

FERNANDO BAUTISTA PÉREZ

**RÉGIMEN JURÍDICO
DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS**

**Especial referencia a la protección
del inversor minorista y/o consumidor**

Prólogo de
Felio Vilarrubias

Colegio Notarial de Cataluña

Marcial Pons

MADRID | BARCELONA | BUENOS AIRES | SÃO PAULO

2020

ÍNDICE

	Pág.
PRÓLOGO , por Felio Vilarrubias	17
AGRADECIMIENTOS	21
INTRODUCCIÓN	23
CAPÍTULO PRIMERO. ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN ESPAÑA: FUNCIÓN ECONÓMI- CA SOCIAL Y ASPECTOS ECONÓMICOS	27
I. LA ESPECULACIÓN FINANCIERA A LO LARGO DE LA HISTORIA.	30
A) La crisis de los tulipanes.....	30
B) La creación de la <i>Banca Royale</i>	31
C) El nacimiento de la Compañía de los Mares del Sur	32
II. LA ESPECULACIÓN FINANCIERA EN LA HISTORIA RECIENTE: LA CREACIÓN DE LA CRIPTOMONEDA DENOMINADA <i>BITCOIN</i>	34
III. EL NACIMIENTO DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS	38
A) Introducción.....	38
B) El origen y desarrollo de los mercados de derivados.....	40
IV. LA CONFIGURACIÓN, EN ESPAÑA, DE LOS MERCADOS DE DERI- VADOS	45
CAPÍTULO SEGUNDO. LOS MERCADOS DE VALORES Y DERIVA- DOS EN ESPAÑA: ASPECTOS INSTITUCIONALES	51
I. LA AUTORIDAD EUROPEA DE SUPERVISIÓN DE VALORES Y MERCADOS: <i>THE EUROPEAN SECURITY AND MARKETS AU- THORITY (ESMA)</i>	57
II. LAS AUTORIDADES NACIONALES DE SUPERVISIÓN DE VALO- RES Y MERCADOS EN ESPAÑA:	63
A) La actividad de supervisión del Banco de España en materia de valores.....	63

	Pág.
B) La actividad de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	64
III. LOS OPERADORES DEL MERCADO ESPAÑOL: LAS EMPRESAS DE SERVICIOS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN (ESI)	69
A) Agencias y Sociedades de Valores	77
B) Las Sociedades Gestoras de Carteras	78
C) Las Empresas de Asesoramiento Financiero	79
IV. EL MERCADO, SUS OPERADORES (ESI), 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	81
V. LOS INVERSORES Y SUS NORMAS DE PROTECCIÓN	85
VI. LA POTESTAD SANCIONADORA DE LA ADMINISTRACIÓN ESPAÑOLA EN EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL	95
A) Sujetos infractores	101
B) Infracciones y sanciones.....	103
C) Normas de procedimiento, resoluciones de la CNMV y recursos a las mismas	108
 CAPÍTULO TERCERO. CONCEPTO Y CARACTERES DEL CONTRATO DE DERIVADOS FINANCIEROS. LOS DERIVADOS FINANCIEROS <i>OVER THE COUNTER</i> (OTC)	 111
I. CONCEPTO	112
II. CARACTERES	115
A) Función que desempeña en la economía.....	116
B) Clases de contratos de derivados	117
III. LOS DERIVADOS FINANCIEROS <i>OVER THE COUNTER</i> (OTC). CONCEPTO	118
IV. LOS DERIVADOS FINANCIEROS <i>OVER THE COUNTER</i> (OTC). SU NATURALEZA JURÍDICA.....	119
V. DERIVADOS FINANCIEROS <i>OVER THE COUNTER</i> (OTC). ELEMENTOS DEL CONTRATO	121
A) Elementos personales y capacidad de las partes en los contratos <i>OTC</i>	121
B) La relación entre los conceptos de «consumidor» y «cliente minorista»	123
C) El consentimiento prestado.....	126
D) El objeto del contrato	137
a) El activo subyacente y sus clases.....	139
b) Activos subyacentes en contratos <i>forwards</i>	139
c) Activos subyacentes en contratos <i>swaps</i>	142
a') <i>Swaps</i> de tipo de interés: <i>Interest Rate Swap-IRS</i>	145
b') <i>Swaps</i> sobre materias primas o <i>commodities</i>	147

	Pág.
c') <i>Swaps</i> sobre divisas.....	147
d') <i>Swaps</i> sobre índices bursátiles: <i>Index Swaps</i>	149
e') <i>Swaps</i> sobre dividendos: <i>Dividends Swaps</i>	150
f') <i>Swaps</i> como seguro de impago: <i>Credit Default Swaps (CDS)</i>	150
d) Los activos subyacentes en el vigente TRLMV. Análisis de su art. 2	153
e) El objeto del contrato de derivados, en sentido estricto, y su relación con los activos subyacentes	160
E) La causa en los contratos de derivados <i>Over The Counter (OTC)</i> . La causa del contrato y los motivos de la causa	162
F) La forma y la prueba en los contratos de derivados <i>Over The Counter (OTC)</i>	169
a) Planteamiento.....	169
b) Configuración formal de los contratos de derivados financieros <i>Over The Counter (OTC)</i>	170
c) La estandarización de los contratos de derivados <i>Over The Counter (OTC)</i>	179
d) El Registro de Operaciones <i>Over The Counter (OTC)</i> . Especial referencia al <i>Regis-TR</i>	186
G) Contenido y extinción de los contratos de derivados financieros <i>Over The Counter (OTC)</i>	189
CAPÍTULO CUARTO. LOS DERIVADOS FINANCIEROS NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LOS FUTUROS FINANCIEROS.	193
I. LOS CONCEPTOS DE MERCADO OFICIAL, VALOR NEGOCIABLE Y DERIVADOS FINANCIEROS	193
II. LA ORGANIZACIÓN ACTUAL DEL MERCADO DE DERIVADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA	208
III. LOS DERIVADOS FINANCIEROS, ADMITIDOS A NEGOCIACIÓN, CONTEMPLADOS EN EL ACTUAL TRLMV	212
A) Contratos cuyo subyacente son materias primas.....	213
B) Contratos cuyo subyacente es financiero	214
C) Contratos en los cuales el subyacente es teórico y no existe físicamente	215
D) Normas de actuación para los contratos de derivados negociados en mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y Sistemas Organizados de Contratación (SOC)	217
IV. EL CONTRATO DE FUTUROS FINANCIEROS, NEGOCIADO EN EL MERCADO OFICIAL DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL.....	223
A) Concepto y naturaleza jurídica del contrato de Futuros Financieros.....	224
B) Elementos personales: clientes, miembros del Mercado y organización del mismo	227
a) El cliente final	228
b) Los miembros del Mercado	234

	Pág.
c) Configuración jurídica y normas de actuación de <i>MEFF Exchange, S. A. U.</i>	236
d) Configuración jurídica y normas de actuación de <i>BME Clearing, S. A. U.</i>	240
a') Consideraciones previas.....	240
b') Clases de cuentas.....	243
c') Clases de miembros.....	246
e) Los llamados «creadores de mercado».....	252
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.....	257
a) Las Condiciones Generales establecidas para el Segmento de Derivados Financieros.....	258
b) Los distintos tipos de contratos de Futuros Financieros, con base al activo subyacente contemplado, admitidos a negociación oficial en <i>MEFF Exchange, S. A. U.</i>	259
a') Contratos de Futuros sobre Índices	260
b') Contratos de Futuros sobre Acciones	263
c') Contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones	270
d') Futuros sobre el Bono Nocial a diez años.....	276
c) Los contratos específicos de Futuros sobre Energía: <i>MEFF Power</i>	277
a') Condiciones Generales para el Grupo de activos sobre la energía eléctrica	279
b') Diferencias entre los contratos de Futuros y los contratos <i>swaps</i>	283
c') El «sistema de cascada»	284
 CAPÍTULO QUINTO. LOS DERIVADOS FINANCIEROS NEGOCIADOS EN MERCADOS OFICIALES: LAS OPCIONES FINANCIERAS.....	 287
I. EL CONCEPTO DEL CONTRATO DE OPCIÓN Y SU NATURALEZA JURÍDICA	287
II. EL CONTRATO DE OPCIÓN <i>OVER THE COUNTER (OTC)</i>	295
A) Elementos personales en los contratos de opción <i>Over The Counter (OTC)</i>	296
B) El objeto del contrato de opción <i>Over The Counter (OTC)</i>	297
C) La forma en el contrato de opción <i>Over The Counter (OTC)</i>	307
D) Contenido y extinción del contrato de opción <i>Over The Counter (OTC)</i>	310
III. EL CONTRATO DE OPCIÓN FINANCIERA EN LOS MERCADOS REGULADOS. ESPECIAL REFERENCIA AL MERCADO OFICIAL DE OPCIONES ESPAÑOL.....	311
A) El Mercado Secundario Oficial de Opciones Español	313

	Pág.
a) Sistemas de negociación de las opciones financieras en el mercado español.....	315
b) Características de las Condiciones Generales de Contratación (Segmento de Derivados Financieros) de <i>MEFF Exchange, S. A. U.</i> , para las opciones financieras	316
B) Los contratos admitidos, actualmente, a negociación en el mercado de opciones financieras español.....	317
a) Contratos de opciones sobre el IBEX 35.....	317
b) Contratos de opciones sobre acciones	319
c) Forma de liquidación de los contratos de opciones	321
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.....	322
e) Productos a medida	326
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	327
I. LA FORMA EN LA CONTRATACIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN NUESTRO MERCADO.....	327
II. LOS DIFERENTES SISTEMAS DE CONTRATACIÓN	329
A) Contratación electrónica	330
B) Particularidades de la contratación electrónica mediante algoritmos y negociación de alta frecuencia, conocida como <i>High Frequency Trading (HFT)</i>	333
C) Sistema de «Operaciones Acordadas»	337
D) Sistema de <i>Request for Quote-RFQ</i> (Cotización Bajo Petición)	338
III. LAS CLASES DE ÓRDENES EN LA CONTRATACIÓN DE LAS OPERACIONES	339
A) Orden denominada «por lo mejor»	340
B) Orden denominada «Limitada»	342
C) Orden denominada «STOP Limitada»	343
D) Orden denominada «Todo o Nada»	343
E) Orden denominada «De Ataque»	343
F) Orden denominada «A precio de subasta»	343
G) Orden denominada «Quote»	344
H) Clase de órdenes de respuesta en el sistema de cotización bajo petición (<i>Request for Quote-RFQ</i>).....	344
IV. LAS GARANTÍAS A PRESTAR EN LAS OPERACIONES SOBRE DERIVADOS FINANCIEROS	344
A) Configuración jurídica de las garantías	344
B) Legislación aplicable, en el Mercado de Derivados español, en materia de garantías a prestar	345
C) Las distintas clases de garantías a constituir	347

	Pág.
a) Garantías exigidas por BME Clearing, S. A. U.	348
a') Garantía por posición.....	348
b') Garantía individual.....	349
c') Garantía extraordinaria.....	350
d') Garantía colectiva.....	350
b) Garantías a exigir, por los miembros, a sus clientes	351
c) Garantías o fondos constituidas por BME Clearing, S. A. U...	352
D) Materialización de las garantías	352
a) Materialización de garantías por posición, individuales y co- lectivas	352
b) Materialización de garantías extraordinarias.....	353
V. EL REGISTRO DE LAS DISTINTAS OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO	353
A) Consideraciones jurídicas en relación con el registro de opera- ciones	353
B) La regulación jurídica del registro de operaciones sobre deriva- dos financieros	355
 CAPÍTULO SÉPTIMO. LOS DERIVADOS FINANCIEROS EN LA CONTRATACIÓN INTERNACIONAL: NORMAS DE DERECHO IN- TERNACIONAL PRIVADO APLICABLES A LOS DISTINTOS SU- PUESTOS	 363
I. REGULACIÓN JURÍDICA ACTUAL Y CAPACIDAD DE LAS PARTES INTERVINIENTES EN EL CONTRATO.....	364
II. OPERACIONES REALIZADAS <i>OVER THE COUNTER (OTC)</i>	367
A) Normas de conflicto en relación con el contrato y las partes inter- vinientes en el mismo	368
B) Las normas de conflicto en relación con las garantías prestadas en las operaciones <i>OTC</i>	370
III. OPERACIONES CELEBRADAS EN MERCADOS OFICIALES RE- GULADOS O PLATAFORMAS DE CONTRATACIÓN AUTORIZADAS.	373
IV. LAS DISTINTAS NORMAS DE ACTUACIÓN TRANSFRONTERIZA DE LOS OPERADORES DEL MERCADO. ESPECIAL REFERENCIA A LA LEGISLACIÓN CONTENIDA EN MIFID II	375
A) Prestación de servicios y actividades de inversión dentro del es- pacio de la Unión Europea	375
V. PRESTACIÓN DE SERVICIOS Y ACTIVIDADES DE INVERSIÓN EN TERCEROS ESTADOS FUERA DE LA JURISDICCIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA	377
 ANEXO BIBLIOGRÁFICO	 379

	Pág.
ANEXO LEGISLATIVO	385
A) LEGISLACIÓN EUROPEA.....	385
1. Directivas de la Unión Europea	385
2. Reglamentos de la Unión Europea	386
B) LEGISLACIÓN NACIONAL	388
1. Normas con rango legal	388
2. Reglamentos y Decretos	389
3. Órdenes Ministeriales y Resoluciones administrativas	390
4. Circulares y Resoluciones de la CNMV	390
C) OTRAS NORMAS RELACIONADAS CON EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES ESPAÑOL.....	391
1. Reglamentos y Condiciones Generales de contratación.....	391
2. Circulares e Instrucciones.....	391
 ANEXO JURISPRUDENCIAL	 395
SENTENCIAS DEL TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LA UNIÓN EU- ROPEA	395
SENTENCIAS DEL TRIBUNAL CONSTITUCIONAL	395
SENTENCIAS Y AUTOS DEL TRIBUNAL SUPREMO	395
SENTENCIAS DE LAS AUDIENCIAS PROVINCIALES	398
SENTENCIAS DE LOS JUZGADOS DE 1. ^a INSTANCIA Y MERCAN- TILES	399

PRÓLOGO

El título de la obra que el lector tiene entre sus manos expresa exactamente su objeto. En él se estudia el mercado de los derivados financieros desde su perspectiva económica y su función social con el rigor jurídico que la complejidad del tema exige. La obra fruto de la publicación de la tesis doctoral defendida por el Dr. Bautista Pérez, en la Universidad Internacional de La Rioja, en noviembre de 2019, ante un Tribunal formado por prestigiosos académicos que, por unanimidad, le otorgó la máxima calificación.

Fernando Bautista tiene una muy notable trayectoria profesional, desde que se licenciara en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid en 1975. Ha sido Inspector de Hacienda del Estado (1980), Agente de Cambio y Bolsa (1984) y Notario de Barcelona desde el año 2000. Ha sido también Profesor asociado de Derecho Financiero y Tributario en la Facultad de Derecho de la Universidad de Granada y Profesor de Derecho Mercantil en la Universidad Abad Oliva CEU. La referida formación jurídica y económica del autor, junto a su interés docente, le ha llevado no solo a elaborar una tesis doctoral, sino también a hacerla sobre el complejo tema elegido que, como se ha dicho con acierto, es tan difícil de explicar como de entender.

El autor expone el trabajo ofreciendo una explicación completa del mercado de los derivados, con un lenguaje técnico y a la vez asequible para los interesados. Este notable esfuerzo es de agradecer a la vista de la dificultad de comprensión de las muchas y variadas formas contractuales presentes en el mercado financiero. Al tiempo de estudiar detalladamente las instituciones, su diseño y su funcionamiento, formula con acierto críticas diversas, tanto a su propia dinámica como a la manera de afrontar su regulación, aportando al tiempo propuestas de mejora, en algunos casos sustanciales. La seguridad jurídica y la debida protección al inversionista configuran una de las constantes preocupaciones del autor en el desarrollo del tema.

La experiencia acumulada por el Dr. Bautista le permite conocer desde dentro el funcionamiento de estos productos y explicarlos desde una posición privilegiada. La opción escogida de las diversas posibles a la hora de afrontar el tema ha sido realizar una aproximación general, con vocación de ordenación y sistematización de esta materia tan compleja y diversa. Refiere con una perspectiva global los antecedentes históricos de los mercados de derivados, así como su evolución hasta llegar a la situación actual. Destaca

aquí la idea de la progresiva pérdida de su función original y los problemas que ello comporta. En efecto, citando al propio autor, 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.

El tema se analiza también desde una perspectiva contractual, es decir, la manera en que los consumidores/inversores contratan dichos productos. La práctica diaria exige adentrarse en la problemática generada alrededor de las condiciones generales de la contratación y la diversa jurisprudencia que trata de resolver las cuestiones planteadas en torno a un consentimiento prestado, a menudo con poca información. El tratamiento jurídico se completa con una cuidada selección de las sentencias más recientes que permite conocer los problemas que la contratación de los derivados financieros plantean en la actualidad.

El primero de los siete capítulos en los que se divide la obra sitúa, en el marco de la historia económica, el nacimiento de los mercados derivados, como contratos pendientes de realizar, especialmente en el sector agrario en aras a garantizar el precio de los productos. Entre los antecedentes históricos atiende la constitución y configuración de los mercados financieros en España desde las manifestaciones más antiguas de burbujas financieras o crisis súbitas derivadas de la especulación, a ejemplos recientes o actuales en los que se aprecian algunos indicios de que se puedan repetir algunos problemas pasados. En este sentido cobra actualidad la idea de que los mercados suelen reflejar con anticipación la situación económica real, tal como señala Paul Samuelson: «La bolsa de valores ha predicho nueve de las cinco últimas recesiones». Cabe dejar mencionado que, en estas fechas, los mercados están reflejando la previsible recesión que se va a plantear como consecuencia de la presente pandemia de la COVID-19.

El capítulo segundo desarrolla desde una perspectiva institucional los aspectos regulatorios más importantes, tanto para los supervisores —en el ámbito europeo y en el ámbito español— como para los operadores del mercado. En este contexto, realiza importantes referencias a la transposición de las Directivas —especialmente— MIFID II o Reglamentos —MIFIR— comunitarios, con importantes consideraciones críticas al objeto de presentar un panorama completo del tema. En la consideración de la presencia de especulación financiera también en el mercado de derivados, reclama fundadamente «objetividad y libertad» que actualmente no se disponen en muchas ocasiones, al objeto de que el inversor consumidor pueda, con conocimiento, tomar decisiones de inversión. El rigor en el mercado de derivados debe comportar una especial protección para el inversor minorista.

Los capítulos tercero, cuarto y quinto constituyen el núcleo de la obra y entran en el detalle del tratamiento de los derivados financieros, desde su caracterización hasta su diversidad. La distinción básica, que de hecho se refleja en los títulos de cada uno de los capítulos, se centra en los derivados OTC (over the counter) y los derivados financieros admitidos en mercados oficiales. Se hace una revisión exhaustiva de cada clase de derivados financieros, explicando sus elementos, los comunes y los propios de cada clase,

sus caracteres distintivos y repasando en detalle las diversas modalidades. También es de destacar, por su notable importancia en el mercado financiero, la completa y detallada caracterización de los swaps (sobre tipos de interés, sobre materias primas, sobre divisas, sobre índices bursátiles, sobre dividendos, o como seguro de impago). En cuanto a los derivados financieros negociados en mercados oficiales, distinguiendo entre futuros y opciones, explica en cada caso sus diversas clases, su régimen jurídico y su función económica. El autor ofrece así un desarrollo completo y pormenorizado de los productos estudiados.

En el capítulo sexto estudia los elementos formales de los derivados financieros, desarrollando los diversos sistemas de contratación, el funcionamiento de las órdenes de contratación y los aspectos referidos a sus garantías y registro. El Dr. Bautista revela aquí su extenso y singular conocimiento del funcionamiento de los derivados, pues sistematiza, de manera clara y completa, todas las clases o tipos de órdenes en la contratación de operaciones, presentando al tiempo su tratamiento jurídico y económico. No se trata tanto de imaginar modalidades de control y supervisión del mercado de derivados, como de sugerir modelos que reviertan a la función económica y social para los que fueron creados aquellos. Y esto lo hace el autor.

El estudio de los derivados financieros en la contratación internacional en concreto y, principalmente en relación con las normas de derecho internacional privado aplicables, cuestión siempre compleja, el autor lo aborda con rigurosidad, en el séptimo y último capítulo.

Debe advertirse de que muchas de las explicaciones vienen acompañadas de fórmulas matemáticas que ilustran también sobre la complejidad de la materia estudiada. Es un mérito importante que revela no solamente el esfuerzo realizado por el Dr. Bautista sino también su completa formación. Un trabajo que, como exige la materia estudiada, es realizado por un jurista con sólidos conocimientos económicos. La obra sigue la línea de conocimiento de las instituciones y, a la par, su real ubicación en el funcionamiento de la operativa del producto en la coyuntura actual de los mercados. Es de justicia reconocer al profesor Jorge Miquel, director de la tesis, su contribución e indiscutible dedicación en la elaboración de la misma.

No quiero terminar sin destacar un aspecto formal importante. Se trata de un trabajo que se lee con fluidez porque el autor tiene las ideas claras y las sabe explicar de manera igualmente diáfana. En una materia especialmente compleja como esta, se trata de una virtud que, no dudamos, será especialmente agradecida por el lector. La publicación de la obra tiene lugar en un momento histórico en el que el mundo está viviendo un impensable escenario que exigirá de las instituciones, o al menos así lo deseamos, cambios profundos de comportamientos y modalidades de contratación financiera que hagan que los mercados sean más humanos y menos impersonales y con ello que, cediendo el principio de la especulación financiera, aquellos estén al servicio del hombre y no al revés como hasta ahora.

Concluyo estas líneas con mi agradecimiento personal al Dr. Bautista por haberme ofrecido prologar la obra. Al tiempo, no puedo obviar la personal felicitación por el trabajo presentado y el deseo que el lector comparta mi opinión de estar ante una obra tan útil como rigurosa y completa, convencidos que va a merecer el aprecio de la posteridad.

Barcelona, marzo de 2020

Felio VILARRUBIAS

Doctor en Derecho

Académico de número de la Real Academia
Europea de Doctores

INTRODUCCIÓN

A lo largo de las páginas siguientes 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 treinta 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, asimismo, 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 repercute 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 recordar 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 intentaron 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 determi-

nados 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 cómo 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 poco vistosa. Como consecuencia de la necesidad de transponer, a nuestro ordenamiento jurídico, las citadas normas se comenzó a preparar un anteproyecto de ley de reforma del mercado de valores, el cual demoró, más de lo previsible y necesario, su discusión y aprobación por el Parlamento español. 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 2018, junto con unas nuevas Condiciones Generales para los distintos Segmentos de productos del mercado, todas ellas, también en fecha 3 de enero de 2018. 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 Actuación. En esa misma fecha entran, también, en vigor el conjunto de Condiciones Generales para los distintos Segmentos. En fecha 10 octubre de 2018, con entrada en vigor el 4 de diciembre de 2018, 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.

En relación con la segunda de las cuestiones planteadas, supone replantearnos cuál es la utilidad y necesidad de la mayor parte de los productos financieros que se negocian en los mercados, hoy en día. Los instrumentos negociados en los mercados de derivados responden a una triple finalidad: favorecer las coberturas respecto de los subyacentes con-

tratados, 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 redundaría en facilitar la contratación, consiguiendo hacerla más líquida. Pero la especulación es, en sí, un medio para conseguir el fin apuntado. No puede convertirse en el único fin del mercado porque, entonces, este 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 de una hora. Los denominados CFD, 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 esta 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 por 100), 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, si no, 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 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.

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 consignar, o incluso, llegando a prohibir la comercialización de determinados productos. 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.

CAPÍTULO PRIMERO

ANTECEDENTES HISTÓRICOS DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN ESPAÑA: FUNCIÓN ECONÓMICA SOCIAL Y ASPECTOS ECONÓMICOS

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 de-

¹ Adam SMITH, *La riqueza de las naciones* (título original: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), 9.ª reimpresión, Madrid, Alianza Editorial, 2019, Libro I, pp. 64-107.

² William J. BERNSTEIN, *Un intercambio espléndido. Cómo el comercio modeló el mundo desde Sumeria hasta hoy*, Barcelona, Ariel, 2010, pp. 20 y 23.

³ En este sentido, afirma William J. BERNSTEIN (*op. cit.*, p. 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 José Antonio TORRENTE FORTUÑO, *Ayer, hoy y mañana de la Bolsa*, editada por el propio autor y no comercializada, Madrid, 1987, pp. 344 y 345.

nominados «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. 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; sino, 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 transacciones so-

⁵ El concepto de «alfoz», según el *Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua*, 21.ª ed., Madrid, 1992, es el 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 Real Academia Española de la Lengua*, 21.ª ed., Madrid, Espasa Calpe, 1992, ofrece hasta ocho definiciones distintas de lo que significa la palabra «mercado». De entre todas ellas señalaremos 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 José Luis MARTÍN MARÍN y Antonio TRUJILLO PONCE, *Manual de los Mercados Financieros*, reimpresión, Madrid, Paraninfo, 2015, pp. 20 y ss.

⁸ Véase a este respecto, Juan BASSEGODA NONELL, *La casa Lonja de Mar de Barcelona*, Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Barcelona-Diputación de Barcelona, enero de 1986, prólogo.