

EFFECTOS DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS DE INVERSIÓN EN LOS MERCADOS ORGANIZADOS DE DERIVADOS

Juan Antonio Ketterer

I. INTRODUCCION: MERCADOS REGULADOS

El objeto del presente trabajo es examinar el impacto de la Directiva comunitaria de Servicios de Inversión (DSI) sobre los mercados de futuros y opciones y de derivados en general.

Es importante tener presente desde el principio que la DSI no intenta promover un mercado de capitales integrado de tipo paneuropeo, a diferencia de lo que se supone que intenta la legislación americana. El objeto central de la DSI es la eliminación de las restricciones de acceso a los mercados de los estados miembros actualmente existentes, que discriminan por razón de nacionalidad. De esta manera se incentiva una cierta homogeneización de los mercados, respetando la identidad propia de cada mercado doméstico.

Este es un planteamiento muy acertado. La diversidad y complejidad de los marcos legislativos de cada uno de los estados miembros de la Comunidad dificultaba extraordinariamente la efectiva libertad de movimiento del capital.

Como es bien sabido, la DSI entrará en vigor a partir del 1 de enero de 1996. A partir de ese momento la ley del mercado de valores y toda la legislación de rango inferior deberán adaptarse a lo establecido en la DSI. Por lo tanto, es importante anticipar las posibles implicaciones de dicha adaptación para la organización y el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones en nuestro país.

Antes de empezar el análisis detallado, conviene poner de relieve la existencia de una condición importante en la aplicación de la DSI. Esta, en sus artículos primero y 16, crea una nueva figura que resulta crucial para determinar el alcance de la aplicación de la directiva a los distintos mercados e instituciones existentes en cada país miembro. Se trata de la figura denominada mercado regulado. Su definición precisa se encuentra en el artículo 1.13 de la DSI, que reproducimos a continuación:

«mercado regulado: el mercado de instrumentos financieros contemplados en la sección B del Anexo,

— incluido en la lista contemplada en el artículo 16 por el Estado miembro que sea el Estado miembro de origen a efectos de la letra c) del punto 6 del artículo 1;

— de funcionamiento regular;

— caracterizado por el hecho de que las disposiciones establecidas o aprobadas por las autoridades competentes definen las condiciones de funcionamiento del mercado y de accesos al mercado, así como, cuando sea de aplicación la Directiva 79/279/CEE, las condiciones de admisión a la negociación fijadas por dicha Directiva, y cuando ésta no es aplicable, las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado;

— que imponga el cumplimiento de todas las obligaciones de declaración y de transparencia establecidas con arreglo a los artículos 20 y 21.»

Una vez definido el concepto de mercado regulado, con el objeto de delimitar el alcance de su aplicabilidad, la DSI, en su artículo 16, establece:

«A efectos del reconocimiento mutuo y de la aplicación de la presente Directiva, cada Estado miembro elaborará la lista de mercados regulados de acuerdo con su legislación respecto a los cuales sea Estado de origen y comunicará dicha lista, a efectos de información, a los demás Estados miembros y a la Comisión, así como las normas de organización y de funcionamiento de dichos mercados regulados. Se comunicará de la misma forma toda la modificación de la lista o de las normas anteriormente mencionadas. Al menos una vez al año, la Comisión publicará en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* las listas de los mercados regulados y sus actualizaciones.

Antes del 31 de diciembre de 1996, la Comisión hará un informe sobre los datos así recibidos y, en su caso, propondrá modificaciones de la definición de mercado regulado a efectos de la presente Directiva.»

De la lectura del artículo 16 se deduce sin ambigüedad posible que todos aquellos preceptos contenidos en la DSI serán de aplicación única y exclusivamente a aquellos mercados que tengan la condición de mercados regulados.

Como consecuencia, para que el funcionamiento y organización de los mercados españoles se vean

afectados por la DSI, estos deben acceder al estatus de mercados regulados.

Lo dicho sobre los mercados regulados y la aplicación de la DSI nos conduce a la conclusión de que las autoridades competentes de nuestro país deberán establecer los criterios que estimen convenientes para el otorgamiento de la condición de mercados regulados.

De hecho, la DSI va más allá, requiriendo que se designe claramente el organismo estatal encargado de la autorización y la supervisión de los mercados regulados. El artículo 22 de la DSI establece de manera unívoca la necesidad de designar el conjunto de autoridades responsables de la concesión de la autorización y de la supervisión de los mercados regulados:

«1. Los Estados miembros designarán a las autoridades competentes que deban desempeñar las funciones previstas en la presente Directiva e informarán de ello a la Comisión, indicando si existe reparto de competencias.

2. Las autoridades a que se refiere el apartado 1 deberán ser o bien autoridades públicas o bien organismos reconocidos en el ordenamiento jurídico nacional o por las autoridades públicas que hayan sido expresamente facultadas para dicho fin por la legislación nacional.

3. Se dotará a dichas autoridades de las facultades necesarias para el desempeño de su misión.»

En el momento de escribir este artículo, aún no se conocen los requisitos que la autoridad de nuestro país establecerá para que un mercado sea reconocido como mercado regulado en el sentido del artículo 16 de la Directiva de Servicios de Inversión.

Antes de continuar debemos hacer una precisión. En principio, no cabe pensar en la posibilidad de que los mercados de derivados no lleven a cabo las modificaciones pertinentes para acceder a tal condición. Es decir, partimos de la premisa de que en el nuevo entorno competitivo, definido por la DSI, los mercados regulados gozarán de suficientes ventajas para justificar la adopción de esta condición.

Esta es una cuestión importante, ya que la DSI no se ocupa en absoluto de los llamados *cross-border proprietary trading systems*. Estos sistemas de negociación, totalmente ajenos a ningún tipo de regulación, pueden convertirse en amenazas competitivas para los mercados regulados. Por lo tanto, queda en las manos de nuestra autoridad establecer los criterios de tal modo que permitan que los mercados regulados en España sigan siendo competitivos en el nuevo marco europeo creado bajo el amparo de la Directiva de Servicios de Inversión.

Una vez precisados los extremos anteriores, pasamos a analizar de forma detallada las posibles implicaciones de la DSI en las funciones de nego-

ciación, compensación y liquidación de los mercados derivados.

II. EL SISTEMA DE NEGOCIACION

Por razones obvias de seguridad del mercado, el acceso al sistema de negociación debe estar limitado a aquellas entidades que tengan un cierto grado de fiabilidad y solvencia a priori. Únicamente deben poder acceder directamente al libro de órdenes del mercado aquellas entidades que sean miembros del mismo.

Los requisitos para el acceso a la condición de Miembro Negociador están recogidos en el artículo 4.2.1 del reglamento del mercado:

a) Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Celebrar un contrato con un Miembro Liquidador y presentar una copia de este contrato a MEFF. Un Miembro Negociador podrá celebrar contratos de este tipo con varios Miembros Liquidadores.

c) Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.»

Además, toda institución que solicite su acceso a la condición de miembro, deberá cumplimentar un trámite formal de aprobación por parte del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora del mercado correspondiente. Cualquier otra persona física o jurídica que no sea miembro del mercado y que desee tomar una posición en los futuros y opciones negociados en el mismo, deberá hacerlo a través de un miembro del mercado, el cual actuará en calidad de intermediario.

El citado artículo del reglamento desarrolla el artículo 15 del Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones. Este establece:

«Sólo podrán adquirir la condición de miembro del mercado Sociedades o Agencias de Valores y las demás Entidades señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores. El Reglamento del Mercado fijará las condiciones a cumplir para adquirir la condición de miembro y, en particular, las que con carácter adicional se exijan a los miembros liquidadores en atención a los riesgos propios de su especial función.»

Por lo tanto, vemos que las condiciones de acceso al mercado no están, de hecho, determinadas por el reglamento del mismo, sino que vienen

impuestas por normativa administrativa de rango superior.

Las reglas específicas que regulan la negociación están orientadas a conseguir que el mercado sea equitativo, transparente, líquido, eficiente y seguro. Estas son las mínimas características que garantizan que los mercados domésticos tienen su oportunidad de competir con los mercados internacionales.

Estos principios generales que deben conformar la dinámica de la negociación de los futuros y las opciones en nuestro país están refrendadas por el reglamento del mercado en su artículo décimo, el cual establece:

10.1. La negociación entre Miembros de MEFF responderá a los principios de unidad de precio y publicidad de operaciones, y transcurrirá de acuerdo con lo previsto en la correspondiente Circular de Normas de Contratación.

10.2. En ningún caso deberán los Miembros o sus operadores:

- a) Provocar en beneficio propio o ajeno una evolución artificial de las cotizaciones.
- b) Multiplicar las transacciones de forma innecesaria y sin beneficio para el Cliente.
- c) Proceder a la apertura de posiciones en uno o varios contratos por cuenta propia cuando tengan Clientes que las hayan solicitado en idénticas o mejores condiciones.
- d) Anteponer el cierre de posiciones propias al de posiciones de sus Clientes, cuando éstos hayan ordenado cerrar la misma posición en idénticas o mejores condiciones.

10.3. La información relativa al Mercado, Ordenes recibidas y precios será difundida por los medios técnicos adecuados bajo las premisas de que el máximo posible de información se disponga en tiempo real y que la información esté accesible en igualdad de condiciones para todos los Miembros.

Con estas reglas de funcionamiento, el mercado es suficientemente transparente y líquido para atraer a una sólida y diversificada base de inversores domésticos y no residentes.

III. EL SISTEMA DE COMPENSACION Y LIQUIDACION

Una característica fundamental de la negociación de futuros es la existencia de una cámara de compensación. La principal función de la cámara consiste en interponerse entre las partes contratantes con el objeto de garantizar el buen fin de las operaciones cruzadas en el mercado.

Dicha garantía posibilita que el *ranking* crediticio de la contrapartida no sea un motivo de preocupa-

ción en el mercado de futuros y opciones, a diferencia de lo que ocurre en los mercados de tipo *over-the-counter* (OTC). De este modo, es posible ampliar la participación en el mercado de derivados a agentes que no tendrían acceso al mercado OTC, lo cual contribuye al aumento de la liquidez de los mercados organizados.

Con objeto de facilitar el funcionamiento del mercado, la cámara lleva a cabo las siguientes funciones:

- a) Garantiza el cumplimiento de los contratos a vencimiento. La cámara actúa como contrapartida única de todas las partes contratantes. La cámara también garantiza la liquidación de los contratos, es decir, las entregas de los activos subyacentes o las liquidaciones por diferencias, según sea el caso.
- b) Gestiona los pagos/cobros de cada uno de los miembros y de sus clientes, en base a su posición global neta. Tan sólo hay un *cash-flow* por miembro.
- c) Calcula y suministra información contable a nivel de cuenta (propia y de clientes), basada en un método de *marking to market*.
- d) Gestiona el riesgo de contrapartida.
- e) Gestiona el cierre de posiciones en fallido.

En consecuencia, el principal riesgo al que se enfrenta la cámara se deriva de la posibilidad de que el titular de alguna posición no pueda hacer frente a sus pérdidas. Con objeto de protegerse del riesgo que asume al garantizar las operaciones, la cámara dispone de una serie de mecanismos. Los más importantes son: liquidación diaria de pérdidas y ganancias, depósitos en garantías por posiciones abiertas, sistema de garantías generales y, finalmente, restricciones al acceso a la compensación-liquidación.

Aun con el sistema de liquidaciones diarias, la cámara asume el riesgo de que un participante sufra una fuerte pérdida durante una sesión y no la pueda afrontar. En ese caso la cámara tendría que cubrir la pérdida utilizando sus recursos propios.

Para evitar ese riesgo —ya que la pérdida acumulada de un día puede llegar a ser cuantiosa, si el número de posiciones es grande y las fluctuaciones de precios son importantes— la cámara requiere que cada participante deposite una cantidad por posición abierta. Dicha cantidad ha de ser igual a la máxima pérdida que se puede incurrir por contrato abierto, por día de negociación.

Los depósitos de garantías por posiciones abiertas están calculados para soportar un cambio adverso de precios igual a equis veces su fluctuación máxima diaria estimada. Este procedimiento de cálculo de los depósitos por posiciones abiertas da amplio margen a la cámara para enajenar y cerrar las posiciones del participante que no pueda hacer

frente a su liquidación diaria. Por lo tanto, dado el sistema de depósitos de garantías y de liquidaciones diarias descrito, es altamente improbable que el incumplimiento de un Miembro pueda llegar a repercutir en el capital de la cámara, incluso en situaciones de extrema volatilidad.

Además, en situaciones excepcionales, la cámara tiene amplios poderes para aumentar discrecionalmente los depósitos de garantías exigidos.

Existe otro riesgo —que podemos denominar «riesgo intradía»—, el cual no está cubierto por los mecanismos descritos anteriormente. El riesgo intradía es el riesgo a que un miembro expone a la cámara cuando abre nuevas posiciones en una sesión de negociación. Nótese que la apertura de nuevas posiciones durante una sesión no está respaldada por los depósitos de garantías por posiciones abiertas, ya que dichos depósitos se hacen efectivos al final de la sesión de negociación.

Con el objeto de cubrirse contra el riesgo intradía, la cámara requiere que los miembros del mercado depositen unas «garantías generales» y limita el número de posiciones que un miembro puede abrir en una sesión. Este límite en la apertura diaria de posiciones es directamente proporcional a la cuantía de las garantías generales aportadas por el Miembro y a sus recursos propios (1).

De esta manera, el riesgo de la cámara queda cubierto por una sucesión de niveles de garantías: los depósitos por posiciones abiertas cubren el riesgo interdía y el resto, hasta los recursos propios del último titular de la posición, el riesgo intradía.

Los artículos vigésimo y vigésimoprimer del reglamento del mercado regulan el tipo de garantías y los activos aceptados, así como su régimen de constitución:

20.1. MEFF podrá exigir tres clases de Garantías a los Miembros y Clientes del Mercado:

20.1.1. Garantía inicial, consistente en una Garantía permanente exigible a los Miembros del Mercado, a criterio de MEFF, que tendrá un importe máximo de 200 millones de pesetas y en ningún caso se utilizará para discriminar entre sí a Miembros de la misma clase.

20.1.2. Garantía Diaria, consistente en la Garantía variable relativa a las posiciones tomadas en el Mercado, exigible a todos los Miembros y Clientes del Mercado con Contratos abiertos registrados en sus cuentas. MEFF calcula y exige la Garantía Diaria en la forma indicada en este Reglamento.

20.1.3. Garantía Extraordinaria, consistente en una Garantía adicional a la Garantía Diaria, exigible a los Miembros y Clientes por circunstancias excepcionales de Mercado o por tratarse de posiciones que MEFF estime de alto riesgo.

20.2. Las Garantías estarán bajo el control y, en su caso, la titularidad de MEFF que podrá exigir su traslado en todo momento.

Las Garantías constituidas a favor de MEFF garantizan frente a MEFF todas las cantidades que sean debidas a MEFF por el Cliente o el Mercado obligado a constituir las, en relación a Transacciones realizadas en el Mercado.

20.3. Los activos aceptados como Garantía y su forma de materialización serán determinados mediante Circular y serán autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

20.4. MEFF no será el beneficiario final de los rendimientos que las Garantías constituidas puedan generar ni soportará costes asociados a las mismas.

20.5. Los Miembros Liquidadores Custodios sólo podrán disponer de las Garantías con autorización expresa de MEFF.

20.6. MEFF podrá compensar conforme a las reglas generales del Derecho las cantidades líquidas vencidas y exigibles que le adeuden los Clientes o los Miembros con las cantidades que adeude al Cliente o Miembro en cuestión por virtud de Primas, Liquidaciones Diarias de Pérdidas y Ganancias o Liquidaciones a Vencimiento, así como con las cantidades que haya recibido de los mismos por virtud de las Garantías que los mismos deben constituir conforme a lo dispuesto en el presente Reglamento.

Artículo 21 (régimen de determinación y método de constitución):

21.1. En el momento en que MEFF registra una Transacción, nace la obligación del Cliente y del Miembro intervinientes de suministrar a MEFF la Garantía de acuerdo con lo dispuesto en el presente Reglamento.

21.2. Los Miembros Liquidadores serán responsables de la constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Depósitos de Garantía derivados de las Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes, así como los derivados de Transacciones realizadas en el Mercado por otros Miembros con los que así lo hayan acordado y comunicado a MEFF.

El Miembro Liquidador deberá, en todo caso, asegurarse de que el Cliente o el Miembro por el que responde efectúa el Depósito y, en caso de no ser así, notificarlo inmediatamente a MEFF.

21.3. El importe de las Garantías Diarias es fijado por MEFF de acuerdo con lo especificado en el presente Reglamento y las Condiciones Generales de cada Contrato. Dicho importe corresponde al neto de todos los contratos registrados en cada Cuenta y es exigible diariamente. En el caso de Cuenta Global, se incluyen en el cálculo conjunto todos los Contratos de todas las Cuentas agrupadas en la Cuenta Global.

21.4. MEFF pondrá a disposición de cada Miembro el detalle de importes de Garantías de las que sea responsable de acuerdo al presente Reglamento, al menos una hora antes del inicio de la sesión del día en que las Garantías deben ser suministradas.

21.5. Las Garantías deben suministrarse antes del inicio de la sesión del Día Hábil siguiente a la fecha en que nació la obligación de suministrarlas.

21.6. Los Miembros no podrán compensar entre sí las posiciones de los distintos Clientes o Miembros de los que respondan.

21.7. Para el cálculo del importe de la Garantía Diaria de una Cuenta o de un conjunto de Cuentas pertenecientes a un mismo titular, MEFF simulará el coste total de Cerrar todos los Contratos registrados para ese titular, realizando el análisis de la cartera.

De acuerdo al análisis de la cartera, el riesgo de una posición tendrá en cuenta conjuntamente todos los Contratos cuyo Activo Subyacente sea el mismo, de modo que, ante una única variación del precio del Activo Subyacente, los Contratos de la cartera variarán de precio de forma coherente. Por lo tanto, el riesgo de una cartera podrá ser menor que la suma del riesgo individualizado de cada serie de Contratos incluidos en la cartera.

Por otro lado, una vez obtenido el coste de cierre para cada Activo Subyacente, si para alguno de ellos la simulación resultase en un importe positivo de cierre, éste podrá compensar los importes negativos resultantes para otros Activos Subyacentes, siempre dentro de la misma cartera.

La simulación se realizará para una serie de precios del Activo Subyacente comprendidos en el intervalo de Valoración, los extremos del cual son el precio máximo y el mínimo hasta el cual se estime que pueda llegar el precio del Activo Subyacente, en un período de tiempo denominado Plazo de Reacción, a partir del momento del cálculo, teniendo en cuenta, además, posibles variaciones en la volatilidad implícita de los precios de Mercado.

21.8. El cálculo se basará en modelos de valoración reconocidos. El detalle de los modelos, los ajustes que a ellos se realicen, los valores de variación para el cálculo del Intervalo de Valoración, el Plazo de Reacción y todos los parámetros que se utilicen en el cálculo serán publicados por MEFF para cada Contrato mediante la correspondiente Circular. Las Condiciones Generales de cada Contrato especificarán los modelos y parámetros que deben concretarse en las Circulares.

21.9. Excepcionalmente, MEFF podrá calcular las Garantías Diarias de forma distinta a la descrita en este Reglamento cuando, a juicio de la propia MEFF, ello fuera necesario para la salvaguardia de MEFF o del Mercado. En estos casos:

a) MEFF pondrá inmediatamente en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores esta circunstancia, justificando adecuadamente las razones que motivaron la decisión de modificar el procedimiento de cálculo de las Garantías exigidas.

b) Los Clientes y Miembros estarán obligados a constituir las Garantías Diarias por el importe que MEFF determine.

En cuanto a la forma concreta de materialización de las mencionadas garantías, el artículo 20.3 del Reglamento de MEFF establece que:

«Los activos aceptados como Garantía y su forma de materialización serán determinados mediante Circular y serán autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.»

En consecuencia, según se establece en el reglamento, existe plena libertad de elección al respecto.

Actualmente, las garantías se constituyen tomando como activo financiero base la deuda pública y los mismos derivados anotados en MEFF. Se admiten tres modalidades: Pactos de Recompra al día, para las garantías diarias, bloqueos de deuda en la Central de Anotaciones del Banco de España, para las garantías iniciales, depósitos en efectivo pueden ser aceptados en circunstancias excepcionales.

A pesar de que el mecanismo de seguridad basado en las garantías generales es muy sólido, la cámara de compensación va más allá estableciendo una jerarquía entre sus miembros. Esta jerarquía divide a los intermediarios del mercado de futuros y opciones en dos grandes grupos: los Miembros Liquidadores y los Miembros No Liquidadores.

Todas las operaciones del mercado deben pasar por los Miembros Liquidadores, que son las únicas entidades facultadas para la liquidación y la compensación de los contratos negociados.

Por su parte, los Miembros No Liquidadores, en tanto que Miembros Negociadores, negocian directamente las órdenes, pero para liquidar sus transacciones están obligados a hacerlo a través de los Miembros Liquidadores del mercado.

Con el propósito de facilitar el proceso de liquidación-compensación, se establece una división adicional dentro del grupo de Miembros Liquidadores. Tal distinción se lleva a cabo, lógicamente, en función de los recursos propios del miembro. Así, los Miembros Liquidadores se clasifican en Miembros Liquidadores y Miembros Liquidadores Custodios.

El reglamento del mercado establece las siguientes condiciones que las entidades deben cumplir para poder adquirir la condición de miembro liquidador y la de miembro liquidador custodio:

Art. 4.3. Miembro liquidador

4.3.1. Requisitos para adquirir la condición:

a) Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.

c) Celebrar un contrato con el Miembro Liquidador Custodio en el que realizará la constitución y ajuste de las Garantías Diarias y de la Extraordinaria, en su caso. Un Miembro Liquidador podrá celebrar contratos de este tipo con varios Miembros Liquidadores Custodios.

d) Constituir una Garantía Inicial a favor de MEFF con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de las garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados.

4.3.2. Funciones propias del Miembro Liquidador:

a) Negociar directamente en el Mercado, por cuenta propia o por cuenta de Clientes.

b) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Garantías y de liquidaciones resultantes de Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes.

c) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento con los ajustes procedentes de Garantías y de liquidaciones resultantes de las Transacciones realizadas por otros Miembros con los que así lo haya acordado y comunicado a MEFF.

d) Realizar el pago o cobro a MEFF de todas aquellas liquidaciones en efectivo que no correspondan a compra-ventas del Activo Subyacente, siempre que tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España. Aquellos Miembros Liquidadores que no tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España, o que teniéndola, así lo deseen, deberán domiciliar las liquidaciones en efectivo en una entidad financiera que la tenga, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

e) Realizar la compra-venta del Activo Subyacente en las liquidaciones por entrega, siempre que tenga acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente. Aquellos Miembros Liquidadores que no tengan acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente, o que, teniéndolo, así lo deseen, deberán domiciliar estas operaciones en una entidad financiera que tenga acceso a dicho servicio, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

Art. 4.4. Miembro Liquidador Custodio

4.4.1. Requisitos para adquirir la condición:

a) Ser Sociedad o Agencia de Valores, Banco, Caja de Ahorros o alguna de las otras clases de Entidades señaladas en las letras a), b) y c) del artículo 76 de la Ley del Mercado de Valores, lo que se acreditará presentando la correspondiente certificación expedida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b) Ser Entidad Gestora de Anotaciones de Deuda del Estado con capacidad plena para mantener cuentas de terceros. Las Condiciones Generales de cada Contrato de opción o futuro podrán modificar este requisito.

c) Celebrar un contrato con MEFF, aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento en los términos del presente Reglamento.

d) Constituir una Garantía Inicial a favor del MEFF con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones de constitución y mantenimiento de las garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los pla-

zos estipulados, así como sus obligaciones de recepción y custodia de Garantías.

4.2.2. Funciones propias del Miembro Liquidador Custodio:

a) Negociar directamente en el Mercado, por cuenta propia o por cuenta de Clientes.

b) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones resultantes de Transacciones realizadas en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes.

c) Responder frente a MEFF del cumplimiento de las obligaciones resultantes de las Transacciones realizadas por otros Miembros con los que así lo haya acordado y comunicado a MEFF.

d) Realizar el pago o cobro a MEFF de todas aquellas liquidaciones en efectivo que no correspondan a compra-ventas del Activo Subyacente, siempre que tenga Cuenta de Tesorería en el Banco de España. Aquellos Miembros Liquidadores Custodios que no tengan Cuenta de Tesorería en el Banco de España, o que, teniéndola, así lo deseen, deberán domiciliar las liquidaciones en efectivo en una entidad financiera que la tenga, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

e) Realizar la compra-venta del Activo Subyacente en las liquidaciones por entrega, siempre que tenga acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente. Aquellos Miembros Liquidadores Custodios que no tengan acceso directo al servicio de liquidación del Activo Subyacente, o que, teniéndolo, así lo deseen, deberán domiciliar estas operaciones en una entidad financiera que tenga acceso a dicho servicio, sin que esta domiciliación suponga el traspaso de la responsabilidad.

f) Recibir, aceptar en nombre de MEFF y custodiar las Garantías a favor de MEFF correspondientes a las posiciones abiertas en el Mercado por sí mismo, por sus Clientes y por los Miembros con los que así lo haya acordado.

Según se desprende de la lectura de estos artículos del reglamento, los miembros liquidadores son responsables solidarios del cumplimiento de las obligaciones derivadas de las posiciones tomadas en el mercado por cuenta propia y por cuenta de sus clientes. Los miembros liquidadores se responsabilizan ante la cámara y ante sus clientes de que los depósitos sean actualizados, se efectúen los pagos y cobros de y hacia la cámara y de que las entregas tengan lugar según lo establecido.

IV. EL IMPACTO DE LA DIRECTIVA

El artículo más relevante de la DSI para nuestros efectos es el que establece el llamado «pasaporte único» en el establecimiento y prestación de servicios de inversión. Aquí es donde se concreta el impacto más importante en lo que se refiere a la

negociación, compensación y liquidación de futuros y opciones y de otros instrumentos derivados (2).

Como hemos dicho, el citado artículo 15 es, sin lugar a dudas, el más importante desde el punto de vista de los mercados de derivados. En dicho artículo, la DSI establece de manera inequívoca que las restricciones de acceso al sistema de compensación, liquidación y negociación, actualmente vigentes, deberán ser modificadas para permitir el acceso a los mismos a cualquier entidad financiera que sea miembro de un mercado comunitario. Es decir, la pertenencia a un mercado conlleva el derecho de ser miembro de cualquier otro mercado comunitario.

Tanto por lo que se refiere a la negociación, como por lo que hace a la compensación y liquidación, actualmente existe la importante restricción consistente en que el acceso está vetado a todas aquellas empresas de inversión que no tienen como mínimo una agencia de valores registrada en el territorio nacional (artículos 4.2 y 4.3 del Reglamento del Mercado). A partir de la implementación de la DSI, cualquier empresa de inversión que sea miembro de un mercado regulado en cualquier estado miembro tendrá automáticamente derecho a ser miembro de cualquier otro mercado regulado en la Comunidad.

Sin embargo, existe una excepción a esta regla general que es de especial importancia para los mercados de derivados. En su artículo 2.j, la DSI establece que:

«La Directiva no se aplicará (entre otras) a las empresas cuyos servicios de inversión consistan exclusivamente en negociar por cuenta propia en un mercado de instrumentos financieros a plazo o de opciones, o que operen por cuenta de otros miembros de dicho mercado o actúen como creadores de mercado frente a éstos, y que están avaladas por una cámara de compensación del mismo mercado. El cumplimiento de los contratos celebrados por dichas empresas estará garantizado por una cámara de compensación del mismo mercado».

En segundo lugar, la DSI, en su artículo 10, requiere que los Estados miembros velen de manera activa por la salvaguarda de los intereses de los inversores finales de sus mercados regulados. En particular, la DSI prescribe el establecimiento en la legislación financiera de algún tipo de segregación de depósitos de garantía entre los miembros de los mercados y sus clientes (3).

Es importante destacar a este respecto que, actualmente, ni el reglamento del mercado ni la legislación financiera imponen tal requerimiento a los miembros del mercado. De hecho, los depósitos en garantías están típicamente agregados en cuentas a nombre de los miembros.

Sin embargo, es probable que este requerimiento no imponga modificación alguna al reglamento del

mercado. Dado lo general del precepto de la DSI, es muy posible que la segregación de activos y de fondos tenga lugar en la legislación financiera española a un nivel muy superior al del reglamento del mercado. En este caso no sería necesario modificar este último.

Todos los demás aspectos de la organización y el funcionamiento del mercado, según todos los indicios disponibles, son relativamente independientes de la aplicación de la DSI.

En primer lugar, parece poco probable que la DSI implique cambios sustanciales en las reglas específicas que rigen la negociación. En estos momentos la negociación en los mercados españoles transcurre según unos estándares internacionales por todos reconocidos. Por lo tanto, éstos no deberían verse afectados por la directiva.

En segundo lugar, tampoco se desprende de la lectura de la DSI que se vayan a establecer restricciones o cambios en las características de los contratos negociados en los mercados de derivados. Actualmente éstas obedecen a condiciones particulares de cada uno de los países, adoptando unos modelos de contratos bastante similares entre los mercados.

Finalmente, las formas concretas en que están estructurados los circuitos de compensación y liquidación no se verán sustancialmente alteradas por la implantación de la DSI. Los circuitos de compensación y liquidación que actualmente utilizan los mercados de derivados son el sistema de pagos del banco central para las liquidaciones diarias y los mercados subyacentes para las entregas.

La única cuestión que, a mi juicio, queda un tanto inconclusa viene dada por la posibilidad de que los nuevos miembros de los mercados de derivados tengan también acceso a los sistemas de pagos y de anotaciones en cuentas de títulos valores de los países de origen de los mercados regulados. En el caso español, nos referimos al Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y a la Central de Anotaciones del Banco de España.

Sin embargo, aunque un nuevo miembro liquidador no tuviera acceso directo a los mencionados servicios, podría realizar las funciones de liquidación utilizando la figura de entidad domiciliaria, la cual está debidamente contemplada en el reglamento del mercado en los artículos 4.3.2.d y 4.3.2.e, antes mencionados. La domiciliación de las liquidaciones diarias, actualización de garantías y entregas de subyacente al vencimiento, no implica en absoluto el traspaso de la responsabilidad. La responsabilidad reside en el miembro liquidador y no en la entidad domiciliaria.

A modo de resumen, se podría decir que de la lectura de la DSI y de la probable aplicación que se llevará a cabo en nuestro país, parece razonable pensar que no se deben producir grandes cambios

en el funcionamiento de los mercados de futuros y opciones. El sistema y las reglas de negociación vigentes parecen muy coherentes con las demandas de la DSI. De la misma manera, el sistema de compensación y liquidación actual, en sus líneas maestras, no debería experimentar grandes cambios para adaptarse a la DSI.

Una última observación: La lectura de las consecuencias de la aplicación de DSI debe hacerse en conjunción con la lectura de la directiva sobre la adecuación de capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito. En esta última se plantean cuestiones de vital importancia como todo lo referente a los capitales mínimos exigibles a las empresas de inversión.

NOTAS

(1) El método para calcular los límites a las aperturas diarias de posiciones de los miembros debería estar basado en una fórmula del siguiente tipo:

Máximo nuevas posiciones abiertas durante una sesión x fluctuación máxima diaria (en pesetas) x coeficiente = Garantías Generales aportadas.

Es función de la Cámara el decidir el valor numérico del «coeficiente».

(2) «Título V. Libertades de establecimiento y de prestación de servicios.

Artículo 15

1. Sin perjuicio del ejercicio de las libertades de establecimiento y de prestación de servicios contempladas en el artículo 14, los Estados miembros de acogida velarán por que las empresas de inversión autorizadas por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen a prestar los servicios mencionados en los puntos 1b) y 2 de la sección A del Anexo puedan tener acceso o hacerse miembros, directa o indirectamente, de los mercados regulados de los Estados miembros de acogida, siempre que los servicios prestados sean similares y, asimismo, velarán por que puedan tener acceso o hacerse miembros de los sistemas de compensación y liquidación allí existentes para uso de los miembros de los mercados regulados.

Los Estados miembros derogarán cualesquiera reglamentos o leyes nacionales o estatutos de mercados regulados que limiten el número de personas admitidas. Cuando, debido a su estructura jurídica o su capacidad técnica, el acceso a un mercado regulado sea limitado, los Estados miembros velarán por que dicha estructura y dicha capacidad vayan adaptándose de forma regular.

2. La condición de miembro de mercado regulado o el acceso al mismo implica el cumplimiento de las exigencias de adecuación del capital por parte de las empresas de inversión y el control de dicho cumplimiento por parte del Estado miembro de origen, de conformidad con la Directiva 93/6/CEE.

Los Estados miembros de acogida sólo estarán facultados para imponer requisitos adicionales en materia de capital en los ámbitos no cubiertos por dicha Directiva.

El acceso a un mercado regulado, la admisión como miembro y el mantenimiento de ambas prerrogativas estarán supeditados al cumplimiento de las normas de dicho mercado regulado en lo que respecta a la constitución y administración del mercado

regulado y al cumplimiento de las normas relativas a las operaciones de dicho mercado, las normas profesionales impuestas al personal que trabaja en ese mercado o en conexión con él y las normas y procedimientos de los sistemas de compensación y liquidación. Las normas de desarrollo de dichas normas y procedimientos podrán adaptarse de modo adecuado, especialmente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones que de ellos se derivan, aunque velando por que se respete lo dispuesto en el artículo 28.

3. Con objeto de cumplir con la obligación establecida en el apartado 1, los Estados miembros de acogida deberán dar a las empresas de inversión contempladas en dicho apartado la opción de hacerse miembros de sus mercados regulados o de tener acceso a ellos:

— bien directamente, mediante la creación de una sucursal en el Estado miembro de acogida, o

— bien de forma indirecta, mediante la creación de una filial en el Estado miembro de acogida o la adquisición de alguna empresa existente en el Estado de acogida que ya sea miembro o que tenga acceso a dichos mercados.

4. Salvo lo dispuesto en los apartados 1, 2 y 3 cuando, para operar en un mercado regulado del Estado miembro de acogida, no se exija como requisito la presencia física, las empresas de inversión a que se refiere el apartado 1 podrán adquirir la calidad de miembros o acceder en las mismas condiciones, sin tener un establecimiento en el Estado miembro de acogida. Para permitir que sus empresas de inversión sean miembros o admitidas en un mercado regulado de un Estado miembro de acogida con arreglo al presente apartado, los Estados miembros de origen permitirán a los mercados regulados del Estado miembro de acogida establecer en aquellos las instalaciones apropiadas.»

(3) «Artículo 10:

El Estado miembro de origen establecerá las normas prudenciales que deberá observar, en todo momento, la empresa de inversión. Dichas normas impondrán en particular la obligación de que la empresa de inversión:

— cuente con una buena organización administrativa y contable, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático, así como con procedimientos de control interno adecuados, incluido en particular un régimen de operaciones personales de los asalariados de la empresa;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los valores pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos de propiedad, en particular en caso de insolvencia de la empresa, y evitar que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los valores de los inversores sin el consentimiento explícito de los mismos;

— tome las medidas adecuadas en lo que se refiere a los fondos pertenecientes a los inversores a fin de proteger sus derechos, y evitar, salvo en el caso de las entidades de crédito, que la empresa de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores;

— tome las medidas necesarias para que el registro de las operaciones realizadas permita, como mínimo, que las autoridades del Estado miembro de origen puedan verificar el cumplimiento de las normas prudenciales de cuya aplicación son responsables; dichos registros deberán conservarse durante el tiempo que determinen las autoridades competentes;

— se estructure y organice a fin de reducir al máximo el riesgo de que los posibles conflictos de intereses que surjan entre la empresa y sus clientes, o entre los propios clientes, redunden en perjuicio de los intereses de éstos. No obstante, las modalidades de organización en caso de creación de una sucursal no podrán resultar incompatibles con las normas de conducta establecidas por el Estado miembro de acogida en materia de conflictos de intereses.»