

NUEVA NORMATIVA REGLAMENTARIA SOBRE MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE INSTRUMENTOS DERIVADOS

Nueva normativa reglamentaria sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos derivados

Debido a la evolución de los mercados financieros en Europa y al propio desarrollo de los de productos derivados en España, la normativa que organizaba la estructura y operativa de estos últimos se había quedado desfasada, por lo que acaba de publicarse un nuevo real decreto que la reforma sustancialmente. En aplicación de este real decreto, el principal de los mercados de productos financieros derivados españoles, MEFF, ha elaborado un nuevo reglamento de su mercado, que ha sido aprobado muy recientemente por la CNMV, así como numerosas circulares para su aplicación. Todo ello configura una nueva forma de operar de estos mercados.

New regulations for the organized markets of derivatives

Due to the changes in the European financial markets, and to the development of the derivatives markets in Spain, the rules governing the structure and operating of these latter ones had become obsolete. Thus, a new royal decree has just been approved setting out a substantial reform of said rules. In order to apply this royal decree, the main Spanish derivatives market, MEFF, has issued new regulations for its market, which have been very recently approved by the CNMV, as well as many circulars for the application thereof. All of this creates a new way of operation for these markets.

Los mercados organizados o, en la terminología española, secundarios oficiales sobre productos derivados, surgieron al amparo de una norma reglamentaria de rango ínfimo, la resolución de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera de 21 de marzo de 1989 e, inicialmente, para la negociación de opciones y futuros financieros sobre deuda pública, comenzando de inmediato el funcionamiento del primero de ellos, en su día denominado OM Ibérica, S.A. (actualmente MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A.U., en adelante, «MEFF»). Tuvieron una rápida implantación y un crecimiento de actividad muy alto ya desde sus inicios, de tal forma que se hizo imperiosa una regulación más completa y en una norma de rango superior. El artículo 59 de la Ley del Mercado de Valores, en la redacción vigente en 1991, facultaba al Gobierno para que pudiera regular la organización y funcionamiento de los mercados oficiales de valores a que hacía referencia el artículo 31 c) de la misma Ley, que a su vez hacía un reenvío al artículo 59, ya que consideraba mercados secundarios oficiales de valores a aquéllos otros de ámbito estatal que tuvieron como objeto la negociación de valores representados mediante anotaciones en cuenta y que se crearan por virtud de lo previsto en el propio artículo 59; en la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1991 se había añadido un nuevo párrafo al artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, facultando al Ministro de Economía y Hacienda para que autorizara el establecimiento de estos mercados secundarios Combinando todos estos preceptos, por una parte se autorizó el funcionamiento de los primeros mercados de opciones y futuros financieros y, por otra, se aprobó un Real Decreto (el 1814/1991, de 20 de diciem-

bre, luego modificado por el Real Decreto 1695/1995, de 28 de abril, para facilitar la negociación de productos derivados sobre mercaderías).

Se han creado diversos mercados de productos derivados en España, unos financieros y otros no financieros, que han tenido diversa suerte, habiendo alguno de ellos incluso cesado en sus actividades. No obstante, cabe decir que la negociación de instrumentos financieros derivados sobre renta variable es, hoy en día, como lo fue desde sus inicios, un éxito por cuanto se ha logrado que, en un país en el que no existía tradición de negociación de este tipo de productos (ni siquiera en operaciones bursátiles a plazo, por la prohibición surgida a raíz de la última guerra civil) y con unas autoridades supervisoras que siempre han estado especialmente preocupadas por el control de unos mercados que percibían como potencialmente peligrosos para los inversores, los mercados de productos financieros derivados españoles hoy estén plenamente desarrollados, con una tecnología puntera que les ha permitido competir con los grandes mercados de derivados que existen en Europa, especialmente después de las grandes concentraciones llevadas a cabo en torno a Euronext y Eurex.

Este desarrollo, tanto en volumen como en sofisticación, y la madurez de los inversores que operan en los mercados de productos derivados españoles, han puesto de manifiesto la necesidad de una revisión general de la normativa que los venía regulando (aunque ciertas puestas al día ya se han venido haciendo mediante las sucesivas modificaciones de la Ley del Mercado de Valores, específicamente de su artículo 59, al que se le han dado nuevas redac-

ciones por las leyes 37/1998, de 16 de noviembre, 44/2002, de 22 de noviembre y, más recientemente, y a fin de transponer MiFID, por la Ley 47/2007 de 19 de noviembre), lo que el Gobierno acaba de hacer mediante la aprobación del Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre («Real Decreto 1282/2010»), por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados (BOE de 16 de octubre). Por su parte, el principal de los mercados de productos financieros derivados españoles, MEFF, ha aprovechado para elaborar un nuevo reglamento que recoge la experiencia de sus más de 20 años de funcionamiento y se adapta a las previsiones de la nueva norma reglamentaria, para su aplicación a partir de 24 de enero de 2011.

El Real Decreto 1282/2010, que deroga el anterior Real Decreto 1814/1991, contiene una reglamentación significativamente muy distinta en bastantes aspectos respecto de la de la norma derogada. Así, por un lado, amplía el número de actividades que pueden llevarse a cabo en estos mercados, de tal manera que junto a las tradicionales de negociación, compensación, liquidación y contrapartida de contratos de futuros y opciones, añade la de registro, y además se refiere no sólo a los futuros y las opciones, sino también a otros instrumentos derivados, cualquiera que sea su activo subyacente, siempre que quepan dentro de la caracterización que ahora establece el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores. Aclara, aunque ya lo había hecho la Ley del Mercado de Valores, frente a la antigua norma reglamentaria, que la sociedad rectora puede llevar a cabo todas o sólo algunas de las actividades indicadas. El procedimiento y criterios para la autorización e inscripción de estos mercados secundarios oficiales se regula de forma detallada, así como el contenido del reglamento del mercado, si bien sin grandes modificaciones sobre la normativa anterior, aunque respecto del reglamento se añade que debe existir un capítulo o apartado dedicado al registro de los contratos y se reiteran las habilitaciones reglamentarias al Ministro de Economía y Hacienda y a la CNMV, a esta última en unos casos originaria y en otros cuando se lo delegue el Ministro de Economía, delegación que ya existía también en la antigua norma reglamentaria. Por lo demás, el reglamento del mercado sigue teniendo el carácter de norma de ordenación y disciplina, quedando obligados a su cumplimiento la sociedad rectora, los miembros y los clientes.

Es importante señalar que ahora se regula con cierto detalle el registro; ello viene sin duda impulsado

por los actuales deseos de las entidades supervisoras en todo el mundo, reflejo a su vez de algunos acuerdos del G20, y materializados ya en alguna norma legal, como la Dodd-Frank Act en Estados Unidos, de tener un mayor control sobre la contratación de derivados negociados OTC, a través de algún tipo de registro público o, al menos, de fácil consulta por los supervisores. Ahora se faculta a las sociedades rectoras de los mercados de productos derivados para llevar a cabo la actividad de registro de los contratos negociados a través del propio mercado, pero también de aquellos negociados en otros sistemas de negociación, sean mercados secundarios o sistemas multilaterales, y para los negociados bilateralmente entre los miembros, los miembros y los clientes o entre los clientes, de forma bilateral y fuera de mercado (“OTC”).

También crea la separación entre el registro central y los registros de detalle. Aunque cabe que pueda existir un único registro llevado por la sociedad rectora, se permite que en el reglamento de mercado este registro se desdoble de tal manera que exista un registro centralizado que lleva la sociedad rectora y que se complementa con los registros de detalle correspondientes a los contratos de los clientes de los miembros del mercado que éstos lleven separadamente, si bien obliga a que el reglamento del mercado recoja previsiones bastantes para asegurar la total correspondencia entre la realidad del mercado y los registros de contratos relativos a éste, y entre el registro central y la suma de los registros de detalle.

También desarrolla el tipo de cuentas que puede haber en el registro, diferenciando entre las propias de los miembros, que necesariamente deben inscribirse en el registro central a nombre del miembro, y en las que se deben anotar la totalidad de las posiciones del miembro titular en el mercado, y las cuentas de los clientes, que pueden encontrarse bien en el registro central, aunque siempre a través de un miembro, o en el registro de detalle que lleven los miembros que estén autorizados para llevar este tipo de registros. Y aún se diferencia, dentro de las cuentas que se lleven en el registro de detalle, entre las que se mantiene, a efectos de cálculo y constitución de garantía, separación entre las posiciones de los clientes y las propias del miembro y aquéllas en las que, aunque se conserve un sistema de anotaciones separado para identificar quién es el titular de cada contrato y de cada posición, no hay separación a efectos del cálculo y constitución de dichas garantías, si bien se restringe la posibilidad de ser titular de una de estas cuentas a las entidades

que tengan el carácter de contrapartes elegibles, en la terminología de la Ley del Mercado de Valores. En el registro central también cabe que existan cuentas de clientes en que, a efectos del cálculo y de la posición de garantías, haya separación entre las posiciones de los clientes y las del miembro y aquellas otras en las que no exista tal separación. Por otro lado, se exigen unos recursos propios mínimos de 18 millones de euros o unos requisitos alternativos que aseguren un nivel de solvencia equivalente que deberá establecer el reglamento del mercado, para que un miembro pueda llevar registros o cuentas de detalle, recursos propios mínimos que se elevan a 500 millones de euros cuando se quieran llevar registros de detalle de contratos de clientes con cuentas en las que no exista separación, a efectos del cálculo de garantías, entre las posiciones propias y las del miembro. El hecho de llevar estas cuentas de detalle no liberará a los miembros de la obligación de dar la información que pueda solicitar la CNMV, la sociedad rectora del mercado o cualquier otra autoridad supervisora sobre las posiciones de cada cliente registradas en las cuentas de clientes del registro de detalle.

También se regula la prestación del servicio de contrapartida central por la sociedad rectora en términos similares a los que venían establecidos en la norma ahora derogada, pero se desarrolla más la posibilidad de que la sociedad rectora pueda llevar a cabo funciones de contrapartida de contratos que no se han negociado en el mercado regido por ella, ya sea porque se han negociado directamente entre los miembros del mercado, entre éstos y sus clientes o entre los clientes, y se haya solicitada el registro, tratándose de contratos admitidos a negociación en el mercado, o bien de contratos que estén sólo admitidos a efectos de contrapartida y se hayan negociado directamente entre los miembros, entre los miembros y los clientes o entre los clientes directamente, siempre de nuevo que se haya solicitado su registro y, por último, también de los contratos negociados en mercados o en sistemas de negociación no gestionados por la sociedad rectora pero con los que esta haya celebrado los oportunos acuerdos para llevar a cabo estas funciones, o que sean gestionados por la propia sociedad rectora conforme a las normas del reglamento que se aplique a ese mercado o sistema de negociación.

Existen algunos preceptos referidos a los contratos que pueden negociarse, compensarse, liquidarse o registrarse, o darse en contrapartida, aunque, en sustancia, tampoco difieren significativamente de los derogados, aunque sean ahora más precisos y, en

algún aspecto, más completos. Lo mismo cabe decir respecto de las normas de suspensión de la negociación o registro y de la exclusión de contratos.

En lo que se refiere a las sociedades rectoras, se mantiene sustancialmente, de nuevo con alguna mejora y desarrollos aclaradores sobre la normativa anterior, lo que en ésta se establecía. Se han incrementado los requisitos sobre recursos propios, que ahora no pueden ser inferiores a 18 millones de euros ni a la suma de las garantías aportadas por la sociedad rectora, a las que luego nos referiremos. No obstante, se faculta al Ministro de Economía, o con su habilitación, a la CNMV, para establecer unos recursos mínimos inferiores atendiendo las características del mercado en cuestión. En cuanto a las funciones de la sociedad rectora, tanto respecto de las de supervisión y dirección como las referidas a su régimen económico, no existen modificaciones sustanciales sobre lo que se establecía en el Real Decreto 1814/1991. Sí hay novedades significativas en cuanto a los miembros. Ahora éstos pueden ser fundamentalmente miembros que negocian y miembros que registran a efectos de contrapartida, clasificándose según actúen por cuenta ajena sólo, sólo por cuenta propia o por ambas, o que participen o no en la liquidación, si bien se permite que los reglamentos del mercado puedan establecer otras categorías, existiendo normas específicas para quienes pretendan acceder a la condición de miembro con capacidad restringida a la negociación y solicitud de registro a efectos de contrapartida exclusivamente en relación con futuros y opciones y otros instrumentos financieros con subyacente no financiero. Pueden ser miembros, cuando la sociedad rectora lleve a cabo funciones de contrapartida central, las entidades encargadas de depositaría central de valores que estén autorizadas por su normativa a asumir riesgos y otras cámaras de contrapartida central con las que la sociedad rectora haya celebrado los oportunos acuerdos.

También existen novedades en cuanto al régimen de garantías. Sigue existiendo la obligación de constituir y mantener garantías y de que el reglamento de mercado establezca su régimen, que ahora se explicita de forma más clara que estarán en relación bien con las posiciones abiertas que tengan contraídas los miembros o clientes, bien con las posiciones de las que sean responsables conforme a la categoría del miembro de que se trate y a las funciones que desarrolle. Las garantías ahora pueden establecerse a favor de la sociedad rectora o, en caso de registros de detalle, de los miembros autorizados a llevarlos, e incluso las garantías a favor de

la sociedad rectora se pueden constituir ante ella o ante los miembros. Además, se contempla la posibilidad de que el reglamento del mercado establezca un régimen de garantía colectiva para todas o alguna de las categorías de miembros e incluso que se prevea también en el reglamento del mercado que la propia sociedad rectora venga obligada a aportar garantías. Todas las garantías deben calcularse diariamente y actualizarse con la periodicidad que establezca el reglamento del mercado y habrán de materializarse en los términos que éste prevea a través de una forma que la CNMV estime que supone una garantía suficiente y líquida de cobertura de riesgos (estimación que puede establecerse para un mercado específico o con carácter general por medio de una circular).

Acaba el Real Decreto 1282/2010 regulando el régimen de incumplimientos, también en línea con lo que se venía a establecer en el Real Decreto 1814/1991, aunque ahora contempla de forma más detallada la suspensión temporal de miembros y clientes y el cierre y traslado de los contratos.

Se establece, finalmente, un periodo transitorio de adaptación de seis meses a partir de la entrada en vigor del Real Decreto para que las sociedades rectoras adapten las disposiciones de sus reglamentos del mercado a lo que dispone la nueva norma, con la peculiaridad de que, hasta que se haga público por la CNMV la aprobación de estos reglamentos adaptados, los mercados seguirán rigiéndose no por el Real Decreto 1282/2010, sino por el 1814/1991. Como quiera que el Real Decreto se publicó el 16 de octubre de 2010, y no habiendo precepto de entrada en vigor específico distinto del general, hay que entender que entró en vigor el 5 de noviembre y que, por tanto, el plazo de adaptación finalizará el día 5 de mayo de 2011.

Como consecuencia directa de la aprobación del Real Decreto 1282/2010, MEFF ha modificado sustancialmente su reglamento (más que una modificación podría hablarse de una redacción casi completamente nueva), que como tal modificación ha sido aprobada por resolución de 21 de diciembre de 2010 de la CNMV (BOE de 5 de enero). Esta modificación además se ha llevado a cabo en paralelo al cambio de denominación social de MEFF, que ha perdido las expresiones «financieros» y «de renta variable» que incluía hasta ahora, para pasar a llamarse MEFF, Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A.U., sin duda porque se agrupan ahora en lo que antiguamente era MEFF Renta Variable todas las actividades de MEFF Renta Fija,

a la vez que, en virtud de lo que ahora dispone el Real Decreto 1282/2010, que amplía las posibilidades de negociación, compensación, liquidación, registro y contrapartida que pueden llevar a cabo las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de productos derivados, así como los activos subyacentes de estos últimos, se ha pretendido acompañar la denominación social con la realidad de las actividades que pretende llevar a cabo en el futuro.

Existen numerosas modificaciones, como acabamos de indicar, en el reglamento de MEFF, pero podemos ordenarlas en cuatro grandes grupos: miembros y sus clases, sistema de cuentas y registro, sistema de garantías y supervisión y reclamaciones.

Respecto de los miembros y sus clases, desaparecen las figuras de miembros liquidadores custodios y de creadores de mercado (aunque esta última figura, posiblemente siga existiendo, pero no ya como un tipo especial de miembro, sino como una actividad que podrá llevar a cabo cualquier miembro que negocie un contrato al efecto con MEFF). En su lugar, se crea un sistema de miembros en el que se recoge a algunos de los ya existentes (como los negociadores y los negociadores por cuenta propia) y surgen otros nuevos, como los miembros liquidadores individuales, los miembros liquidadores generales y los miembros registradores. Son miembros negociadores aquéllos que pueden negociar y solicitar el registro de contratos por cuenta propia o de sus clientes, pudiendo llevar a cabo algunas actividades de liquidación respecto de los clientes, como las de transmitir el efectivo o los activos subyacentes que MEFF haya puesto a su disposición a través de un miembro liquidador general. Los miembros negociadores por cuenta propia son los que sólo pueden negociar o solicitar registros de contrato para su cuenta propia o para la cuenta de entidades de su grupo.

Miembros liquidadores individuales son quienes pueden negociar o solicitar el registro de contratos por cuenta propia o por cuenta de clientes, respondiendo frente a MEFF del cumplimiento de todas las obligaciones derivadas de los contratos y operaciones registrados en sus cuentas, sean propias o de sus clientes, y pueden llevar a cabo directamente las operaciones de liquidación consistentes en la entrega de efectivo o de activos subyacentes a sus clientes. Un miembro liquidador general puede llevar a cabo las mismas actividades que un miembro liquidador individual y, además, pueden tener cele-

brados contratos con miembros negociadores y miembros negociadores por cuenta propia por virtud de las cuales, a efectos de liquidación, se interponen frente a MEFF, en el sentido de que los cobros y pagos y las entregas de activos que correspondan por cuenta de estos miembros negociadores o sus clientes, o de los miembros negociadores por cuenta propia, se llevará a cabo a través de este miembro liquidador general, en las dos direcciones, tanto frente a MEFF como frente a estos miembros negociadores; además los miembros liquidadores generales responden frente a MEFF del cumplimiento de todas las obligaciones de las cuentas propias y de las cuentas de sus clientes, así como de las cuentas registradas a nombre de los miembros negociadores y negociadores por cuenta propia a quienes representen a estos efectos.

Se ha modificado también el contenido de los contratos que deben celebrarse entre MEFF y los miembros y, sobre todo, los que deben celebrarse por los miembros entre sí y con sus clientes no miembros, especialmente este último, que en el anterior reglamento constituía un modelo normalizado y pasa ahora a tener simplemente un contenido mínimo.

Se modifica el sistema de cuentas. En adelante, ya no será preciso que cada inversor final (cliente o miembro) tenga una cuenta directamente abierta en MEFF. Ahora caben cuentas de segundo escalón, porque se ha modificado el sistema de registro de posiciones o contratos. Fundamentalmente, y siguiendo lo que se preveía en el Real Decreto 1282/2010, existe un registro contable centralizado que lleva MEFF, que se denomina «Registro Central», pero los miembros registradores pueden llevar un «Registro de Detalle», respecto de aquellos clientes que no tengan cuenta abierta directamente en el Registro Central. Es decir, existe un registro contable, que se desdobra en el Registro Central que lleva MEFF y en los Registros de Detalle que lleva cada uno de los miembros registradores. Dentro del Registro Central de MEFF se insertan, a su vez, cinco tipos de cuentas: la cuenta diaria, que es una cuenta transitoria para las operaciones intradía para que se anoten, para su registro definitivo, en alguna otra cuenta de un miembro o de un cliente; la cuenta propia de cada miembro, donde se registran las posiciones de éste, las cuentas de clientes individuales, que son aquellos clientes que tienen directamente abierta la cuenta en el Registro Central; la cuenta de clientes segregados, cuya titularidad corresponde a un miembro, y donde se registran, sin compensarse, las cuentas de las posiciones que tienen los clientes en

las cuentas segregadas que lleva ese miembro en su propia contabilidad, y las cuentas de clientes agregados, cuya titularidad también corresponde a un miembro, y en las que se registran, pero ahora compensándose, la suma de las posiciones de los clientes de ese miembro en las cuentas agregadas. Estas cuentas agregadas y segregadas se corresponden con las que debe mantener cada miembro registrador en su propio Registro de Detalle, y la diferencia fundamental radica en que las cuentas agregadas solo pueden ser abiertas por titulares que sean contrapartes elegibles, tal como el término se define en la Ley del Mercado de Valores, que autorizan a que, en caso de incumplimiento del miembro, sus posiciones reciban el mismo tratamiento que las posiciones de la cuenta propia del miembro.

Se elevan, significativamente, los recursos propios mínimos para ser miembro y, especialmente, para ser miembro registrador, diferenciándose entre aquellos que lleven cuentas segregadas y los que lleven cuentas agregadas, y dependiendo también del tipo de miembro que sean, de tal manera que son menores para los miembros negociadores y mayores para los miembros liquidadores generales, siendo la más alta la que corresponde a los miembros liquidadores autorizados para llevar cuentas agregadas y cuentas de clientes agregados, que alcanzaría los 500.000.000 de euros (en línea con lo indicado más arriba al tratar del Real Decreto 1282/2010).

Ahora la contrapartida central no la da MEFF sólo respecto de los contratos admitidos a negociación en el mercado regido por ella, sino también respecto de aquellos contratos que sean registrados exclusivamente a efecto de contrapartida, aunque sean negociados fuera de mercado, o los negociados incluso en mercados o sistemas de negociación no gestionados por MEFF con los que esta última haya celebrado los oportunos acuerdos.

Las garantías también se han modificado significativamente. Frente a las garantías iniciales, los ajustes diarios y las garantías extraordinarias que existían en el anterior reglamento, ahora se diferencia (aunque, en muchos casos, se trata solamente de mejorar la terminología, más que de un cambio significativo en la entidad y régimen de la garantía en cuestión) entre las garantías por posición, para cubrir los riesgos de la posición global de cada cuenta; las garantías individuales, que deben prestar los miembros liquidadores a favor de MEFF para cubrir el riesgo de incumplimiento de los propios miembros o de los miembros negociadores y de los clientes que liquiden a su vez; una garantía

extraordinaria, que responde a la misma finalidad que en el anterior reglamento, es decir cubrir riesgos derivados de situaciones extraordinarias, y una garantía colectiva, que debe prestar el conjunto de los miembros liquidadores para cubrir el supuesto de incumplimiento de algún miembro liquidador, y que por tanto corresponde aportar exclusivamente a los miembros que tengan este carácter. Junto a estas garantías, se exige ahora por el reglamento de forma explícita que los miembros registradores a su vez exijan de sus clientes titulares de cuentas segregadas o agregadas las correspondientes garantías. Por último, MEFF se obliga a aportar una garantía específica, con cargo a sus fondos propios, para cubrir los eventuales saldos negativos que pudieran derivarse del incumplimiento de un miembro liquidador cuando el resto de las garantías constituidas, incluida la garantía colectiva, no sean suficientes. La Circular «C-GEN-11/2011» de MEFF establece que la garantía a aportar por MEFF a estos efectos es de tres millones de euros para el grupo de contratos de derivados financieros, un millón para el grupo de contratos de energía y dos millones para el grupo de contratos de valores de renta fija.

Por último, se han afinado los conceptos de incumplimiento y consecuencias del incumplimiento de miembros y clientes, así como las facultades de supervisión de MEFF y los procedimientos a seguir en los casos de incumplimientos o infracciones del reglamento o de la normativa aplicable a estos mercados, así como los sistemas de resolución de incidencias con miembros, las reclamaciones de los miembros y de los clientes frente a MEFF y de los clientes frente a los miembros.

En resumen, pues, nos encontramos ante unos mercados de productos derivados que, aunque ya con una gran tradición, han quedado puestos al día y ampliado notoriamente su ámbito de actuación por medio del Real Decreto 1282/2010 y de las normas reglamentarias de MEFF, incluidas las condiciones generales de los contratos y las circulares que, prácticamente en bloque, han sustituido a las antiguas normas reglamentarias y circulares de la propia MEFF, y que suponen un cambio radical, en algunos aspectos, respecto a la organización y procedimientos de estos mercados.

EMILIO DÍAZ RUIZ*

* Abogado del Área de Mercantil de Uría Menéndez (Madrid).