido del contrato y a las garantías prestadas no supone, en la mayoría de los casos, problemas significativos. Habitualmente, la garantía se configura dentro del contrato y sigue la ley aplicable al mismo. Si la garantía se ha establecido en un documento separado del contrato principal lo normal es que, también, se acoja, en cuanto a su regulación a la ley aplicable al contrato.

Los problemas surgen cuando la ley a la que se acoge el contrato y la ley por la que se regulan las garantías son distintas, bien se establezcan en el mismo documento o en documentos separados.

Las garantías recogidas en los contratos de derivados, tanto existiendo “acuerdo o contrato marco”, como sin él, son las comunes a todo tipo de contratación: personales u obligacionales y reales. En el primer caso, las garantías personales no plantean ningún tipo de problema. Las mismas (fianza, aval, prohibición de disponer, etc.) prestadas en el contrato de derivados *OTC* lo normal es que se configuren como una cláusula más del mismo y, en consecuencia, se regirá la garantía por la misma ley aplicable al contrato en su conjunto.

En el caso de garantías reales, depósito de dinero o prenda de títulos valores negociables⁷⁹⁸, el problema es más complejo por cuanto, en

⁷⁹⁸ Existen, también, las denominadas “transmisiones de propiedad en garantía” (transmisión de un bien a favor del beneficiario de la garantía con la única obligación, por parte de este último, de devolver una compensación económica por el importe transmitido del bien en los términos pactados en la constitución de la garantía) aún cuando su utilización práctica es mínima. A nuestro juicio cabría la posibilidad de instrumentar un negocio jurídico, con esta finalidad, al amparo del principio de la autonomía de la voluntad.

En este sentido, respecto a la validez de los contratos fiduciarios, la STS 2564/2016 de 30 de mayo de 2016 (Roj: STS 2564/2016-ECLI: ES:TS:2016:2564; Id Cendoj: 28079110012016100346), señala, en relación a un contrato fiduciario de acciones y participaciones en el que los titulares del mismo reconocían que su propiedad era una “mera apariencia”, reconociendo a sus antiguos titulares la propiedad de los títulos, obligándose a seguir las instrucciones de los antiguos titulares y, al mismo tiempo, estos últimos, se comprometían a pagar todos los gastos que tuvieran los titulares fiduciarios. La Sentencia comentada, después de estimar que que no existe una fiducia negocial típica, estima que tiene, por ello, que deducirse del estudio de los pormenores de cada caso concreto si la fiducia constituida tiene carácter obligacional o real. Esta figura es válida y admitida, en nuestro derecho al amparo del principio de autonomía de voluntad y es conocida como *fiducia cum amico*. Por lo cual, “los fiduciarios no pueden oponer la previsión contenida en el artículo 1306 del C.C respecto a la concurrencia de causa torpe, para eludir el cumplimiento de la obligación de

ambos casos, exige la existencia de una cuenta, bien de efectivo, bien de valores, a la que se tienen que trasladar tanto el efectivo como los valores negociables, haciéndose constar, en este último caso, en la anotación de la cuenta respectiva, la constitución de un derecho de prenda a favor del beneficiario de la misma.

En este último caso, puede ocurrir, y de hecho ocurre en la práctica, que la ley que rige el contrato no coincide con la ley que tiene que regular la garantía. Habitualmente, la entidad de crédito, que conforma una de las partes en la relación contractual, sujetará la garantía a su ley personal por cuanto le supondrá importantes facilidades y ventajas si tiene que ejecutar la misma. Esto no será un inconveniente, cuando la garantía, consista en efectivo/metálico u otros bienes muebles sobre los que se pueda constituir un derecho real de prenda.

restituir las participaciones y acciones cuya propiedad no llegó a ser realmente transmitida entre las partes, en un sistema de transmisión de la propiedad causaliza como el nuestro" (en el mismo sentido las STS de 23 de junio y 27 de julio, ambas de 2006 y de 7 de mayo de 2007).

A su vez la STS 3043/2016 de 10 de junio de 2016 (Roj: STS3043/2016-ECLI: ES: TS: 2016:3043; ID Cendoj: 28079110012016100410) en la que se pedía la nulidad de un negocio fiduciario bajo la modalidad de *fiducia cum amico* por ilicitud de la causa, y su incidencia en el plano de la restitución de la transmisión efectuada. Al ser constituida dicha fiducia con finalidad fraudulenta de intentar eludir los bienes del real propietario frente a la Hacienda Pública y su esposa, ante un posible proceso de divorcio. En este sentido la Sentencia estima que la nulidad del negocio fiduciario no se produciría, en este caso, por la carencia de causa sino porque ésta, en el supuesto contemplado es ilícita habida cuenta de su finalidad fraudulenta, estimando la Sala que "la finalidad fraudulenta perseguida, lejos de poder ampararse en el ámbito subjetivo de los motivos o móviles que llevaron al fiduciante a realizar la transmisión, fue un elemento determinante de la causa concreta del negocio fiduciario celebrado, es decir el propósito práctico que las partes quisieron conseguir con dicho negocio fiduciario considerado en su unidad. De ahí, "que esta indisoluble finalidad fraudulenta de eludir la responsabilidad patrimonial del fiduciante, de la que fue partícipe el fiduciario, comporte la nulidad del negocio fiduciario en cuanto se opone a las leyes en sentido de lo dispuesto en el artículo 1275 del C.C", declarando, la referida sentencia (siguiendo el criterio mantenido por la Sala, entre otras, en las Sentencias 182/2012 de 28 de marzo, 648/2012 de 31 de octubre, junto con la referida anteriormente, de 353/2016 de 30 de mayo) de que los fiduciarios no pueden oponer la previsión contenida en el artículo 1306 del C.C".

Particularmente interesante es la Sentencia de la Sala de lo Penal del Tribunal Supremo 4768/2016 de 8 de octubre de 2016 (Roj: STS 4768/2016- ECLI:ES: TS: 2016:4768; Id Cedoj 28079120012016100835) la cual afirma que la figura de la *fiducia cum amico* es válida y admitida por la jurisprudencia siempre que no lleve aparejada una finalidad ilícita o defraudadora, y ello, a pesar de no encontrarse regulada en nuestro C.C. Según esta figura, se trata de transmitir *ficticiamente* la propiedad de un bien con un fin distinto (*causa fiduciae*), acordado previamente por las partes a dicha transmisión de la propiedad, y buscando, por los contratantes, un negocio jurídico diferente (*negocio interno o simulado*) al que dichas partes añaden un pacto diferente (*pactum fiduciae*) en el que se reconoce quien es el *titular real* del bien en concreto. En este sentido la citada sentencia declara, con rotundidad (recogiendo la doctrina jurisprudencial sentada de forma inequívoca por la Sala Primera del Tribunal Supremo) que "esta modalidad de fiducia el fiduciario no ostenta la titularidad real pues no es un auténtico dueño, teniendo solo una titularidad formal, sin perjuicio del juego del principio de apariencia jurídica. El dominio sigue perteneciendo al fiduciante en cuyo interés se configura el mecanismo jurídico, lo que acentúa la nota de la confianza". Para concluir "la figura de la *fiducia cum amico* ha sido reiteradamente admitida por la jurisprudencia siempre que no comporte una finalidad ilícita o defraudatoria"

Si por el contrario, se trata de valores negociables y los mismos están emitidos en el mismo Estado donde reside la entidad de crédito tampoco ofrecerá problemas por cuanto se anotaran en los registros contables llevados por el depositario de los valores, el cual, habitualmente, tendrá la misma nacionalidad que la citada entidad de crédito. Si por el contrario, los valores han sido emitidos, y se negocian, en otro Estado distinto, estarán registrados en dicho Estado. En este caso, el contrato se regirá por la ley aplicable al mismo, que normalmente, será la elegida por las partes, en tanto que a la garantía se le aplicará la ley donde estén localizados los valores negociables.

A este respecto, además de lo dispuesto por el artículo 10 numero 3º de nuestro vigente C.C. en el que se indica que “la emisión de los títulos valores se atenderá a la ley del lugar en que se produzca”. En relación con esta cuestión, es necesario tener en cuenta que, recientemente, este tema se contempla, con mucha más precisión, en el artículo 17º del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, conforme al cual se determina que “la ley aplicable a las garantías financieras cuyo objeto consiste en valores representados mediante anotaciones en cuenta será la del Estado en el que este situado la *cuenta principal*, entendiendo por *cuenta principal* aquella en la que se realicen las anotaciones por las cuales se presta al beneficiario dicha garantía pignorática de anotaciones en cuenta”. Por si fuera poco claro el precepto, se añade a continuación, que “la referencia a la legislación de un Estado es una referencia a su legislación material, por lo que se desestimarán toda norma en virtud de la cual, para decidir la cuestión relevante, se tenga que hacer referencia a la legislación de otro Estado”⁷⁹⁹. Por tanto, como puede deducirse de lo anteriormente apuntado, las garantías reales, sobre efectivo o valores negociables, prestadas en los contratos de derivados, siempre, se regirán por la ley del lugar donde consten anotadas las mismas (bien sea en registro, cuenta o sistema de depósito) a favor del beneficiario.

Por último, indicaremos que si la garantía se constituye sobre un bien inmueble, cosa poco frecuente en la práctica, pero posible, no ofrece duda que la ley aplicable será la del lugar donde los mismos se hallen. Regla, igualmente, aplicable al resto de garantías constituidas sobre otros bienes muebles distintos a los comentados anteriormente y que no sean susceptibles de depósito centralizado o registro específico.

⁷⁹⁹ A mayor abundamiento, la Ley 6/2005 de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito, señala, en idéntico sentido, (en su artículo 8, numero 1, letra d) que “los derechos sobre instrumentos financieros cuya existencia o transferencia suponga una inscripción en un registro, en una cuenta o en un depósito centralizado mantenidos o situados en un Estado miembro de la Unión Europea, se regirá por la legislación del Estado miembro en el que se establezca o se sitúe el registro, la cuenta o el sistema de depósito centralizado en el que estén inscritos dichos derechos”.

C) Operaciones celebradas en Mercados Oficiales Regulados o Plataformas de Contratación Autorizadas.

Frente a la problemática apuntada de los conflictos de leyes respecto de operaciones *Over The Counter*, cuando, por el contrario, estamos en presencia de operaciones realizadas en mercados oficiales o plataformas de contratación autorizadas los problemas se reducen considerablemente. En este sentido, se han producido, a nivel internacional, una serie de acuerdos que facilitan y ayudan a la contratación normalizada.

Se dice, a este respecto⁸⁰⁰, que para la obtención de la armonización de los mercados, en todo lo relativo a la compensación, liquidación y depositaria de valores, tenemos, como precedente, el llamado *Europeam Code of Conduct for Clearing and Settlement* (Código de Conducta Europeo para la Compensación y Liquidación de Operaciones), publicado en el año 2006 a iniciativa particular de tres entidades asociativas, concretamente:

- a) La *Federation of European Securities Exchange*, conocida como *FESE* (Federación Europea de Bolsas de Valores).
- b) La *Europeam Association of Central Counterparty Clearing Houses*, llamada *EACH* (Asociación Europea de Cámaras de Compensación con Contraparte Central).
- c) La *Europeam Central Securities Depositories Association*, señalada como *ECSDA* (Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores).

Dicho Código tenía, como finalidad más importante, conseguir un alto grado de transparencia en los mercados, sobre todo en lo que se refiere a la fijación de los precios y a las actividades *post-contratación* en relación con la liquidación y compensación de las operaciones contratadas en este sentido, justo es reconocer la labor llevada a cabo para conseguir la elaboración del Código de Conducta por el Comisario de Mercados y Servicios de la Unión Europea *MC Creevy*.

Con posterioridad, concretamente en el año 2012, se dictó el Reglamento 648/2012 de 4 de julio, relativo a los Derivados Extrabursátiles, Entidades de Contrapartida Central y Registro de operaciones, conocido, como ya hemos visto anteriormente por las siglas *EMIR*, en el que, sobre todo, se regula la actuación de las *Entidades Centrales de Contrapartida*,

⁸⁰⁰ NOVAL PATO, Jorge: Óp. cit. pág. 341 y 342.

(ECC's), ya estudiadas anteriormente, a través de las cuales se liquidan y compensan, no solo todos los derivados negociados en los mercados regulados oficiales así como en las plataformas de negociación autorizadas, sino gran parte de los derivados ETC, concentrándose, así, la situación derivada de dichas operaciones con el objeto de que las autoridades económicas de los distintos países del área de la Unión Europea puedan tener un conocimiento cabal del riesgo existente en cada momento. En dicha norma se fijan los requisitos y estatutos que deben reunir dichas entidades.

Por lo que respecta, específicamente, a la ley aplicable a la negociación de valores, tal, como se ha puesto de manifiesto por algún autor⁸⁰¹, el Reglamento (UE) 2017/11 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017, sobre el folleto a publicar en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado, y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE, establece en su artículo 32º, la regla general aplicable a las operaciones contratadas en los distintos mercados. Según el citado precepto, es la ley del país donde se encuentra el mercado (físicamente el lugar donde radique el órgano regulador del mismo, aunque el mercado este informatizado y sea, por tanto, virtual) el que se aplicará a la transacción en todas sus fases, así como a la supervisión e inspección de las mismas.

Por otra parte, en relación a la transparencia de las operaciones habrá que tener en cuenta lo dispuesto en la Directiva 2004/109 (CE) del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, complementada, a su vez, por las disposiciones introducidas recientemente por la legislación contenida en MIFID I y II.

D) Las distintas normas de actuación tranfronteriza de los operadores del Mercado. Especial referencia a la legislación contenida en MIFID II.

En relación a la actuación tranfronteriza de los operadores de los distintos mercados o plataformas de contratación negociadas hemos de señalar que su regulación específica es uno de los objetivos fundamentales que persigue la legislación desarrollada en España para la introducción de MIFID II. En particular debemos hacer referencia a las disposiciones introducidas por el

⁸⁰¹ ESPINIELLA MENÉNDEZ, Ángel: "Ordenación y actividad internacionales de los mercados financieros" (en la obra colectiva: "los mercados financieros"): Op. cit. pág. 195.

Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre y a su desarrollo reglamentario contenido en el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre. En este sentido, distinguiremos si la prestación de servicios y actividades de inversión se realiza dentro de los países que componen la Unión Europea o en Terceros Estados.

A) Prestación de servicios y actividades de inversión dentro del espacio de la Unión Europea.

Todo el contenido de la modificación introducida en el TRLMV por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, respecto de la actuación transfronteriza, es de aplicación tanto a las ESI's españolas que realicen actividades en otros países pertenecientes a la Unión Europea como a todas las entidades de otros países de la Unión que presten servicios y actividades de inversión en España. Igualmente se señala que estas normas serán de aplicación a cualquier entidad domiciliada en el Espacio Económico Europeo y tanto sea mediante sucursal como a través de agentes de las propias entidades⁸⁰².

En este sentido se establece la obligación por parte de las ESI's españolas de notificar, con carácter previo al comienzo de sus actividades a la CNMV dicha servicios o actividades⁸⁰³.

De la misma manera las empresas de servicios y actividades de inversión cuya sede radique en algún estado miembro de la Unión Europea, no necesitarán autorización previa para el desarrollo de dichas funciones a través de sucursales abiertas en España, siempre que las actividades a desarrollar estén cubiertas con la autorización concedida en su país respectivo, debiendo, a este respecto, comunicar la autoridad competente del Estado miembro de la Unión europea de origen, con carácter previo al desarrollo de las actividades en España, en que así se establezca⁸⁰⁴. Por otra parte, se prevé que la CNMV deberá asegurarse de que en el desarrollo de las actividades bien sea a través de sucursal o de agentes vinculados a la entidad, la entidad extranjera cumple los requisitos establecidos en el TRLMV, en relación a la transparencia para los

⁸⁰² Artículo 164 del TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre. A su vez, dicho precepto ha sido desarrollado reglamentariamente por el Real Decreto 1464/2018 de 28 de septiembre, mediante la modificación, a través de su Disposición final cuarta del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre del contenido de lo dispuesto en sus artículos 27, 27 bis y 27 ter que establecen los requisitos de carácter administrativo que deben cumplir en donde destaca la forma de como realizar la notificación prevista a la CNMV, respecto de la realización de tales actividades.

⁸⁰³ Artículo 166 del TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

⁸⁰⁴ Artículo 167 del TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

internacionalizadores sistemáticos y las empresas de servicios de inversión que negocien en mercados extrabursátiles⁸⁰⁵. En el mismo sentido la CNMV vigilará, especialmente, la llevanza, con todos los requisitos, del registro de operaciones en que intervenga la sucursal o el agente vinculado, incluidas grabaciones de conversaciones telefónicas, comunicaciones electrónicas con los respectivos clientes. Como medidas cautelares⁸⁰⁶ se establece la posibilidad de que la CNMV comunique a la autoridad del Estado miembro que la sucursal en España o el agente vinculado esté infringiendo las obligaciones establecidas en España para la prestación de los servicios y actividades de inversión conforme a lo dispuesto en la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo. En el supuesto de que la entidad, la sucursal o el agente vinculado persistan en su aptitud podrá la CNMV, previa comunicación a la autoridad del país de la Unión Europea correspondiente adoptar las medidas necesarias para hacer que se cese en la actividad incumplidora, pudiendo llegar a prohibirle, en el futuro, operar en España. En este sentido, se establece igualmente, que las anteriores normas de vigilancia y control serán igualmente aplicables a las entidades de crédito de otros Estados miembros de la Unión Europea autorizadas para prestar servicios o actividades de inversión en territorio español⁸⁰⁷.

E) Prestación de servicios y actividades de inversión en terceros Estados fuera de la jurisdicción de la Unión Europea.

La prestación de servicios y actividades de inversión se contempla, igualmente, en el Real Decreto ley 14/2018 de 28 de septiembre desde la doble vertiente de que se trate de una empresa española que presta este tipo de actividades en un tercer país o, bien de una entidad de un tercer país, no perteneciente a la Unión europea que pretenda desarrollar esas funciones en España.

⁸⁰⁵ Véase a este respecto, los artículos 14 a 26 del Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo sobre ejecución de órdenes, obligaciones de las autoridades competentes, acceso a las cotizaciones, supervisión por ESMA, información post-negociación de las empresas y servicios de actividades de inversión, garantía por las empresas de actividades y servicios de inversión de las negociaciones sobre instrumentos financieros que realice y obligación por las mismas de conservar los registros relativos a la ejecución de órdenes y su comunicación a las autoridades competentes, entre otras disposiciones.

⁸⁰⁶ Artículo 170 del TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

⁸⁰⁷ El desarrollo reglamentario de los artículos 167, 168, 169 y 170 ha sido realizado por el Real Decreto 1464/2018 de 28 de septiembre, mediante la modificación, a través de su Disposición final cuarta del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, redactando, nuevamente, el contenido de lo dispuesto en sus artículos 28 y 28 bis, de esta última norma, en donde se establecen los requisitos de carácter administrativo que deben cumplir y, en particular, donde se indica la forma de como realizar la notificación prevista a la CNMV respecto de la realización de tales actividades, así como la manera en como se debe realizar el control por parte de la citada CNMV.

Respecto al primero de los supuestos, el TRLMV⁸⁰⁸ establece que sus normas serán de aplicación a la prestación de servicios y actividades de inversión realizados por ESI's españolas en Estados no miembros de la Unión Europea, ya esta actividad se efectue mediante la libre prestación de servicios, a través de una sucursal establecida, o la creación o adquisición de una una entidad de servicios y actividades de inversión establecida en dicho país. En cualquier caso se necesita, previamente, obtener por la empresa española autorización de la CNMV⁸⁰⁹.

Por lo que hace referencia al segundo de los supuestos, actuación transfronteriza en España de empresas de terceros países, el TRLMV⁸¹⁰, establece que las empresas de servicios y actividades de inversión cuya sede social o administración central⁸¹¹ este situada en un Estado que no forme parte de la Unión Europea y que pretenda realizar estas actividades en España, en cualquiera de sus formas, bien mediante la libre prestación de servicios o , bien a través de sucursales requerirán autorización expresa de la CNMV y en caso de que esta no dictase resolución expresa se entenderá denegada por silencio administrativo⁸¹².

Por último, en cualquier de los casos comentados, el TRLMV⁸¹³ sujeta la adquisición por una entidad de un tercero país de una

⁸⁰⁸ Artículos 171 y 172 del TRLMV en la nueva redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

⁸⁰⁹ El desarrollo reglamentario de los artículos 171 y 172 ha sido realizado por el Real Decreto 1464/2018 de 28 de septiembre, mediante la modificación, a través de su Disposición final cuarta del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre del contenido de lo dispuesto en sus artículos 28 ter y 29.

⁸¹⁰ Artículos 172 y 173 del TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre.

⁸¹¹ Obsérvese que la Ley asimila el domicilio social de la entidad con la sede donde efectivamente se dirija el negocio aunque su domicilio social sea distinto, a efectos de sujetarla a la necesaria autorización de la CNMV. Respecto de las entidades de crédito la norma establece la necesidad de que la autorización sea adoptada por el Banco de España.

⁸¹² Reglamentariamente los preceptos dedicados a la actuación transfronteriza en España de empresas de terceros países no pertenecientes a la Unión Europea han sido desarrollados por el Real Decreto 1464/2018 de 28 de septiembre, mediante la modificación, a través de su Disposición final cuarta del contenido de lo dispuesto en sus artículos 29 bis , ter y quáter del Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre.

⁸¹³ A este respecto el artículo 174, apartado 1º del TRLMV, TRLMV según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre establece textualmente:

"A los efectos de esta Ley se entenderá por participación significativa en una empresa de servicios y actividades de inversión española aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos un 10% del capital o de los derechos de voto atribuidos a las acciones de la empresa o que permita ejercer una influencia significativa en la gestión de la empresa de servicios y actividades de inversión en la que se tiene la participación, teniendo en cuenta las condiciones relativas de cómputo de los derechos de voto y a su agregación establecidas en los artículos 26 y 27 del Real decreto 1362/2007 de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988 de 28 de junio del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos

participación significativa o el control de los derechos de voto en cuantía determinada en propia norma necesitará notificación previa a la CNMV, la cual evaluará la idoneidad del adquirente y la solidez financiera de la adquisición propuesta, sirviéndose a estos efectos de la información facilitada por las autoridades de otros Estados miembros de la Unión Europea.

valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado o en otro mercado regulado de la Unión Europea".

A su vez, el apartado 2º del artículo 175 del TRLMV, igualmente, según la redacción dada al mismo por el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre señala:

"Toda persona física o jurídica que, por si sola o actuando de forma concertada con otras, en lo sucesivo el adquierente potencial, haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación significativa en una empresa de servicios y actividades de inversión española o bien, incrementar, directa o indirectamente, la participación en la misma de tal forma que, el porcentaje de derechos de voto o de capital poseído resulte igual o superior al 20, 30 o 50 por ciento, o bien que en virtud de la adquisición se pudiera llegar a controlar la empresa de servicios o actividades de inversión, en lo sucesivo, la adquisición propuesta, lo notificará previamente a la CNMV"

CONCLUSIONES

I

Como hemos visto a lo largo de estas páginas, los mercados de derivados surgen como consecuencia de una necesidad estrictamente comercial, con objeto de asegurar el precio de un determinado producto agrícola en una fecha futura. En un principio se instrumentan como compraventas a plazo, naciendo fuera de cualquier tipo de sistema organizado y de reglas establecidas, como contratos singulares para una determinada operación comercial, bajo la figura jurídica del contrato de compraventa, con ausencia de todo tipo de componente financiero⁸¹⁴.

Es, con posterioridad, cuando pierde esa singularidad en la contratación, para pasar a negociarse en centros especializados y bajo unos estándares determinados. Junto a esta forma de operar mayoritaria, sigue existiendo una contratación no organizada, no estandarizada y configurada bajo los parámetros de casos concretos y específicos que queda fuera de las normas regulatorias de los mercados organizados establecidos. Al mismo tiempo, lo que un principio era una contratación a plazo y basada en el contrato de compraventa da lugar a la configuración de nuevas figuras jurídicas como los contratos de futuros y opciones sobre diversos productos, así como los *forwards* y los *swaps*, todos ellos con diferentes especialidades en cada caso.

Igualmente, los productos sobre los que se montan los distintos contratos de derivados, es decir, los productos subyacentes, pasan, en un breve periodo de tiempo, como consecuencia del fuerte desarrollo de la economía financiera, a definirse, en muchos casos, como productos virtuales y sin contenido económico intrínseco (índices bursátiles, tipos de interés, la cotización de divisas) abandonándose la esencia original de estos contratos en donde primaba de una forma determinante la materia prima o *commodities* sobre la cual recaía el contrato de derivados. A este respecto, hay que indicar que, en la actualidad, solo el 7% del mercado europeo de derivados se basa en las materias primas, y de ese 7%, el 95% son contratos derivados negociados sobre el precio del petróleo, siendo el cobre el segundo subyacente *commodity* negociado a una considerable distancia del petróleo.

⁸¹⁴ Como afirma MASSONS i RABASSA Joan (Paradigmas financieros en tela de juicio "Discurso de Ingreso en la Real Academia Europea de Doctores. Editado por la Real Academia Europea de Doctores, Barcelona, 2019, pág 10") los conceptos de *spot* y *forward*, así como los contratos de futuros y opciones, pasando por la cobertura de las fluctuaciones de las divisas presentes en el comercio internacional, o contratos como los *swaps*, *caps and collars* y un largo etcétera..... no han brotado de la capacidad académica de la innovación, sino que se han ideado en la práctica por profesionales ajenos al mundo académico".

En consecuencia, a modo de resumen, desde su nacimiento a la actualidad, los mercados de derivados se han expandido en una cuádruple dirección:

- a) Contratación organizada y estandarizada, en donde la autonomía de la voluntad queda relegada, exclusivamente, a decidir si se celebra el contrato o no. En este sentido, se ha pretendido que el grueso de la contratación quede sujeto a las normas de negociación dictadas por los respectivos Gobiernos.
- b) Nacimiento de nuevas figuras jurídicas tendentes a dar satisfacción a las recientes necesidades de la vida económica cuya regulación es compleja y difícil de entender por una gran parte de los inversores o consumidores particulares y que ha dado lugar a toda una legislación concreta sobre transparencia y protección en relación con los consumidores-inversores.
- c) Desarrollo intenso del número y clase de los distintos activos subyacentes sobre los que recaen los mercados de derivados, pasando, estos, de tener una componente física y real a ser, en muchos casos, productos virtuales o meras fórmulas matemáticas.
- d) Crecimiento exponencial y global de los mercados de derivados que, como apuntaremos en la siguiente conclusión, ha ocasionado ya, y pueden volver a ocasionar, en el futuro, determinadas burbujas financieras.

II

En este orden de cosas, debemos preguntarnos: ¿es positiva la trayectoria apuntada para una mejor adaptación de la economía a las necesidades de los particulares?

Como hemos dejado indicado, en el año 2018, solo el mercado europeo de derivados contratados, solo en los mercados oficiales, supone unas cifras de negociación que representa más de 70 veces la magnitud bursátil del índice Euro Stoxx 50 el cual recoge, a su vez, la capitalización de las 50 empresas más importantes que existen en Europa. Si, tomamos en consideración todos los contratos negociados en el mercado *OTC*, y lo añadimos a la cantidad indicada, la cifra puede más que duplicarse. Si, además, incluimos la negociación realizada en plataformas de contratación privadas, como la que se realiza con las actuales *divisas*

digitales o bitcoins, la cantidad final puede representar una magnitud tal que, con razón, los organismos internacionales y los diferentes Estados pueden sentirse preocupados por el riesgo sistémico que estos nuevos instrumentos creados pueden llevar aparejado en la economía⁸¹⁵.

Por otra parte la aparición de nuevos productos digitales, en particular el citado *bitcoin*, divisa que, como hemos dejado indicado, no tiene ningún valor como medio de cambio ordinario, pueden suponer un conjunto de nuevos riesgos que pueden concretarse en los siguientes:

- a) Falta de seguridad en lo referente a la contratación, al ser realizada por plataformas de negociación privadas que no cuenten con las garantías necesarias para evitar los ciber-ataques y que, como consecuencia del anonimato que representa su contratación a través de la tecnología *blockchain* hace, prácticamente, imposible rastrear el origen de dichos ciber-ataques y tomar las medidas necesarias para evitarlos en el futuro.
- b) Falta de control de las masas monetarias negociadas en la contratación de las ciber-monedas, lo que ocasiona una alta dificultad para determinar el origen de los fondos negociados, pudiendo fácilmente utilizarse este procedimiento para el lavado de dinero y eludir el control en el blanqueo de capitales.
- c) La contratación de divisas virtuales, así como de sus derivados, lleva implícito una extraordinaria volatilidad, la cual se estima en seis veces superior a la divisa que podemos encontrar más volátil en el mercado, al representar esta negociación una curva de oferta prácticamente rígida frente a una demanda que lleva implícita fuertes fluctuaciones y oscilaciones.

⁸¹⁵ En un espacio de tiempo de, aproximadamente un año, la criptomoneda conocida como *bitcoin* ha tenido una pérdida de aproximadamente, el 83% de su valor pasando de cotizar desde los 20.000 dólares a estar haciéndolo sobre los 3.000 dólares. Eso da la medida del alto componente especulativo que dicho instrumento financiero lleva incorporado. En palabras del expresidente del Banco de Holanda Nout Wellink, comparando la burbuja creada por el *bitcoin* con la que en su día produjo con la de los tulipanes afirmó "el *bitcoin* es mucho peor por cuanto en el caso de los tulipanes al final te quedabas con un bulbo de tulipán, mientras que ahora no tienes nada entre las manos". A su vez el Presidente del Banco Americano JP Morgan, Jamie Dimon, calificó el *bitcoin* como un fraude. Igualmente el conocido economista Nouriel Roubini dijo, sobre dicha moneda, que se puede asimilar a un esquema Ponzi, destinado a actividades ilegales o criminales. Por último, con una cierta ironía, Benoit Coeuré, miembro del Consejo de Administración del Banco Central Europeo, manifestó: "igual me parte un rayo por decir esto, pero el *bitcoin* es una idea extremadamente inteligente, pero no todas las ideas inteligentes son una buena idea" (Periódico La Vanguardia de 23 de enero de 2018, Suplemento Dinero pág. 3.). Después de tan "doctas" opiniones, estimamos que está todo dicho sobre la citada criptomoneda digital.

d) Falta de eficiencia, al necesitar su creación de un fuerte consumo, que suponen tener que emplear masivamente potentes equipos informáticos. A este respecto, se ha calculado que las emisiones anuales provocadas por las denominadas “granjas de minado” (instalaciones formadas por un importante conjunto de ordenadores) suponen más de 16.000 Kilotones de CO₂, teniendo en cuenta que parte de esa energía consumida es obtenida, a partir, de plantas de carbón.

III

En base a las anteriores consideraciones, debemos concluir que, de las dos finalidades perseguidas por los mercados de derivados, cobertura de riesgos y especulación, en la actualidad, prima claramente la segunda sobre la primera, encontrándonos en presencia de un mercado global en donde los actores intervinientes participan más por cuestiones “agio y especulación” que por razones económicas de cobertura de riesgos. La aparición de los contratos de futuros sobre el *bitcoin* no hace sino reafirmar la idea que apuntamos. Hoy en día, el verdadero motivo que impulsa la contratación de derivados, en la mayor parte de los casos, es el especulativo como pone de manifiesto la contratación exponencial que se ha producido de estos productos en los últimos 60 años. Para colmo de males, impulsado sin duda, por un afán lucrativo, el hecho de que las principales Bolsas de derivados del mundo hayan comenzado a negociar contratos de Futuros sobre el *bitcoin*, divisa virtual que ni está respaldada por ningún Banco central ni por ningún Gobierno y que, por si sola, no tiene ningún valor intrínseco ni sirve para la adquisición de ningún tipo de bien o derecho, corrobora lo que anteriormente decimos.

Por todo ello, creemos, que tanto por el crecimiento desmesurado de estos mercados (basada en la ingente especulación existente), como por la creación y contratación de estos nuevos productos virtuales, junto con sus derivados, pueden dar lugar, en un breve periodo de tiempo, al estallido de una nueva burbuja financiera, con las desagradables consecuencias por todos conocidas.

En este sentido, tanto las autoridades de la Unión Europea como las de Estados Unidos se encuentran, actualmente, tomando medidas para tener sujetas y supervisadas la contratación sobre *bitcoines*. Ello en base a controlar, tanto “las granjas de minado” y los servicios de mantenimiento de las mismas, como con las transferencias realizadas en las citadas divisas virtuales. En el mismo sentido, en Estados Unidos, al hacer depender la

supervisión de la contratación de la criptodivisa de la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*⁸¹⁶, y darle, de esta manera, un tratamiento asimilado a las *commodities* hace llevar aparejado que los operadores del mercado tienen que ofrecer a los distintos inversores la posibilidad de poder recuperar físicamente el dinero invertido, en los citados *bitcoins*, en un plazo máximo de 28 días⁸¹⁷.

IV

Aunque los mercados de derivados surgen en España como consecuencia de la iniciativa privada solo adquieren dimensión necesaria cuando las autoridades públicas respaldan esta actividad e impulsan, a través de las medidas adecuadas, su desarrollo. Es más, podemos afirmar, que los que se crean a impulso de determinados colectivos particulares (por ejemplo el de cítricos de Valencia o el de aceite de oliva en Jaén y no son apoyados, de forma determinante, por las autoridades administrativas centrales, sino por organismos autonómicos, transcurrido un cierto periodo de tiempo terminan por desaparecer). Esta forma de configurarse, similar a los nacidos y existentes en la mayor parte de los países europeos, es claramente distinta al desarrollo de los mismos en los Estados Unidos los cuales se crean y funcionan, a través de la iniciativa privada en tanto que disponen de la suficiente masa crítica, tanto a nivel de instituciones y particulares que acuden a los mismos, como de recursos económicos necesarios, permitiendo, así, su subsistencia sin necesidad de ayudas o subvenciones estatales.

Por otra parte, la creciente legislación americana y europea dictada, sobre todo, a partir de la crisis económica acaecida en los años 2007/2008, encauzando la forma de actuación de estos mercados y, por tanto, buscando un exhaustivo control sobre ellos hace que sea, prácticamente, imposible desarrollar actuaciones y fórmulas fuera del control administrativo de los Estados en que surgen. De ahí, que, por lo menos respecto a Europa y Estados Unidos, debamos afirmar que se trata de mercados absolutamente “estatificados y regulados” donde la iniciativa privada se encuentra, en la actualidad, totalmente encauzada dentro de los parámetros fijados por el poder público.

⁸¹⁶ La *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, es un organismo creado, en el año 1974, por la *Commodity Futures Trading Commission Act*, como Agencia federal independiente encargada de la regulación de los contratos de Futuros y Opciones sobre materias primas que se negocien en los Estados Unidos.

⁸¹⁷ A este respecto, se ha indicado que la fuerte especulación producida en la cotización del *bitcoin* se ha debido, en gran medida y entre otra razones, como consecuencia de declararlo, en Estados Unidos, *commodity* y asimilarlo, en su tratamiento, al resto de materias primas existentes, a lo que también ha contribuido, sin ninguna duda, la creación de contratos de derivados con posibilidad de negociarse en mercados regulados, tomando esta moneda como subyacente.

Prueba de lo que decimos, es la actual configuración de los derivados *OTC* en Europa después de la legislación introducida por la normativa desarrollada por las denominadas MIFID I y II, así como los Reglamento *MIFIR* y *EMIR*. Igualmente, respecto de Estados Unidos, por la legislación americana establecida a través de la Ley *Dodd-Frank*⁸¹⁸. A este respecto, indicaremos que *Christopher John Dodd*, senador, y *Barney Frank*, congresista, dieron forma a la llamada *Ley Dodd Frank*. Esta Ley, también conocida, como Ley de Reforma de Wall Street, supuso un antes y un después en la regulación de los mercados americanos. Dicha norma gira sobre dos pilares fundamentales. Por un lado, la protección del consumidor y/o inversor, creándose, a tal efecto una Agencia específica para dicho fin; en el mismo sentido se potenciaron las facultades de la *Securities Exchange Commision (SEC)* sobre las agencias de *rátинг*, en parte, directamente, responsables de la crisis producida. Por otra parte, se han creado diversos instrumentos⁸¹⁹ que pretenden conseguir un seguimiento exhaustivo de estas entidades. En este sentido se amplió, considerablemente, la supervisión de las entidades financieras que operan en Estados Unidos⁸²⁰ y así, estas entidades han pasado a clasificarse en “sistémicas o no sistémicas”, en base a que cuenten con unos activos superiores a 50.000 millones de dólares o no, siendo las primeras objeto de un seguimiento especial y pormenorizado.

Desgraciadamente a nuestro juicio, la Administración *Trump*, escuchando, tal vez, la voz de los poderosos intermediarios financieros que operan en Wall Street, y, a su vez, desoyendo a los diversos supervisores y reguladores, ha comenzado un proceso de desmantelamiento de dicha Ley. Para ello, como primer paso, se ha elevado el umbral, para considerar a una entidad financiera como “sistémica”, de los 50.000 millones de dólares en activos, antes apuntados, a los 250.000 millones de dólares. A este respecto, pensamos, que el proceso de desregulación, puesto en marcha nuevamente, no ha hecho más que empezar con lo que, en un futuro próximo, nos tememos, volverán a aflorar las presiones para la relajación de los controles establecidos en su día.

Por otro lado, como consecuencia de que la actual situación económica global, se impone establecer serias restricciones al desarrollo de la correspondiente libertad de la autonomía de la voluntad en la contratación de estos productos, reconduciendo esta, exclusivamente a la posibilidad de adherirse o no a unos determinados y, previamente confeccionados, *contratos de adhesión* creados, bien por las autoridades de estos mercados, bien por determinadas entidades financieras, las cuales regulan no solo la perfección de dichos contratos, ofreciendo en la mayor parte de los casos la

⁸¹⁸ Christopher John Dodd, senador, y Barney Frank, congresista, dieron forma a la llamada Ley *Dodd Frank*. Esta ley tenía, como principal objetivo, frenar los excesos de Wall Street e impedir una nueva crisis como la acaecida con Lehman Brothers .

⁸¹⁹ Tales como los denominados “test de estrés” y de “control de riesgos”, así como se pontenciaron los procedimientos de auditoría interna de las entidades de crédito.

⁸²⁰ En este sentido, se ha incluido, en la nueva normativa supervisora, a las filiales de las entidades extranjeras con actividad en Estados Unidos.

correspondiente contrapartida, sino, también, su liquidación, ejecución y publicidad de los mismos.

V

Los Instrumentos Derivados son un paso más en la larga evolución jurídica y económica de lo que comenzó siendo un simple papel donde se incorporaba cartularmente una obligación respecto de terceras personas, pudiendo de esta manera ejercer el derecho incorporado el tenedor del documento al que el ordenamiento jurídico le considera titular del derecho y por tanto acreedor del mismo que en dicho documento queda reflejado. Al mismo tiempo, esta configuración jurídica permitía como consecuencia de la necesidad de financiación de grandes proyectos industriales, emitirlos “en masa” y tratarlos bajo la consideración legal de bienes muebles bajo la denominación de valor mobiliario.

El importante desarrollo que alcanzan los mercados financieros en la primera mitad del siglo XX, hace que ya no sea demasiado práctico la documentación del derecho de forma física y cartular. Como consecuencia de ello se procede a desincorporar el derecho del título, pasando a configurarlo, primero, como una simple referencia técnica, para pasar, en una siguiente fase, a configurarse como una mera anotación en una cuenta con lo cual se pierden las dos características fundamentales de los valores mobiliarios: su consideración como documento representativo de un derecho y su tratamiento jurídico de bien mueble.

No obstante, a nuestro juicio, lo más importante de la trayectoria seguida es que se ha pasado de su configuración jurídica cartular, en donde la tenencia física del documento otorgaba los correspondientes derechos reflejados en él, a un planteamiento jurídico estrictamente registral en donde la inscripción en el correspondiente registro supone la acreditación necesaria y suficiente para ejercer la titularidad y el ejercicio del derecho que en dicha inscripción se refleja. Consecuentemente con ello, nuestra antigua Ley del Mercado de Valores de 24 de julio de 1988 prescinde del concepto de “valor mobiliario” para pasar a denominarlos como “valores negociables”, concepto este, en mi opinión, más ambiguo y generalista que permite ir incorporando, como en la citada Ley se prevé, los nuevos productos que vayan surgiendo a través del tiempo. Con ello se está pasando a otra realidad mercantil en que ya no se va a hablar de títulos valores o valores mobiliarios sino a un nuevo concepto denominado derechos-valor.

Al mismo tiempo se crea un concepto nuevo que se denomina “instrumento financiero” en que van a tener cabida todos los productos que se integran dentro de la categoría general de derivados financieros y en donde, como hemos visto, el sistema se estructura sobre la necesidad

ineludible de inscribir, con carácter constitutivo (salvo en algunos escasos casos de contratos *OTC*) la transacción en el correspondiente registro (incluso para la mayor parte de las operaciones *OTC* después de la legislación conocida como *MIFID I, II*⁸²¹, *EMIR* y *MIFIR*). En todos los casos de instrumentos derivados la transferencia informática y contable es fundamental y necesaria, como único requisito, para la eficaz transmisión del derecho.

¿Qué nos deparará el futuro? Es difícil preverlo, pero es evidente que se ha prescindido, en los mercados financieros de una serie de componentes jurídicos como la transmisión de los derechos sujeta a los parámetros del documento elaborado y el principio de la contratación privada o la más exigente, de la contratación bajo los principios de la fé pública que durante tantos años, por no decir siglos, han regulado nuestras relaciones contractuales, por otro sistema en donde los principios que dominan son los de automatismo, contratación electrónica y constatación registral para la eficacia de las múltiples relaciones jurídicas que se plasman en el mercado financiero.

Las nuevas técnicas informáticas que se están imponiendo en los mercados como la *contratación blockchain*, la *contratación electrónica* y *algorítmica* hacen que, en mi opinión, la evolución no esté, ni mucho menos, terminada.

VI

Por lo que se refiere a la configuración de los mercados de derivados en España, al ser nuestro país miembro de pleno derecho de la Unión europea tiene, obligatoriamente, que transponer y adaptar su legislación a las reglas establecidas y aprobadas por los órganos de aquella como hasta la fecha ha venido ocurriendo.

En este sentido, a partir el año 1989 y como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores de 24 de julio de 1988, se ha producido una auténtica revolución en la nueva configuración dada a nuestro mercado de valores. Así, en un plazo de unos 30 años nuestro país ha pasado a tener una actividad bursátil comparable y homologable con

⁸²¹ En concreto la legislación sobre *MIFI II*, viene establecida por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, (en virtud de la cual, se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE), la Directiva 2016/1034 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio (modificativa, a su vez, de la anterior Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo), la Directiva 2017/593/UE de la Comisión de 7 de abril y el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, relativo, igualmente, a los instrumentos de los mercados financieros (el cual, a su vez, modifica el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio).

Todas estas normas de la Unión Europea han sido transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico por los Reales Decretos Ley 21/2017 de 29 de diciembre y 14/2018 de 28 de septiembre, los cuales han sido desarrollados, reglamentariamente por el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.

cualquiera de nuestros pares europeos. En particular, dentro del mercado de derivados no olvidemos que la primera regulación sería que se produce en España se produce con la entrada en vigor del Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre⁸²². En tan corto periodo de tiempo se ha conseguido tener un mercado de derivados eficiente y con un alto grado de sofisticación. La contratación de diversos productos derivados, sobre la base de un importante número de subyacentes distintos, supone que el funcionamiento del mercado cumpla, de forma adecuada con las expectativas con las que se creó. A su vez, la incorporación sucesivamente de nuevos contratos, como los recientes sobre la energía eléctrica, o los más novedosos sobre el gas, hace que cada vez las posibilidades de atender las necesidades que se van produciendo en nuestra economía sean cubiertas con nuevos productos, aunque en muchos casos estos novedosos instrumentos no llegan al gran público. En este sentido, en la actualidad, se está estudiando por parte de *MEFF Exchange SAU* la posibilidad de lanzar al mercado contratos de futuros sobre pares de divisas, así como un nuevo contrato sobre el Ibex, denominado Micro Ibex el cual tiene por objeto acercar la contratación de futuros a un gran número de futuros inversores, con capacidad económica más limitada.

No obstante, en el deber, del funcionamiento del mercado, hay que hacer mención a que la rapidez con la que se ha creado ha hecho que, en algunos casos, la contratación de nuevos productos no haya gozado de la necesaria tranquilidad para su asentamiento. En este sentido, debemos señalar respecto al Mercado de Derivados sobre Energía Eléctrica, en nuestra opinión, desgraciadamente, no ha pasado de ser un mercado para iniciados sin que haya llegado, de forma significativa, al público inversor. Sería de desear que, en futuro próximo, estos productos fueran objeto de una más amplia divulgación, por parte de *MEFF Exchange SAU*, de tal forma que se consiguiese unas cifras importantes de negociación entre los inversores-particulares y no, como ocurre, en la actualidad que este mercado esté en manos, prácticamente en exclusiva, de los actores profesionales que intervienen en el sector eléctrico, en donde, además, los precios de las operaciones son pactados, con carácter previo a la publicación de las transacciones, por ambas partes y fuera del mercado, no pudiendo hablar, por tanto, de negociación dentro del mercado de las distintas operaciones.

En otro orden de cosas y por lo que respecta a la contratación de derivados *OTC* la legislación europea ha buscado, visto los resultados de la crisis económica de los primeros años del siglo actual, establecer fórmulas que permitan tener un conocimiento exacto de la situación en la que se encuentra, esta parte del mercado extrabursátil. Así se podrá detectar, con la antelación suficiente, el riesgo sistémico existente en cada momento. Tanto el Reglamento 640/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de julio, sobre derivados extrabursátiles, conocido por sus siglas *EMIR*, como el Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de

⁸²² Norma, esta, posteriormente derogada por el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre el cual, a su vez, ha sido, igualmente, derogado, en su totalidad, por la Disposición final cuarta del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre .

mayo, por el que se aprueba las normas denominadas MIFID II buscan y pretenden esta finalidad. La primera de ellas, estableciendo la necesidad que todo tipo de contratos de derivados que se negocien en el mercado *OTC* deberán, obligatoriamente, a partir del 12 de febrero de 2014, registrarse en unas entidades establecidas al efecto, conocidas como entidades de registro y previamente autorizadas por *ESMA*. La segunda, impulsando la negociación de instrumentos derivados, contratados en el mercado *OTC*, hacia los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación o los sistemas organizados de contratación.

Estas medidas, a mi juicio, claramente positivas y necesarias, consiguen ofrecer, ya actualmente, y, sobre todo, en el futuro, un conocimiento exacto de la contratación *OTC* y de los riesgos sistémicos vigentes económicos, en cada momento, intentándose con ello evitar la situación de desconocimiento en que se encontraban las autoridades de los distintos Estados cuando se produjo la crisis de las hipotecas *subprime*.

VII

Por lo que respecta a las situaciones producidas, como consecuencia de la convergencia de una pluralidad de legislaciones, tema bastante corriente en la contratación de derivados internacionales, la norma de actuación europea se concreta, específicamente, en el Reglamento 593/2008 del Parlamento y del Consejo de 17 de junio, conocido como “Roma I”, sobre leyes aplicables a las obligaciones contractuales.

Esta norma, viene a resolver todas las cuestiones que se planteen en relación a los conflictos de legislaciones en la contratación *OTC*, en favor de la *lex contractus* o *lex loci celebrationis*. En este sentido los principales modelos de acuerdo marco (el *Contrato Marco de Operaciones Financieras*, el *European Master Agreement* y el *ISDA Master Agreement*), en los que se basan la gran mayoría de la contratación *OTC* propugnan ese principio basado en la *lex contractus*, respetando el principio de libertad contractual de las partes para determinar cuál es la ley que debe regir las relaciones contractuales. Por otro lado respecto a la ley que debe regir las garantías prestadas en caso de que la ley que se aplica al contrato no coincida con la ley que regule la garantía la solución no está tan clara, predominando, según el tipo o clase de garantía, la ley aplicable al contrato o la ley del país donde se registre la garantía.

Por otra parte, en relación a la contratación realizada en mercados organizados, también ha sido determinante las aportaciones que a este respecto se han producido a nivel de acuerdos internacionales. En este sentido, el paso más importante se dió con el Código de Conducta Europeo

para la Compensación y Liquidación de Operaciones (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*). La regla general, en estos supuestos, es que la ley que prima respecto a las operaciones contratadas en los mercados organizados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) y sistemas organizados de contratación (SOC)⁸²³ será la ley del mercado donde se realice operación, que es tanto como decir, que es la ley del país donde resida la autoridad rectora del mercado.

En consecuencia, de lo anteriormente apuntado se deduce que pocos problemas se plantean, realmente complicados y difíciles de resolver en materia de contratación internacional de derivados financieros, tanto en su vertiente *OTC* como la realizada en mercados organizados, habida cuenta de los acuerdos y tratados celebrados entre los distintos países y por las propias normas elaboradas y aprobadas por la Unión europea.

VIII

Mayores problemas, sin duda, plantean los contratos de derivados financieros que se ven inmersos en situaciones concursales. La regulación de este tipo de contratos presenta una serie de particularidades que hace necesario adaptar el régimen concursal general a las situaciones que se plantean con los mismos. No olvidemos que tanto el Derecho Bursátil como el Derecho Concursal son, ambos, parte de un tronco común que es el Derecho Mercantil y que las soluciones buscadas deben adaptarse lo suficiente para que dicho tronco común no se violenta en demasía.

Los derivados financieros se instrumentan, siempre, jurídicamente, a través de una relación contractual. En este sentido el derecho concursal no hace sino recoger las diferentes relaciones jurídicas que se dan entre la persona, en estado de insolvencia, y los terceros acreedores. Son dos normas jurídicas las que, básicamente, tienen absoluta prevalencia en esta materia. Por un lado, la Ley Concursal de 9 de julio del 2003, que establece el marco general para las situaciones concursales, y en este sentido, uno de sus principios generales indica que “en los casos de concurso se tendrán por no puestas las cláusulas que establezcan las facultades de resolver o extinguir el contrato a causa de la declaración del concurso de cualquiera de las partes, salvo que lo establezca una disposición legal o una norma con dicho rango permita, a las partes pactar causas de resolución como consecuencia de concurso o liquidación administrativa de una de las partes”.

⁸²³ Estos últimos, como en su momento hemos indicado, han sido introducidos por el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, cuya característica fundamental frente a la regulación de los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación es que admiten que la ejecución de órdenes en los mismos se efectue mediante reglas discretionales.

Frente a este régimen general establecido por la Ley Concursal, el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, viene a contemplar un régimen especial, en materia de contratos de derivados, que supone una excepción de dicho régimen general, en dos supuestos específicos. Por una parte, los denominados Acuerdos de Compensación Contractual. Por otro lado, los llamados Acuerdos de Garantías Financieras. En ambos supuestos, se señala que la declaración de vencimiento anticipado de las operaciones incluidas en los mismos “no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa”. Con lo cual, en estos supuestos, en principio, cabe la posibilidad de que las obligaciones incluidas en estos acuerdos queden al margen del procedimiento concursal. Igualmente, se declara la validez, en dichos Acuerdos de Compensación Contractual⁸²⁴ de la cláusula

⁸²⁴ Conforme establece el artículo quinto del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, los Acuerdos de Compensación contractual son aquellos en que las partes prevén la creación de una única obligación jurídica que comprenda todas las operaciones financieras realizadas en base a dicho acuerdo, de tal forma que, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto resultante de la liquidación del conjunto de dichas operaciones incluidas en aquél. Liquidación que deberá efectuarse de acuerdo con las normas contenidas en dicho acuerdo o en acuerdos, anteriores o posteriores, siempre que guarden relación con este. En este sentido se definen como operaciones financieras, y por tanto susceptibles de incluirse en los Acuerdos de Compensación Contractual las siguientes:

- a) Los acuerdos de garantía financiera.
- b) Los préstamos de valores.
- c) Las operaciones financieras realizadas sobre cualquier tipo de instrumentos financieros detallados en el artículo 2º del TRLMV.
- d) Las cesiones en garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual materializadas en deuda pública, valores negociables o efectivo.
- e) Las operaciones de dobles o con pacto de recompra sobre cualquier clase de activos y valores.
- f) Las operaciones de contado sobre valores negociables contratados en un mercado oficial o en un sistema multilateral de negociación.

Como anteriormente hemos indicado, es el artículo 16 del Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, el que regula los efectos que se producen, en el concurso de acreedores, los indicados Acuerdos de Compensación Contractual. En este sentido, el principio general, de esta excepcional regulación, se contiene en el número 1º del citado artículo 16 cuando señala que “la declaración de vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución, o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual o de las operaciones financieras realizadas en el marco del mismo o en relación con él no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa”, añadiendo dicho precepto, a continuación, que en el caso de ejercerse acciones resolutorias, la indemnización que procediera deberá ser calculada conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo marco. De esta manera, el legislador, respecto de las operaciones incluidas en los acuerdos marco, las excluye del proceso concursal y permite que ellas sean liquidadas conforme a lo establecido por las partes otorgantes sin verse involucradas en dicho proceso. Con ello, se deja sin posibilidad de aplicación lo dispuesto en el artículo 61º nº 3 de la Ley Concursal.

*Close-Out Netting*⁸²⁵, según la cual, en el caso de distintas operaciones realizadas por los sujetos, dentro del correspondiente Acuerdo Marco, se permite determinar el saldo neto de la liquidación de las distintas operaciones según hayan acordado las partes del mismo. En definitiva, la legislación especial, permite, muy acertadamente a nuestro juicio, a las entidades financieras elegir entre acogerse a que el crédito sea calificado contra la masa en el procedimiento concursal ordinario u optar por el régimen extra concursal propio de los instrumentos financieros previsto en dicha norma especial. Otro tanto cabe decir, también acertadamente en nuestra opinión, del régimen especial de ejecución de garantías colaterales previsto en el Real Decreto 5/2005, bajo la denominación de Acuerdos de Garantías Financieras. Según este, se admite la posibilidad de ejecución separada en cualquier momento, de acuerdo con lo previamente pactado por las partes, sin necesidad de incluir dicha garantía en la masa de bienes del concurso.

En consecuencia, de todo lo apuntado anteriormente, debemos concluir en que el régimen excepcional, respecto de los contratos de derivados financieros en los concursos, da respuesta acertada y eficaz a los problemas que este tipo de instrumentos pueden plantear en las situaciones de insolvencia de los deudores, en que por la especialísima idiosincrasia de estos productos merecen, a todas luces, un tratamiento especial y diferenciado.

CONCLUSIÓN FINAL

⁸²⁵ Como ya hemos estudiado, anteriormente, por medio de esta cláusula, contenida en los acuerdos marco, se permite que los resultados de las distintas operaciones contenidas en los mismos se puedan compensar unas con otras, de tal forma, que al final se determine un único saldo neto, a favor de una parte y en contra de la otra, que solo será el saldo exigible.

La cuestión, por tanto, es determinar si el acuerdo marco es resistente al concurso y queda, por tanto, al margen de dicho proceso concursal al permitirse “netear” (*netting*) las distintas operaciones surgiendo, en consecuencia, una sola obligación jurídica de pago, pudiendo, en consecuencia, la entidad financiera efectuar un solo cargo o abono en la cuenta respectiva del cliente. No obstante lo anterior, las operaciones que se integran en el referido acuerdo marco dan lugar a auténticas obligaciones autónomas no habiendo vinculación jurídica entre ellas, salvo en lo referente a la formación del saldo final, de unas con otras.

Al permitirse y protegerse en el proceso concursal esta operativa, ello lleva aparejado que no tengan que computarse, en el concurso, los distintos resultados individuales. Téngase presente, además, que el *quantum* de cada una de ellas puede variar a través del tiempo dado la fuerte volatilidad de estos productos (no solo en cuanto a su importe, sino, también, en cuanto a su signo acreedor o deudor para cada una de las partes).

Por tanto, en consecuencia, las partes tienen como única obligación principal, de acuerdo con la cláusula *CLOSE-OUT-NETTING*, incluida del acuerdo marco, responder del saldo final resultante de las diferentes liquidaciones pactadas realizadas por la entidad financiera o un tercero, según hayan acordado las partes.

A lo largo de estas páginas hemos intentado dar una visión lo más exhaustiva posible de los derivados financieros y la problemática específica que ellos contienen. Todo ello, a pesar del corto período de tiempo que tienen en nuestro país (poco más de 30 años) y de los escasos estudios existentes sobre esta parte del Derecho Bursátil.

En este sentido, desde la perspectiva del inversor-consumidor, son productos, en la mayor parte de los casos, difíciles de entender y en no pocos supuestos complicados de aplicar. Su utilización suele engendrar, asímismo, situaciones de riesgo extremo que pueden hacer incurrir en fuertes pérdidas patrimoniales a los que los emplean.

Por otra parte, desde un punto de vista de la economía de un país determinado, su utilización en masa puede llevar aparejado un importante riesgo sistémico que repercuta de forma significativa en la economía real de un Estado, en concreto, ocasionando, como en la última crisis ocurrida, un retroceso importante en el crecimiento de determinados países. De ahí, que sea fundamental establecer las correspondientes salvaguardias y controles para que esto no ocurra. Así lo señalaba recientemente Jamie Dimon, a la sazón consejero delegado de J.P. Morgan, primera entidad bancaria del mundo occidental, al rememorar las causas de la crisis producida hace diez años, señala como causa principal de la misma, la falta de control en las garantías exigidas. A este respecto, lo que engendra y significa esta palabra, en el mundo de los derivados, es, en nuestra opinión, la clave en el funcionamiento correcto de estos mercados. Las garantías, tanto en cuantía adecuada como en activos sólidos, son la base indispensable para una gestión eficaz del riesgo asumido en la contratación de derivados.

Los Estados, a ambas partes del Océano Atlántico lo entendieron perfectamente, y así tanto la legislación americana como la de la Unión Europea, estudiada a través de estas páginas, intentó acotar un campo, hasta ese momento, fuera de toda regulación. En nuestra opinión, este enfoque va por el buen camino y a pesar de que las entidades financieras, como consecuencia de los controles regulatorios, tengan menos margen financiero y, en consecuencia, menos beneficios, tendremos, no obstante, esta parte de la economía más sujeta y controlada, sin posibilidad de que el afán desmedido, de determinados operadores del mercado, ocasione una nueva crisis financiera con las consecuencias conocidas por todos.

Por último, queremos hacer dos reflexiones, una de carácter formal y de técnica legislativa y la otra de carácter material o de finalidad económica.

Respecto de la primera de ellas, entendemos que tal y como se ha producido la incorporación de la legislación contenida en MIFID II, a nuestro ordenamiento jurídico, es un ejemplo de como no se debe realizar la integración e incorporación, a nuestro Derecho, de una materia tan sensible y que afecta a un importante conjunto de la población. Lo primero que se enseña y aprende un jurista es que, en primer lugar, se aprueban y entran en vigor las normas con rango legal, posteriormente, se dictan las normas reglamentarias generales y, por último, se publican los reglamentos ejecutivos o de actuación. Pues bien, la incorporación de la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo y el Reglamento 600/2014, también de 15 de mayo, se ha efectuado, en nuestra opinión, de forma caótica y nada sistemática y sin respetar como veremos a continuación el orden de prelación de normas apuntado. Como consecuencia de la necesidad de transponer, a nuestro ordenamiento jurídico, las citadas normas se comenzaron a preparar un anteproyecto de ley de reforma del mercado de valores, el cual demóro, más de lo previsible y necesario, su discusión y aprobación por el Parlamento Español. Como consecuencia de ello, y ante la aplicación inminente por parte de las autoridades europeas de las sanciones correspondientes, hubo que dictarse, por el gobierno, de manera urgente el Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre que incorporó, de forma parcial, las medidas más imprescindibles contenidas en las normas comunitarias apuntadas. De esta forma, se tuvieron que aprobar un nuevo Reglamento de Actuación para *MEEF Exchange SAU*, con entrada en vigor el 3 de enero de 2018⁸²⁶, junto con unas nuevas Condiciones Generales para los distintos Segmentos de productos del mercado, todas ellas, también en fecha 3 de enero de 2018⁸²⁷. A continuación, casi un año después, se dictó el Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, modificativo de la Ley del Mercado de Valores, haciendo necesario, nuevamente, no habiendo transcurrido ni un año, volver a cambiar las Condiciones Generales, para el Segmento de Derivados Financieros en fecha 10 de octubre de 2018. Por lo que respecta a *BME Clearing SAU* la situación es semejante. En fecha 22 de mayo de 2018, se procede a aprobar su Reglamento de Actuación⁸²⁸. En esa misma fecha entran, también, en vigor el conjunto de Condiciones Generales para los distintos Segmentos. Por último, en fecha 10 octubre de 2018, con entrada en vigor el 4 de diciembre de 2018⁸²⁹, se aprueban unas nuevas Condiciones Generales para el Segmento de Derivados Financieros. Por último, se dicta, como desarrollo reglamentario general de los Reales Decretos Ley apuntados, el Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre. A la vista de esta cadena inflacionista de normas en donde se dictan las disposiciones reglamentarias ejecutivas, antes que las normas de rango legal, así como, también, antes que las disposiciones reglamentarias generales, no podemos emitir un juicio favorable sobre esta forma y manera de elaborar las distintas normas, lo que redunda, sin lugar a dudas, en que

⁸²⁶ El anterior Reglamento de Actuación aprobado era de fecha 10 de septiembre del 2013.

⁸²⁷ Las anteriores Condiciones Generales habían sido aprobadas en fecha 20 de septiembre de 2016.

⁸²⁸ El anterior Reglamento de Actuación fue aprobado en fecha 18 de septiembre de 2018, con lo cual estuvo en vigor menos de un año.

⁸²⁹ Esta vez las anteriores Condiciones Generales consiguieron estar en vigor seis meses.

las mismas se confeccionen y entren en vigor , todas ellas, con un fuerte componente de provisionalidad y sin la necesaria tranquilidad, en su elaboración, que hace que tengan que ser continuamente reformadas y revisadas.

En relación a la segunda de las cuestiones planteadas, supone replantearnos cual es la utilidad y necesidad de la mayor parte de los productos financieros que se negocian en los mercados, hoy en día. Como hemos indicado en las páginas precedentes, los instrumentos negociados en los mercados de derivados responden a una triple finalidad: favorecer las coberturas respecto de los subyacentes contratados, dar liquidez a los productos financieros negociados mediante la oportuna especulación y conseguir la mayor eficiencia posible de dichos mercados mediante los correspondientes arbitrajes. En este sentido, creemos, la especulación en los mercados de derivados, debe darse por cuanto redunda en facilitar la contratación, consiguiendo hacerla más líquida. Pero la especulación es, en si, un medio para conseguir el fin apuntado. No puede convertirse en el único fin del mercado porque, entonces, éste, deja de ser un instrumento útil al desarrollo económico para pasar a convertirse en centros de juego o azar, y esto es lo que, últimamente, es perseguido con la implantación de las nuevas figuras recientemente creadas. Así las denominadas opciones binarias, con diversos subyacentes como divisas, tipos de interés, materias primas o índices, en las cuales, frecuentemente, entre la contratación y liquidación del producto no transcurre más una hora. Los denominados CFD's, en donde se ha llegado a permitir un altísimo grado de apalancamiento con la exclusiva finalidad de que hubiera la mayor cantidad de público utilizándolos y especulando con ellos. Los denominados productos estructurados, de difícil comprensión, en la mayor parte de los casos, por el público especialista. Los derivados, sobre las llamadas criptomonedas, creados y admitidos a negociación recientemente en donde, si la cotización de la moneda digital lleva consigo, como se ha puesto de manifiesto, una altísima volatilidad, la cotización del derivado sobre la misma, todavía, supone incrementar, ésta, más. Por último, los productos derivados *OTC* (entre los que se encuentran los denominados fondos en los que los importes a reembolsar, en determinados casos sea inferior al 90%), cuyos subyacentes, habitualmente, no se negocian en mercados regulados o plataformas de negociación debidamente aprobadas y en los que, por tanto, su contratación y precio goza de un cierto grado de obscurantismo, al no tener que publicarse diariamente los precios y las posiciones de oferta y demanda. Pues bien, todos los productos apuntados no se han creado, principalmente, por ser necesarios y convenientes para el desarrollo de la economía de los distintos países. Han nacido con una finalidad, principalmente, por no decir exclusivamente, de favorecer la actividad del juego y azar, y bajo la falsa premisa de que de esta forma se favorece el desarrollo de los mercados. En este sentido, entendemos que los mercados financieros no pueden ser centros en donde la especulación sea la principal finalidad y, en este sentido, no hay más remedio que poner las medidas necesarias para evitar esta situación ya que, sino, iremos, paulatinamente,

poniendo las bases para futuras e innumerables burbujas y crisis financieras similares a la última ocurrida, en los años 2007/2008, provocada, sin ninguna duda, por determinadas personas y entidades que con una falta absoluta de escrúpulos comenzaron a crear y distribuir instrumentos derivados sobre unos subyacentes, a todas luces sobrevalorados, con las consecuencias por todos conocidas. En este sentido las medidas tomadas por *ESMA*, concretadas en las normas conocidas como MIFID I y MIFID II, e incorporadas a las legislaciones de los distintos países y aplicadas por las distintas Autoridades supervisoras, son importantes y van en el buen camino, pero, estimamos, no son suficientes. Las Autoridades de supervisión, tanto europeas como americanas, deben dar los pasos adecuados para, sin perder de vista la finalidad última de los mercados, ejercer un control mayor sobre los productos que son lanzados al mismo, por los distintos operadores, aumentando de forma importante las coberturas a consignar⁸³⁰, o incluso, llegando a prohibir la comercialización de determinados productos⁸³¹. En este sentido, las últimas noticias que nos llegan, de próximas futuras reformas en los estatutos reguladores de la *European Stock and Markets Authority (ESMA)*, la *European Banking Authority (EBA)* y la *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)* van por el camino de potenciar y, de forma especial, ampliar sus facultades de supervisión y control, lo que, a todas luces, nos parece imprescindible para conseguir que los mercados de instrumentos derivados y, en general de productos financieros cumplan, cada vez más, su misión como medios para el desarrollo económico de los distintos países.

⁸³⁰ Como se ha hecho por la CNMV en España en los CFD's, a instancias de *ESMA*.

⁸³¹ Como, también, ha ocurrido con las opciones binarias por parte de *ESMA*.

ANEXO BIBLIOGRÁFICO

AAVV “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros”. Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo del 12 al 16 de Septiembre de 1994, Santander. Publicado por el Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1995.

AAVV (Dir. Díaz Ruiz y Larraga) “Productos financieros derivados y mercados organizados” (Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo entre el 15 y 19 de julio de 1996). Editorial Civitas, Madrid, 1997.

AAVV (coord. Jiménez Sánchez y Díaz Moreno), “Derecho Mercantil. La contratación en el mercado de valores”, Volumen VI, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2013.

AAVV “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”. Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013

AAVV “La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor”). Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017.

AAVV (Dir. Campuzano, Conledo y Palomo) “Los Mercados Financieros” Editorial Tirant Lo Blanc. 2^a Edición, Valencia, 2017.

AAVV “Lecciones de Derecho Mercantil” (Dir. A. Menéndez y Á. Rojo), Volumen II, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, Navarra, 2017.

ABADÍA, Leopoldo: “La crisis ninja y otros misterios de la economía actual”. Editorial Espasa, Madrid, 2012.

ADELL Ramón y ROMEO, Remedios: “Los Contratos de Futuros y las Opciones Financieras”. Ediciones Pirámide S.A., Madrid, 1995.

ALCALÁ DÍAZ, María de los Ángeles: “Organización del Mercado Español de Futuros y Opciones” (en la obra colectiva: “Estudios jurídicos sobre derivados financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013.

ALFARO AGUILA-REAL, Jesús: "Las condiciones generales de la contratación". Editorial Civitas SA, Madrid, 1991.

ALFARO AGUILA-REAL, Jesús: “Las cláusulas abusivas, cláusulas

predispuestas y condiciones generales". Recogido en la siguiente dirección de internet:

[www/publicaciones.unirioja.es/ojs/index.php/ajr/article/wiewlife/727/652](http://www.publicaciones.unirioja.es/ojs/index.php/ajr/article/wiewlife/727/652)

AMMOUS, Saifedeman: "El patrón Bitcoin. La alternativa descentralizada a los Bancos Centrales". Editorial Deusto, Barcelona, 2018.

AVILÉS GARCÍA, Fernando y otros autores: "Futuros y Opciones. Activos Financieros mantenidos para negociar", Ediciones CEF, Madrid, 2008.

BASSEGODA NONELL, Juan: "La casa Lonja de Mar de Barcelona". Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Barcelona. Diputación de Barcelona, 1^a Edición, Barcelona 1986.

BELTRÁN, Emilio y ROJO, Ángel: "La masa activa del concurso de acreedores" (en la obra colectiva: "Lecciones de Derecho Mercantil" dirigida por Aurelio Menéndez y Ángel Rojo), Volumen II, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, Navarra, 2017.

BERNSTEIN, William J.: "Un intercambio espléndido. Como el comercio modeló el mundo desde Sumeria hasta hoy". Editorial Ariel, 1^a Edición, Barcelona, 2010.

BLASCO MUÑOZ, Amadeu: "Derivados y concurso de acreedores. Reformas (y sentido común, o falta del mismo) introducidas por la Ley 7/2011 de 11 de abril y el Real Decreto Ley 24/2012 de 31 de agosto de reestructuraciones y resolución de entidades de crédito" (en la obra colectiva: "Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros"), Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1^a Edición, Navarra, 2013.

CALVO CARAVACA, Alfonso Luis: "El Reglamento de Roma I sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales: cuestiones escogidas" (Cuadernos de Derecho Transnacional octubre 2009, Vol I, nº 2, ISNN 1989-4570. www.uc3m.es/cdt).

CASANOVAS RAMÓN, Montserrat: "Opciones Financieras". Ediciones Pirámide, 6^a Edición, Madrid, 2003.

CASAR FURIÓ, María Emilia: "El Servicio de Reclamaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores" (en la obra colectiva: "La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor"). Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017.

CASTÁN TOBEÑAS, José: "Derecho Civil, Común y Foral". Tomo III. Editorial Reus SA, 10^a Edición, Madrid, 1970.

CASTELLANOS HERNÁN, Enrique: "Opciones y Futuros de Renta Variable. Manual práctico". Instituto BEX, 1^a Edición, Madrid, 2011.

CAZORLA PRIETO, Luis: El nuevo régimen de la postcontratación en los mercados. Sistema de compensación y liquidación de valores. Conferencia pronunciada en la REAL ACADEMIA DE JURISPRUDENCIA Y LEGISLACION DE ESPAÑA dentro del Seminario de Derecho de los Mercados financieros. Sesión 22 de mayo de 2019.

CAZORLA GONZALEZ-SERRANO, Luis: “El contrato de *Swap* o Permuta financiera” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”), Editorial Civitas-Thomson-Reuters, Navarra, 2013.

CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis Javier: “El Mercado de Valores (I): Organización. La Inversión Colectiva” (en la obra colectiva: “Lecciones de Derecho Mercantil”), Volumen II, Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 15^a Edición, Navarra, 2017.

CUENCA GARCÍA, Ángeles: “Régimen jurídico de las opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros”. Editorial Comares, Granada, 1999.

CUÑAT EDO, Vicente: “Vinculación entre mercados de productos derivados de renta variable y los subyacentes”. En el seminario celebrado en la Universidad Menéndez Pelayo, del 12 al 16 de septiembre de 1994, bajo el título global de: “Los mercados españoles: Opciones y Futuros”, Santander, 1994.

DE CASTRO y BRAVO, Federico: "Las condiciones generales de los contratos y la eficacia de las leyes". Editorial Civitas-Thomson Reuters, reimpresión, Navarra, 2016.

DE CASTRO ARAGONÉS, Juan Manuel: “El *close-out netting* en derivados financieros. Los contratos de *Swap* en el ámbito concursal” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”). Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1^a Edición. Navarra, 2013.

DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso: “El contrato de Futuros Financieros”. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2006.

DE LA ORDEN DE LA CRUZ, María del Carmen: “La estandarización de los derivados *Over The Counter*” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013.

DÍAZ RUIZ, Emilio: “Las Opciones Financieras *OTC*” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”). Civitas-Thomson-Reuters. Navarra, 2013.

DÍAZ RUIZ, Emilio y LARRAGA, Pablo: "Los mercados españoles: opciones y futuros financieros. Editorial Centro de Documentación Bancaria y Bursátil SA, Madrid, 1995.

DÍEZ DE LOS RIOS FLORES, Miguel: "La supervisión, inspección y sanción de los intervenientes en el mercado de valores" (en la obra colectiva: "los Mercados Financieros", bajo la dirección de Ana Belén Campuzano, Fernando Conledo Lantero y Ricardo J. Palomo Zurdo). Editorial Tirant Lo Blanch, 2^a Edición., Valencia 2017.

DÍEZ PICAZO, Luis: "Fundamentos de Derecho Civil", Volumen I, Editorial Tecnos, 2^a Edición, Madrid, 1986.

ENCISO ALONSO-MUÑUMER, María: "Los swaps de tipos de interés y la tutela de los consumidores (en la obra colectiva: "Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros"). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013.

ESPINIELLA MENÉNDEZ, Ángel: "Ordenación y actividad internacionales de los mercados financieros" (en la obra colectiva: "Los Mercados Financieros" dirigida por Ana Belén Campuzano, Fernando Conledo Lantero y Ricardo J. Palomo Zurdo). Editorial Tirant Lo Blanch. 2^a Edición, Valencia, 2017.

FERNÁNDEZ PÉREZ, Nuria: "La contratación en los mercados secundarios oficiales" (en la obra colectiva: "Los Mercados Financieros" dirigida por Ana Belén Campuzano, Fernando Conledo Lantero y Ricardo J. Palomo Zurdo), Editorial Tirant Lo Blanch, 2^a Edición, Valencia, 2017.

GALBRAITH, John Kenneth: "Breve historia de la euforia financiera". Editorial Ariel, 1^a Edición, Barcelona, 1991.

GARCÍA ÁLVAREZ, Gerardo: "Las Autoridades Europeas de Supervisión y su compatibilidad con el Derecho Europeo" (en la obra colectiva: "La supervisión del Mercado de Valores: La perspectiva del inversor-consumidor"). Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017.

GARCÍA CORTÉS, Juan Carlos: "La transmisión de acciones cotizadas en Bolsa" en la obra colectiva: "Estudios Jurídicos en memoria de Luis Mateo Rodríguez"), Universidad de Cantabria, Facultad de Derecho, Tomo II, Derecho Privado, Santander, 1993.

GARCÍMARTÍN, Francisco J.: "Contratos de derivados y conflictos de leyes" (en la obra colectiva: "Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros"). Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1^a Edición, Navarra, 2013.

GARCÍA-VERDUGO SALES, Javier: "El Mercado de Futuros de Cítricos de Valencia: valoración, evolución y perspectivas de futuro", trabajo realizado en el Departamento de Economía Aplicada e Historia

Económica de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la UNED, Economía Agraria nº 183, Mayo-Agosto 1998.

GARRIGUES, Joaquín: “Curso de Derecho Mercantil”, Tomo I, 7^a Edición (revisada por Alberto Bercovitz). Editada por el propio autor, Madrid, 1976.

GOMEZ, Victor: (Universidad Carlos III). El Economista Diario Digital de 24 de mayo de 2019.

GÓMEZ GÁLLIGO, Javier: “Los contratos a plazo en los mercados OTC: Su naturaleza y régimen jurídico (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”). Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013.

GÓMEZ-JORDANA, Íñigo: “Los contratos de Productos Financieros Derivados: CAPS, FLOORS, COLLARS (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”), Editorial Civitas-Thomson-Reuters, 1^a Edición, Navarra, 2013.

GUERRERO TREVIJANO, Cristina: “Concurso y Mercados Financieros (II): Derivados y Concurso de Acreedores” (en la obra colectiva: “Manual de Derecho Concursal”, bajo la dirección de Juana Pulgar Ezquerra), Editorial Wolters Kluwer España S.A., 1^a Edición, Madrid, 2017.

HORTALÀ i ARAU, Joan: "La Bolsa de Barcelona en la España del XIX". Autoedición. Bolsa de Barcelona. Junio 2018.

HULL, John C.: “Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones”, Editorial Pearson. 8^a Edición, Educación de México S.A. de C.V., México, 2014.

IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier: “Los contratos de futuros negociados en los mercados secundarios españoles: aproximación conceptual y consecuencias de política legislativa bursátil”. Cuadernos de Derecho y Comercio, nº 16, Madrid, 1995.

IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier: “Los objetos del tráfico desarrollados en los Mercados de Valores” (en la obra colectiva: “La contratación en los Mercados de Valores”), Volumen 6º, Editorial Marcial Pons, 5^a Edición, Madrid, 2013.

IGLESIAS PRADA, Juan: “El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico (en la obra colectiva: “Los mercados españoles de opciones y futuros financieros”). Seminario celebrado en la Universidad Menéndez Pelayo del 12 al 16 de Septiembre, publicado por el Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Santander, 1995.

JOSSERAND, Étienne Louis: “Derecho Civil”. Tomo II. Volumen I.

Editorial Bosch (*actualmente Wolters Kluwer*), Barcelona, 1950.

KNOP, Roberto: “Manual de Instrumentos Derivados (cuatro décadas de BLACK- SCHOLES)”, Editorial Empresa Global, 2^a Edición, Madrid, 2013.

LÓPEZ DOMÍNGUEZ, Ignacio: “Manual práctico de los Mercados Financieros”, Editorial Cinco Días-Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 1997.

LÓPEZ LUBIAN, Francisco y GARCÍA ESTEVEZ, Pablo: “Bolsa, Mercados y Técnicas de Inversión”, Editorial McGraw-Hill, Interamericano de España, 2^a Edición, Madrid, 2011.

LÓPEZ RODRÍGUEZ, Francisco: “Curso práctico de opciones y futuros”. Editorial Inversor Ediciones SL, 2^a Edición, Madrid, 2002.

LÓPEZ SANTANA, Nieves: “Los protagonistas del tráfico desarrollado en los mercados de valores” (en la obra colectiva: “Derecho Mercantil, contratación en el Mercado de Valores”. Coordinadores Guillermo J. Jiménez Sánchez y Alberto Díaz Moreno), Volumen VI. Marcial Pons, 15^a Edición actualizada, Madrid, 2013.

LORRIO GIL, Andrés: “Los contratos de *Clearing* de Derivados OTC” (en la obra colectiva: “Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros”, Editorial Thomson-Reuters, Navarra, 2013).

MADRID PARRA, Agustín: “Contratos y mercados de futuros y opciones”. Editorial Tecnos, Madrid 1994.

MARIÑO GARRIDO, Teresa: “Los Mercados de Valores” (en la obra colectiva: “Los mercados financieros” dirigida por Ana Belén Campuzano, Fernando Conlledo Lantero y Ricardo J. Palomo Zurdo), Editorial Tirant Lo Blanch, 2^a Edición, Valencia, 2017.

MÁRQUEZ SOLÍS, Santiago: “Bitcoin. Guía completa de la moneda del futuro”. Editorial RA-MA, Madrid, 2016.

MARTÍN MARÍN, José Luis y TRUJILLO PONCE, Antonio: “Manual de los Mercados Financieros”, Editorial Paraninfo, Reimpresión, Madrid, 2015.

MARTÍN MESA, Antonio: “El Mercado de Futuros del aceite de oliva (MFAO). Un mercado mundial con sede en Jaén”. Boletín del Instituto de Estudios Jienenses, Enero-Junio 2009, número 199, Jaén.

MASSAGUER FUENTES, José: “La opción financiera: caracterización jurídica” (en la obra colectiva: “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros”. Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo del 12 al 16 de Septiembre de 1994, Santander. Publicado por el Centro de

Documentación Bancaria y Bursátil, 1995.

MASSONS i RABASSA, Joan: "Paradigmas financieros en tela de juicio" (Discurso de ingreso en la Real Academia Europea de Doctores). Editado por la Real Academia Europea de Doctores, Barcelona, 2019.

MILLÁN NAVARRO, Rocio: "Los Mercados de Futuros de la Electricidad" en la dirección de internet: www.catedra.endesa.us.es/documento/Tesis Roció Millán Navarro pdf. (Consulta efectuada en diciembre 2017). Esta Tesis Doctoral ha sido publicada, como monografía por la Editorial Civitas, Madrid, 1999.

MIQUEL GONZALEZ, José María: "Condiciones generales abusivas en los préstamos hipotecarios". Revista Jurídica de la Universidad Autónoma de Madrid, ISSN 1575-702X, nº 27, 2013.

MIQUEL GONZALEZ, José María: "La nulidad de las condiciones generales".

<http://www.codigo-civil.net/nulidad/lodel/document.php?id=343>.

MÍNGUEZ HERNÁNDEZ, Fernando: "Las Autoridades Europeas de Supervisión: Estructura y Funciones (*European Supervisor Authorities*)". Publicado en la Revista de Derecho de la Unión Europea, Madrid ISSN 1695-1085, número 28, enero-junio, 2015, Editores Constitución y Leyes, Madrid, 2015, UNED.

MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas: "El contrato marco de operaciones financieras" (en la obra colectiva: "Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros"), Editorial Thomson Reuters. Navarra, 2013.

NOVAL PATO, Jorge: "Compensación, liquidación y registro de las operaciones efectuadas en los mercados de valores" (en la obra colectiva: "Derecho Mercantil. La contratación en el mercado de valores", coordinadores Guillermo J. Jiménez Sánchez y Alberto Díaz Moreno), Volumen VI, Editorial Marcial Pons, Madrid, 2013.

PAGADOR LÓPEZ, Javier: "Condiciones generales y cláusulas contractuales predispuestas. La Ley de condiciones generales de contratación". Editorial Marcial Pons, Madrid, 1999.

PALÁ LAGUNA, Reyes: "Las implicaciones de MIFID II" (en la obra colectiva: "La supervisión del mercado de valores. La perspectiva del inversor-consumidor"), Editorial Aranzadi, Navarra, 2017.

PAREJO GÁMIR, José Alberto, CALVO BENARDINO, Antonio, RODRÍGUEZ SÁIZ, Luis, CUERVO GARCÍA, Álvaro y ALCALDE GUTIERREZ, Eduardo: "Manual del Sistema Financiero Español", Editorial Ariel, 26^a Edición, Barcelona, 2016.

PEDROSA RODRÍGUEZ, Mónica: "Los mercados financieros

internacionales y su globalización”, Editorial AC-Thomson, Navarra, 2003.

PEINADO GRACIA, Juan Ignacio: “Valores representados mediante anotaciones en cuenta. Servicios de pago. Dinero electrónico (en la obra colectiva: “Lecciones de Derecho Mercantil”, dirigida por los profesores Aurelio Menéndez y Ángel Rojo), Volumen II. Civitas-Thomson Reuters, Navarra, 2017.

PÉREZ FERNÁNDEZ-TENLLADO, Ruperto: “Teoría y práctica de la Bolsa”. Editorial Díaz-Santos, Madrid, 2010.

PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, José Luis: “Los Mercados de Valores” (en la obra colectiva: “Derecho Mercantil: Contratación en el Mercado de Valores”), Volumen VI, Editorial Marcial Pons, 15^a Edición, Madrid, 2013.

PUIG BRUTAU, José: “Fundamentos de Derecho Civil”, Tomo II, Volumen I, Editorial Bosch, 2^a Edición, Barcelona, 1971.

RECALDE CASTELLS, Andrés: “Acotación del derecho de los mercados de valores e instrumentos financieros en tiempos de cambio (supervisión, transparencia y nuevos productos financieros)”. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 118, 2010.

REYNÉS, Amadeo y KNOP, Roberto: “Opciones barrera” (en la obra colectiva “Productos financieros derivados y mercados organizados”, dirigida por Emilio Díaz Ruiz y Pablo Larraga, Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo entre el 15 y 19 de julio de 1996). Editorial Civitas, Madrid, 1997.

ROMEO GARCÍA, Remedios y SOLLOA MENDOZA, Ignacio: “MEFF: el mercado español de opciones y futuros financieros”, dentro de la obra colectiva “Curso de bolsa y mercados financieros”, dirigida por José L. Sánchez Fernández De Valderrama, Editorial Ariel S.A., 1^a Edición, Barcelona, 1996.

SANZ CABALLERO, Juan Ignacio: “Derivados financieros”. Editorial Marcial Pons, Madrid, 2000.

SERRA DOMÍNGUEZ, Adela: “La protección del consumidor de productos financieros: el consentimiento informado” (en la obra colectiva: “La supervisión del Mercado de Valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Aranzadi, Navarra, 2017.

SMITH, Adam: "La riqueza de las naciones" (Tituto original: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), Alianza Editorial, novena reimpresión, Madrid, 2019.

TALMA CHARLES, Javier: “El contrato de Opción”. Editorial Bosch, Barcelona, 1996.

TAPIA HERMIDA, Alberto J.: “Manual de Derecho del Mercado Financiero”. Editorial Justel, 1^a Edición, Madrid, 2015.

TORRENTE FORTUÑO, José Antonio: “Ayer, hoy y mañana de la Bolsa”. Obra editada por el propio autor y no comercializada, Madrid, 1987.

URÍA, Rodrigo: “Derecho Mercantil”. 28^a Edición, Marcial Pons, Madrid, 2002.

URÍA, Rodrigo: “La opción financiera: caracterización jurídica” (en la obra colectiva: “Los mercados españoles: opciones y futuros financieros”. Seminario celebrado en la Universidad Menéndez y Pelayo del 12 al 16 de Septiembre de 1994, Santander. Publicado por el Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, 1995.

VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo: “Contratos del Mercado Financiero (IV). Mercado de Valores” (en la obra colectiva Derecho Mercantil II, dirigida por el profesor José María de la Cuesta Rute). Editorial Huygens, 3^a Edición, Barcelona, 2014.

VÁZQUEZ MUIÑA, Tania: “La nulidad de la cláusula suelo por falta de transparencia”. Editorial Reus, Madrid, 2018.

VERCHER MOLL, Javier: “La perspectiva del inversor-consumidor del Mercado de Valores, en particular, el servicio de reclamaciones y el defensor del cliente” (en la obra colectiva: “La supervisión del mercado de valores: La perspectiva del inversor-consumidor”), Editorial Thomson-Reuters-Aranzadi, Navarra, 2017.

ANEXO LEGISLATIVO

A.-LEGISLACION EUROPEA:

1.- Directivas de la Unión Europea:

- Directiva 1982/891/CE (modificada por la Directiva 2014/59), referente a la escisión de sociedades anónimas.
- Directiva 1985/611/CE (actualmente modificada por la Directiva de 2004/591), de 20 de diciembre, relativa a ciertos organismos de ahorro colectivo en valores mobiliarios.
- Directiva 1993/22/CE (actualmente derogada por la Directiva 2004/39/CE).
- Directiva de la Unión Europea 93/13 CEE del Consejo de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.
- Directiva de la Unión Europea 98/26 del Parlamento europeo y del Consejo de 19 de mayo, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.
- Directiva 2001/24/CE (actualmente modificada por la Directiva 2014/54), del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de abril, relativa al saneamiento y a la liquidación de las entidades de crédito.
- Directiva 2002/47/CE (actualmente modificada por la Directiva 2014/59), del Parlamento Europeo y del Consejo. De 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera.
- Directiva 2004/39 UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las siguientes normas: Directiva 85/611/CE, Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CE del Consejo. Aprueba la normativa conocida como MIFID I.

- Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital (actualmente Directiva 2014/59).
 - Directiva 2007/36/CE (actualmente modificada por Directiva 2014/54) del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
 - Directiva 2011/35/UE (actualmente modificada por la Directiva 2014/59), del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de abril, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.
 - Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011 (modifica las Directivas 2003/41/CE y la 2009/65/CE, así como los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010) relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos.
 - Directiva 2011/83/UE (modifica la Directiva 93/13/CEE del Consejo y la Directiva 1999/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, así como, deroga las Directivas 85/577/CE del Consejo y la Directiva 97/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo) del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.
 - Directiva 2012/30/UE (actualmente modificada por la Directiva 2014/59) del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de octubre, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el artículo 54º, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.
 - Directiva 2013/36/UE (actualmente modificada por la Directiva 2014/59), del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, que a su vez modifica la Directiva 2002/87/CE y deroga las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.
- Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de febrero de 2014, sobre contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2013/36/UE y el Reglamento (UE) número 1093/2010.
- Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo del 2014, por la que se establece un marco para la restructuración y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE,

2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) nº 1093/2010 y (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo Y del Consejo.

- Directiva 2014/65 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros de 15 de mayo de 2014. Regulación de la legislación conocida como MIFI II (Directiva que modifica, a su vez, las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE)
- Directiva de la Unión Europea 2016/1034 de 23 de junio, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa los mercados de instrumentos financieros.

2.- Reglamentos de la Unión Europea:

- Reglamento (CE) nº 1228/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2003 relativo a las condiciones de acceso a la red para el comercio transfronterizo de electricidad. Modificado, a su vez, por Reglamento (CE) nº 1223/2004 del Consejo de 28 de junio de 2004 y la Decisión 2006/770/CE de la Comisión de 9 de noviembre de 2006.
- Reglamento (CE) 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006. por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.
- Reglamento (CE) 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio, sobre la Ley aplicable a las obligaciones contractuales (ROMA I).
- Reglamento (CE) nº 714/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 relativo a las condiciones de acceso a la red para el comercio transfronterizo de electricidad y por el que se deroga el Reglamento (CE) nº 1228/2003.
- Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia.
- Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo de fecha, los tres, de 24 de noviembre de 2010, relativos a las Agencias europeas de carácter financiero. En concreto, para la EBA es el 1093/2010, para EIOPA es el 1094/2010 y, por último, para ESMA es el 1095/2010. En particular, en relación con el Reglamento (UE) 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo de 24 de noviembre, por el que se crea la Autoridad Europea de

Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados (*ESMA*), se modifica la decisión n° 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77 CE.

-Reglamento (UE) n° 1227/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre la integridad y la transparencia del mercado mayorista de la energía.

-Reglamento (UE) n° 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de marzo de 2012 sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

- Reglamento de la Unión Europea 648/2012 del Parlamento europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Conocido como *EMIR*.

- Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el reglamento (UE) 648/2012 de 4 de julio.

- Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica, nuevamente el Reglamento (UE) 648/2012. Esta norma es conocida como Reglamento *MIFIR*.

-Reglamento (UE) 2016/1033 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de junio de 2016 por el que se modifica el reglamento (UE) n° 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros, el Reglamento (UE) n° 596/2014 sobre abuso de mercado, y el Reglamento (UE) n° 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión europea y los depositarios centrales de valores.

-Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos efectos de dicha directiva.

- Reglamento Delegado (UE) 2017/575 de la Comisión de 8 de junio de 2016, por el que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros en lo que atañe a las normas técnicas de regulación aplicables a los datos que deben publicar los centros de ejecución sobre la calidad de ejecución de operaciones.

- Reglamento Delegado (UE) 2017/578 de la Comisión de 13 de junio de 2016, por el que se modifica la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos relativos a los acuerdos y planes de creación de mercado.

-Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado y por el que se deroga la Directiva 2003/71/CE.

-Reglamento Delegado (UE) n.^º 2017/592 de la Comisión, de 1 de diciembre de 2016 por el que se complementa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la principal.

B) LEGISLACION NACIONAL

1. - Normas con rango legal:

- Ley de 10 de septiembre de 1831, por la que se crea la Bolsa de Madrid.
- Ley de 23 de julio de 1908, sobre nulidad de préstamos usurarios (Texto Consolidado de 8 de enero del 2000)
- Ley 7/1985 de 2 de abril, reguladora de las bases del Régimen Local.
- Ley 24/1988 28 de julio, originaria del Mercado de Valores.
- Ley 37/1988 de 16 de noviembre, de reforma de la Ley del Mercado de Valores.
- Ley 41/1999 de 12 de noviembre, en relación a los sistemas de pagos y liquidación de valores (en particular su disposición adicional tercera).
- Ley 34/2002 de 11 de julio, de servicios de la sociedad de información de comercio electrónico.
- Ley 44/2002 de 22 de noviembre de medidas de reforma del sistema financiero (en particular las disposiciones adicionales 1^a, 2^a, 3^a y 4^a y las disposiciones transitorias 1^a, 2^a y 6^a).
- Ley 22/2003 de 9 de julio del 2003, Ley Concursal.
- Ley 26/2003 de 17 de julio, modificativa de la primitiva Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio, así como el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre (en particular la disposición adicional tercera).

- Ley 60/2003 de 23 de diciembre de 2003, de Arbitraje.
- Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
- Ley 5/2006 de 10 de mayo, del Parlamento Catalán, por la que se aprueba el Libro Quinto del Código Civil de Cataluña, relativo a los Derechos Reales.
- Ley 6/2007 de 12 de abril, por la que se modifica la Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio (en particular la disposición adicional).
- Ley 22/2007 de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.
- Ley 15/2009 de 11 de noviembre relativa al transporte de mercancías por vía terrestre.
- Real Decreto Legislativo 1/2010 de 10 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 7/2011 de 11 de abril por la que se modifican la Ley 41/1999 de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores y el Real Decreto Ley 5/2005 de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública.
- Ley 32/2011 de 4 de octubre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores 24/1988 de 28 de julio (en particular, las disposiciones finales 1^a, 2^a y 4^a).
- Real Decreto Ley 24/2012 de 31 de agosto, de restructuración y resolución de entidades de crédito.
- Ley 9/2012 de 14 de noviembre (disposición adicional decimotercera), de restructuración y resolución de entidades de crédito.
- Real Decreto Ley 4/2014 de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y restructuración de deuda empresarial.
- Ley 3/2014 de 27 de marzo, por la que se incorpora, a nuestro ordenamiento jurídico, la Directiva 2011/83 de la Unión Europea, modificada por la Ley General para la Defensa de los Consumidores y otras leyes complementarias, aprobado por Real Decreto Legislativo 17/2007 de 16 de Noviembre.
- Real Decreto Ley 11/2014 de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal.
- Ley 39/2015 de 1 de octubre, sobre Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

- Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
- Ley 40/2015 de 1 de octubre, sobre régimen Jurídico del sector Público.
- Real Decreto Legislativo 1/2017 de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General para la defensa de consumidores y usuarios.
- Ley 3/2017 de 15 de febrero, del Parlamento Catalán relativo al libro sexto del Código Civil de Cataluña, relativo a las obligaciones y los contratos, y de modificación de los libros primero, segundo, tercero, cuarto y quinto.
- Real Decreto Ley 21/2017 de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores. Incorpora parcialmente la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo.
- Real Decreto Ley 14/2018 de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. Termina de transponer la Directiva 2014/65/UE de 15 de mayo, conocida como MIFID II.
- Ley 5/2019 de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

2.- Reglamentos y Decretos:

- Real Decreto 1009/1991 de 21 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 505/1987 de 3 de abril, en materia de adquisición y pérdida de la condición de miembro del Mercado de Deuda Pública de Anotaciones.
- Real Decreto 1841/1991 de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados de futuros y opciones en España (norma derogada por el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre).
- Real Decreto 116/1992 de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones.
- Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
- Real Decreto 1310/2005 de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.

- Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros opciones y otros instrumentos derivados (derogado, en su integridad por la Disposición Final Cuarta del Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre.
- Real Decreto 1464/2018 de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia de mercado de valores.
- Real Decreto 309/2019, de 26 de abril, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 5/2019, de 15 de marzo, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario

3.- Órdenes Ministeriales y Resoluciones administrativas.-

- Orden ECC/2502/2012 de 16 de noviembre por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.
- Orden ECC/1556/2013 de 19 de julio, por la que se autoriza a *MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, SAU*, para separar las funciones de negociación, contrapartida, compensación y liquidación que actualmente lleva a cabo.
- Resolución de 5 de marzo de 2019, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se desarrollan los criterios de presentación de los instrumentos financieros y otros aspectos contables relacionados con la regulación mercantil de las sociedades de capital.
- Orden ECE/482/2019, de 26 de abril, por la que se modifican la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios, y la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

4.- Circulares y Resoluciones de la CNMV.-

- Resolución del Consejo del CNMV de 10 de julio de 2003, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV (texto consolidado).
- Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de diciembre de 2004, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 16 de mayo de 2007, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 5 de noviembre de 2008, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de enero de 2009, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de julio de 2010, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de diciembre de 2010, por la que se publica el Reglamento del Mercado secundario Oficial de futuros y Opciones (*MEFF*).
- Resolución del Consejo de la CNMV de 2 de octubre de 2013, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de mayo de 2015, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de abril de 2016, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de febrero de 2017, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Resolución del Consejo de la CNMV 25 de julio de 2017, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.
- Circular 6/2010 de 21 de diciembre, de la CNMV, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.
- Circular 3/2013 de 12 de junio, de la CNMV, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.
- Circular 7/2013 de 28 de septiembre, de la CNMV, por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas

que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores.

- Circular 1/2018 de 12 de marzo, de la CNMV, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

C) OTRAS NORMAS RELACIONADAS CON EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL.

1.- Reglamentos y Condiciones Generales de contratación.-

- *MEFF Exchange, Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados SAU:* Reglamento aprobado el 3 de enero de 2018.

- *BME Clearing SAU:* Reglamento de la Entidad de Contrapartida Central, aprobado el 22 de mayo de 2018.

- *MEFF Exchange, Sociedad Rectora de Mercado de Productos Derivados SAU:* Condiciones Generales Segmento de Derivados Financieros). Normas aprobadas el 10 de octubre de 2018.

-*MEFF Power:* Condiciones Generales (Segmento de Derivados de Energía). Normas aprobadas el 3 de enero de 2018.

-*BME Clearing SAU* Condiciones Generales, Segmento de Derivados Financieros. Normas aprobadas el 10 de octubre de 2018, con entrada en vigor el 4 de diciembre de 2018.

-*BME Clearing SAU:* Condiciones Generales, Segmento de renta variable. Normas aprobadas el 22 de mayo de 2018.

-*BME Clearing SAU:* Condiciones Generales, Segmento de Renta fija. Normas aprobadas el 22 de mayo de 2018.

- *BME Clearing SAU:* Condiciones Generales, Segmento de Derivados de Energía. Normas aprobadas el 22 de mayo de 2018.

- *BME Clearing SAU:* Condiciones Generales, Segmento de Derivados de tipos de interés. Normas aprobadas el 22 de mayo de 2018.

2.- Circulares e Instrucciones.-

- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-DF-14/2012, sobre volúmenes máximos respecto de órdenes individuales a efectos del límite de riesgo intradía.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-DF-09/2016, sobre subyacentes de derivados sobre índice IBEX.
- Circular *MEFF Exchange SAU*: C-EX-DF-14/2016, sobre normas para la negociación *Time Spread*.
- Circular de *BME Clearing SAU*: C-ENE-13/2016, la cual establece las tarifas para el Segmento de la Energía.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-GEN-16/2016, sobre límite de riesgo intradía.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-GEN-01/2018, sobre aprobación de tarifas generales.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-GEN-02/2018, sobre tipos de operaciones admitidas.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-02/2018, sobre el calendario de negociación para El Segmento de Derivados de la Energía.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-3/2018, sobre comunicación de posiciones diarias.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-04/2018, sobre filtros de Miembros y operaciones erróneas.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-GEN-05/2018, sobre obligaciones de los Miembros de cumplimentar información nueva.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-GEN-05/2018, sobre normas referentes a incorporación de Miembros.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-05/2018, sobre supervisión y control de los límites de la posición.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-06/2018, sobre sistemas de negociación en *MEFF*.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-08/2018, sobre el procedimiento para la obtención de los precios de cierre.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-ENE-10/2018, sobre horario para el Segmento de Derivados de la Energía.

- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-DF-14/2018, regula la figura del creador de mercado regulado.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-DF-15/2018, regula la figura de proveedor de liquidez.
- Circular de *MEFF Exchange SAU*: C-EX-DF-16/2018, sobre operaciones acordadas en el Segmento de Derivados Financieros en la que se establecen requisitos, parámetros y plazos.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-ENE-01/2018, sobre operaciones acordadas directamente entre Miembros (o entre Titulares de Miembros) y operaciones intermediadas en el Segmento de la Energía.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-01/2018, sobre programa de creadores de mercado regulados en opciones sobre Opciones de estilo americano.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-02/2018, sobre programa de creadores de mercado regulados en opciones sobre Opciones de estilo europeo.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-03/2018, el programa de creadores de mercado regulados en Futuros sobre acciones con entregas por diferencias.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-04/2018, sobre programa de creadores de mercado regulados en Futuros sobre acciones con entrega física.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-05/2018, sobre el programa de creadores de mercado regulados en Futuros IBEX 35-Impacto Dividendos.
- Instrucción operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-06/2018, sobre el programa de creadores de mercado regulados sobre dividendo de acciones y dividendos de acciones PLUS.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-07/2018, sobre el programa de creadores de mercado regulados en Opciones sobre IBEX 35.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-08/2018, el programa de creadores de mercado regulados en Futuros IBEX 35 sectoriales.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange &4W-EX-DF-09/2018*, sobre el programa de proveedor de liquidez en Opciones sobre el Ibex 35.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-11/2018, sobre filtros de precios y volumen.

- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-12/2018, sobre el programa de proveedor de liquidez en Futuros sectoriales.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-13/2018, sobre el programa de proveedor de liquidez en Futuros sobre acciones con liquidación a vencimiento mediante entrega.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-14/2018, sobre el programa de proveedor de liquidez en Opciones sobre acciones de estilo americano.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-16/2018, sobre el programa de creadores de mercados regulados en futuros sobre el IBEX 35.
- Instrucción Operativa de *MEFF Exchange SAU*: I-EX-DF-19/2018, sobre el programa de proveedor de liquidez en contratos de Futuros sobre dividendos de acciones.

ANEXO JURISPRUDENCIAL

SENTENCIAS DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EUROPEA

- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 13 de junio de 1958. (ECLI: EU: C: 1958:8)
- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 30 de mayo de 2013 (ECLI: EU: C: 2013:344). Sala Cuarta.
- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 22 de enero de 2014.
- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 21 de diciembre de 2016 (asuntos acumulados C-1 54/15, C-307/15 y C-308/15). Gran Sala.
- Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 16 de noviembre del 2017 (ECLI: EU: C: 2017:870). Sala Cuarta.

SENTENCIAS DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL

- Sentencia del Tribunal Constitucional 2/1981 de 30 de enero.
- Sentencia del Tribunal Constitucional 83/1984 de 3 de enero.
- Sentencia del Tribunal Constitucional 246/1991 de 19 de diciembre.
- Sentencia del Tribunal Constitucional 254/1993 de 20 de julio.
- Sentencia del Tribunal Constitucional 161/2003 de 15 de septiembre.
- Sentencia del Tribunal Constitucional 242/2005 de 10 de octubre.

SENTENCIAS Y AUTOS DEL TRIBUNAL SUPREMO

- Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de noviembre de 1957.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de marzo de 1979.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de junio de 1983.
- Sentencia del Tribunal Supremo 767/1987 de 26 de noviembre de 1987.
- Sentencia del Tribunal Supremo 263/1989 de 27 de marzo de 1989 (EDJ 1990/10485).
- Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de junio de 1989.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de noviembre de 1990.
- Sentencia del Tribunal Supremo 429/1995 de 3 de mayo de 1995 (ECLI:ES:TS: 1995:2719; Cendoj: 28079110011995101531).
- Sentencia del Tribunal Supremo 458/1996 de 8 de junio (ECLI: ES: TS: 1996: 3487; Cendoj: 28079110011996102105).
- Sentencia del Tribunal Supremo 188/2001 de 18 de enero de 2001 (ECLI: ES: TS: 2001:188; Cendoj: 28079110012001101405).
- Sentencia del Tribunal Supremo 569/2003 de 11 de junio de 2003 (ECLI:ES:TS:2003:4039; Cendoj: 28079110012003102210).
- Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2004.
- Sentencia del Tribunal Supremo 168/2010 de 30 de marzo del 2010 (ECLI: ES: TS: 2010:1930; Cenjoj: 28079110012010100231).
- Sentencia del Tribunal Supremo 108/2011 de 10 de marzo del 2011 (ECLI: ES: TS: 2011:1871; Cenjoj: 28079110012011100187).
- Sentencia del Tribunal Supremo de 132/2011 de 11 de marzo del 2011 (ECLI: ES: TS: 2011:1243; Cenjoj: 28079110012011100125).
- Sentencia del Tribunal Supremo de fecha 792/2012 de 9 de enero de 2013 (EDJ 2013/2716 - ECLI: ES: TS: 2013:110; Cendoj: 28079110012013100009).
- Sentencia del Tribunal Supremo 241/2013 de 9 de mayo de 2013 (ECLI: ES: TS: 2013:1916; Cendoj: 28079119912013100009).
- Auto del Tribunal Supremo 6792/2013 de 9 de julio del 2013 (ECLI: ES: TS: 2013:6792A; Cendoj: 28079110012013202170).
- Sentencia del Tribunal Supremo 840/2013 de 20 de enero de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:354; Cendoj: 28079119912014100002).

- Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de septiembre de 2014.
- Sentencia del Tribunal Supremo de 254/2015 del 2 de enero de 2015 (ECLI: ES:TS:2015:254; Cendoj: 28079119912015100003)
- Sentencia del Tribunal Supremo 28 de febrero de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 139/2015 de marzo del 2015 (ECLI: ES: TS: 2015:1280; Cendoj: 28079119912015100015).
- Sentencia del Tribunal Supremo 491/2015 15 de septiembre de 2015 (ECLI:ES:TS:2015:3868; Cendoj: 28079119912015100032).
- Sentencia del Tribunal Supremo 15 de octubre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 20 de octubre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 559/2015 de 27 de octubre del 2015 (ECLI: ES: TS: 2015:4451; Cenjoj: 28079110012015100581).
- Sentencia del Tribunal Supremo 562/2015 de 27 de octubre del 2015 (ECLI: ES: TS: 2015:4444; Cenjoj: 28079110012015100576).
- Sentencia del Tribunal Supremo 560/2015 de 28 de octubre del 2015 (ECLI: ES: TS: 2015:4583; Cenjoj: 28079110012015100597).
- Sentencia del Tribunal Supremo 30 de octubre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 588/2015 de 10 de noviembre de 2015 (ECLI:ES:TS: 2015:4662; Cendoj: 28079110012015100609).
- Sentencia del Tribunal Supremo 633/2015 13 de noviembre del 2015, (Recurso nº 1380/2012; ECLI: ES: TS: 2015:4664; Cenjoj: 28079110012015100610).
- Sentencia del Tribunal Supremo 24 de noviembre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 628/2015 25 de noviembre de 2015 (ECLI:ES:TS: 2015:4810; Cendoj:28079119912015100038).
- Sentencia del Tribunal Supremo 26 de noviembre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 676/2015 de 30 de noviembre del 2015 (ECLI: ES: TS: 2015:4945; Cenjoj: 28079110012015100652).
- Sentencia del Tribunal Supremo 10 de diciembre de 2015.
- Sentencia del Tribunal Supremo 21/2016 de 3 de febrero del 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:319; Cendoj: 28079110012016100013).
- Sentencia del Tribunal Supremo 25/2016 de 4 de febrero del 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:325; Cenjoj: 28079110012016100019).
- Sentencia del Tribunal Supremo 12 de febrero de 2016,

- Sentencia del Tribunal Supremo 643/2016 de 19 de febrero de 2016, ECLI: ES:TS:2106:643; Cendoj: 28079110012016100089).
- Sentencia del Tribunal Supremo 195/2016 de 29 de marzo de 2016 (ECLI:ES:TS:2016:1322; Cendoj: 28079110012016100194).
- Sentencia del Tribunal Supremo 227/2016 de 8 de abril de 2016 (ecli:es:ts:2016:1427; Cendoj: 28079110012016100215).
- Sentencia del Tribunal Supremo 11 de mayo de 2016.
- Sentencia del Tribunal Supremo 2564/2016 30 de mayo del 2016(ECLI: ES: TS: 2016:2564; (Cendoj: 28079110012016100346).
- Sentencia del Tribunal Supremo 358/2016 de 1 junio (ECLI: ES: TS: 2016:2599; Cenjoj: 28079110012016100366).
- Sentencia del Tribunal Supremo 396/2016 de 10 de junio de 2016 (ECLI:ES.TS.2016:3043; Cendoj: 28079110012016100410).
- Sentencia del Tribunal Supremo 491/2016 de 14 de julio de 2016 (Recurso 655/2013; ECLI: ES: TS: 2016:3464; Cenjoj: 28079110012016100478).
- Sentencia del Tribunal Supremo de 19 de julio de 2016.
- Sentencia del Tribunal Supremo 509/2016 de 20 de julio del 2016 (Recurso nº 714/2013; ECLI: ES: TS: 2016:3709; Cenjoj: 28079110012016100498).
- Sentencia del Tribunal Supremo 583/2016 de 30 de septiembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:4282; Cendoj: 28079110012016100570).
- Sentencia del Tribunal Supremo 2747/2016 de 6 de octubre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:4286; Cendoj: 28079110012016100574).
- Sentencia del Tribunal Supremo 845/2016 de 8 de noviembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:4768; Cendoj: 28079120012016100835).
- Sentencia del Tribunal Supremo 667/2016 de 14 de noviembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:5110; Cenjoj: 28079110012016100652).
- Sentencia del Tribunal Supremo 689/2016 de 23 de noviembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:5166; Cendoj: 28079120012016106675).
- Sentencia del Tribunal Supremo STS 718/2016 de 1 de diciembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:5230; Cendoj: 28079110012016100686).
- Sentencia del Tribunal Supremo 727/2016 de 19 de diciembre de 2016 (ECLI: ES: TS: 2016:5674; Cendoj: 28079120012016100722).
- Sentencia del Tribunal Supremo 2/2017 de 10 de enero de 2017 (ECLI: ES: TS: 2017:22; Cendoj: 28079120012017100006).

- Sentencia del Tribunal Supremo 10/2017 de 13 de enero de 2017 (ECLI: ES: TS: 2017:26; Cendoj: 28079120012017100010).
- Sentencia del Tribunal Supremo 96/2017 de 15 de febrero de 2017 (Recurso n° 2113/2013; ECLI: ES: TS: 2017:547; Cendoj: 28079120012017100096).
- Sentencia del Tribunal Supremo 204/2017 de 30 de marzo de 2017 (Recurso n° 2543/2013; ECLI: ES: TS: 2017:1220; Cendoj: 28079120012017100199).
- Sentencia del Tribunal Supremo 244/2017 de 20 de abril de 2017 (Recurso n° 2721; ECLI: ES: TS: 2017:1488; Cendoj: 28079120012017100232).
- Auto del Tribunal Supremo 6006/2017 de 14 de junio de 2017 (Recurso n° 917/2015; ECLI: ES: TS: 2017:6006; Cendoj: 28079120012017201437).
- Sentencia del Tribunal Supremo 558/2017 de 16 de octubre de 2017 (Recurso n° 255/2015; ECLI: ES: TS: 2017:3721; Cendoj: 28079120012017100533).
- Sentencia del Tribunal Supremo 641/2017 de 24 de noviembre (ECLI: ES: TS: 2017:4120; Cendoj: 28079120012017100605).
- Sentencia del Tribunal Supremo 652/2017 de 29 de noviembre de 2017 (ECLI: ES: TS: 2017:4205; Cendoj: 28079119912017100035).
- Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de diciembre de 2017.
- Sentencia del Tribunal Supremo 37/2018 de 24 de enero del 2018 (ECLI: ES: TS: 2018:137; Cendoj: 28079110012018100036).
- Sentencia del Tribunal Supremo 242/2018 19 de febrero de 2018 (ECLI: ES: TS: 2018:550; Cendoj: 28079130052018100064).
- Sentencia del Tribunal Supremo 222/2018 de 17 de abril de 2018 (ECLI: ES: TS: 2018:1283, Cendoj: 28079119912018100013).
- Sentencia del Tribunal Supremo 241/2018 de 24 de abril de 2018 (ECLI: ES: TS: 2018:1567; Cendoj: 28079110012018100251).
- Sentencia del Tribunal Supremo 602/2018 de 31 de octubre 2018 (ECLI: ES: TS: 2018:3676; Cendoj: 28079110012018100589).

SENTENCIAS DE LAS AUDIENCIAS PROVINCIALES

- Sentencia 310/2011 de la Audiencia Provincial de Castellón de 26 de septiembre de 2011. ECLI: ES: AP-CS: 2011.1024; Cendoj 12040370032011100303).
- Sentencia 269/13 de la Audiencia Provincial de Barcelona de 24 de julio de 2013 (Sección Decimonovena, ROLLO N° 333/2012- E).

- Sentencia 1322/2014 de la Audiencia Provincial de Santa Cruz de Tenerife de 15 de enero de 2014 (ECLI: ES: APTF: 2014:1322; Cendoj: 38038370042014100005).
- Sentencia 11665/2014 de la Audiencia Provincial de Madrid de 10 de abril de 2014 (ECLI: ES: APM: 2014:11665; Cendoj: 28079370212014100391).
- Sentencia 355/2015 de la Audiencia Provincial de Málaga de 25 de Junio de 2015 (Sección Quinta, Recurso 427/2013).
- Sentencia 407/2015 de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 1 de Septiembre de 2015 (Sección Sexta, Recurso 401/2014).
- Sentencia 211/2015 de la Audiencia Provincial de León de 3 de Septiembre de 2015 (Sección Primera, Recurso 272/2015).
- Sentencia 264/2015 de la Audiencia Provincial de Cáceres de 21 de Septiembre de 2015 (Sección Primera, Recurso 389/2015).
- Sentencia 332/2015 de la Audiencia Provincial de Madrid de 28 de Septiembre de 2015 (Sección Décima, Recurso 611/2015).
- Sentencia 387/2015 de la Audiencia Provincial de Lleida de 5 de Octubre de 2015 (Sección Segunda, Recurso 551/2014).
- Sentencia 547/2015 de la Audiencia Provincial de Barcelona de 21 de Diciembre de 2015 (Sección Primera, Recurso 279/2014).
- Sentencia 81/2016 de la Audiencia Provincial de Baleares de 21 de Marzo de 2016 (Sección Quinta, Recurso 50/2016).
- Sentencia 268/2016 de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 18 de Mayo de 2016 (Sección Sexta, Recurso 662/2015).
- Sentencia 330/2016 de la Audiencia Provincial de Pontevedra de 20 de Junio de 2016 (Sección Primera, Recurso 258/2016).
- Sentencia 5177/2017 de la Audiencia Provincial de Madrid de 8 de marzo de 2017 (ECLIO: ES: APM: 2017:5177; Cendoj: 28079370122017100089)
- Sentencia 115/2017 de la Audiencia Provincial de Madrid de 22 de marzo de 2017 (Sección Decimonovena. Recurso de Apelación 39/2017).
- Sentencia 768/2017 de la Audiencia Provincial de Oviedo de 24 de marzo de 2017 (ECLI: ES: APO: 2017:768; Cendoj: 33044370062017100096).
- Sentencia 32/18 de la Audiencia Provincial de Guadalajara de 5 de marzo de 2018 (Sección Primera. Rollo 408/2017).
- Sentencia 13197/2018 de la Audiencia Provincial de Madrid de 26 de septiembre de 2018 (ECLI: ES: APM: 2018:13197; Cendoj: 289793700920181100417).

SENTENCIAS DE LOS JUZGADOS DE 1º INSTANCIA Y MERCANTILES

- Sentencia 71/2011 del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de nueve de mayo de 2011 (ECLI: ES: JMGV:2011:71; Cendoj: 35016470012011100005).
- Sentencia 136/2018 del Juzgado de I^a Instancia n° 33 de Madrid de 29 de mayo de 2018 (NIG: 28.079.00.2-2016/0162293, Procedimiento Ordinario 977/2016).
- Sentencia 193/2018 del Juzgado de I^a Instancia e Instrucción N° 2 de Santa Coloma de Gramanet de 2 de julio de 2018 (Juicio Ordinario 719/2016).