



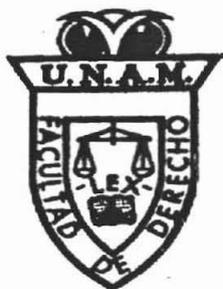
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE DERECHO

SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

"PROPUESTA DE LEY QUE REGULE LOS MERCADOS ORGANIZADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS"

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN DERECHO
P R E S E N T A :
DELIA SANCHEZ CASTILLO



MEXICO, CIUDAD UNIVERSITARIA

2005

m348258



FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

SR. ING. LEOPOLDO SILVA GUTIERREZ
DIRECTOR GENERAL DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO
P R E S E N T E .

La alumna: DELIA SANCHEZ CASTILLO, realizó bajo la supervisión de este Seminario el trabajo titulado: "PROPUESTA DE LEY QUE REGULE LOS MERCADOS ORGANIZADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS", con la asesoría del DR. JESUS DE LA FUENTE RODRIGUEZ, que presentará como tesis para obtener el título de Licenciada en Derecho.

El mencionado asesor nos comunica que el trabajo realizado por dicha alumna reúne los requisitos reglamentarios aplicables, para los efectos de su aprobación formal.

En vista de lo anterior, comunico a usted que el trabajo de referencia puede ser sometido a la consideración del H. Jurado que habrá de calificarlo.

Por sesión del día 3 de febrero de 1998 del Consejo de Directores de Seminario se acordó incluir en el oficio de aprobación de tesis la siguiente leyenda que se hace del conocimiento del sustentante:

"El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que le sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional, misma autorización que no podrá otorgarse nuevamente sino en el caso de que el trabajo recepcional conserve su actualidad y siempre que oportuna iniciación del trámite para la celebración del examen haya sido impedida por circunstancia grave, todo lo cual calificará la Secretaría General de la Facultad".

Atentamente,
"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU".
Ciudad Universitaria, a 17 de agosto de 2005.

DR. ALBERTO FABIAN MONDRAGON PEDREZ
DIRECTOR.



FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

c. c. p. Secretaría General de la Facultad de Derecho.
c. c. p. Archivo Seminario
c. c. p. Alumna
AFMP/*mrc

Doy Gracias

*A Dios por la vida misma,
por haberme permitido
llegar a este momento;*

*A mis padres,
que me dieron todo
cuanto estuvo a su alcance
y me apoyaron en todo momento;*

*A mi Universidad
y mis profesores,
quienes me formaron profesionalmente;*

*A mis amigos y compañeros,
quienes me acompañaron
y brindaron su ayuda
para realizar este trabajo.*

Dedico este trabajo a:

Mi familia.

Índice

Introducción.....	7
1 De las Operaciones Derivadas y de los Mercados de Derivados.....	10
1.1. De las Operaciones Derivadas.....	11
1.1.1. Definición.....	11
1.1.2. Tipos de operaciones Derivadas.....	18
1.1.2.1. Contratos Adelantados o <i>Forwards</i>	18
1.1.2.2. Contrato de Futuro.....	24
1.1.2.3. Contrato de Opción.....	31
1.1.2.4. Títulos Opcionales o <i>WARRANT's</i>	39
1.1.2.5. Permutas Financieras o <i>Swaps</i>	43
1.1.3. Clasificación de las operaciones derivadas.....	46
1.1.4. Funciones de las Operaciones Derivadas.....	49
1.1.4.1. Cobertura de Riesgos.....	51
1.1.4.2. Especulación.....	54
1.1.5. Naturaleza Jurídica de las Operaciones Derivadas.....	57
1.2. De los Mercados de Derivados.....	59
1.2.1. Mercados Organizados o Bursátiles.....	61
1.2.1.1. Cualidades de los Mercados Organizados.....	65
1.2.1.1.1. Cámara de Compensación.....	65
1.2.1.1.2. Régimen de Márgenes o Aportaciones.....	66
1.2.1.1.3. Estandarización.....	69
1.2.1.1.4. Sistemas de Medición de Riesgos.....	70
1.2.1.1.5. Utilización de tecnología.....	70
1.2.1.1.6. Liquidez.....	71
1.2.1.2. Objetivos de los Mercados Organizados.....	72
1.2.1.3. Antecedentes de los Mercados Organizados.....	72
1.2.2. Mercados No Organizados o Extrabursátiles (OTC).....	74

sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa	155
3.2.3. Autorregulación.....	157
3.2.3.1. Disposiciones emitidas por MexDer, Mercado Mexicano de Derivados	162
3.2.3.1.1. Reglamento Interior de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados	162
3.2.3.1.2. Manual de Políticas y Procedimientos	167
3.2.3.2. Disposiciones emitidas por Asigna, Cámara de Compensación	167
3.2.3.2.1. Reglamento Interior de Asigna, Compensación y Liquidación	167
3.2.3.2.2. Manual de Políticas y Procedimientos	170
3.2.3.3. Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana	170
3.2.4. Otras Disposiciones	173
3.3. Autoridades Competentes	176
3.3.1. Secretaría de Hacienda y Crédito Público	177
3.3.2. Banco de México	179
3.3.3. Comisión Nacional Bancaria y de Valores	181
3.4. Estructura de los Mercados de Derivados	182
3.4.1. Bolsa de Derivados.....	183
3.4.1.1. Concepto de Bolsa de Derivados	183
3.4.1.2. Estructura Corporativa de la Bolsa de Derivados	185
3.4.1.3. Funciones y Obligaciones de las Bolsas de Derivados	187
3.4.2. Cámara de Compensación	191
3.4.2.1. Definición de Cámara de Compensación	192
3.4.2.2. Estructura Patrimonial de las Cámaras de Compensación .	196
3.4.2.3. Estructura Corporativa de la Cámara de Compensación	197
3.4.2.4. Funciones y obligaciones de las Cámaras de Compensación	199

3.4.3. Socios Liquidadores	203
3.4.3.1. Concepto de Socio Liquidador.....	203
3.4.3.2. Clases de Socios Liquidadores.....	206
3.4.3.3. Funciones y obligaciones de los Socios Liquidadores.....	208
3.4.4. Operadores.....	212
3.4.4.1. Concepto de Operador	212
3.4.4.2. Funciones y obligaciones de los Operadores	214
3.4.7. Disposiciones Generales	217
3.4.7.1. Cuentas Globales	217
3.4.7.2. Revocación de la Autorización.....	218
3.4.7.3. Obligación de proporcionar información	219
4 Propuesta de Ley que regule los Mercados Organizados de Productos Derivados	221
4.1. Justificación de la necesidad de una Ley que regule los Mercados Organizados de Productos Derivados.....	222
4.2. Aspectos que deben regularse por la Ley que regule los Mercados Organizados de Productos Derivados.....	230
Conclusiones	249
Fuentes.....	260

INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo es mostrar cómo se encuentran regulados los mercados organizados de instrumentos financieros derivados (*también conocidos como productos derivados*), tomando como punto de comparación la situación regulatoria de estos mercados en otros países, como son Estados Unidos de América, el Reino Unido de la Gran Bretaña, y España, para en seguida proceder al análisis de la regulación que actualmente existe para el mercado de derivados en México, y con base a lo anterior, ser capaz de identificar la forma de mejorar la regulación existente.

Actualmente, no se cuenta con una legislación en materia de derivados, por lo tanto, para estar en aptitud de señalar si la regulación actual del Mercado de Derivados es suficiente para garantizar su buen funcionamiento o si necesita ser regulado por una ley, es necesario saber qué aspectos se deben regular, si esos aspectos se encuentran regulados de alguna forma, si la regulación que existe es adecuada, que aspectos faltan por regular, de regularse los aspectos faltantes cómo se haría y cuáles son las consecuencias de que no exista una ley y cuáles serían las consecuencias en caso de regularse.

La forma en que se presentan los resultados de esta investigación es a través de cuatro capítulos, siguiendo un método deductivo, esto es, partiendo de principios

básicos generales llegamos comprender una situación particular. Dicho en otras palabras, considero el fenómeno de la regulación de los mercados de derivados en general para determinar la regulación de éstos en el país. Asimismo, utilizo el método comparativo a fin de exponer los diferentes escenarios existentes para regular los mercados organizados de instrumentos financieros derivados.

De esta forma, en el Capítulo 1 presento un panorama general de los derivados y de los mercados de derivados, señalando qué son, para qué sirven, haciendo especial mención de aquellos que se encuentran organizados a través de una Bolsa y una Cámara de Compensación.

En el Capítulo 2, expongo la regulación que rige a algunos de los mercados de derivados, así como la evolución que éstos han tenido, en países con acumulada experiencia en la materia, como lo son los mercados de Estados Unidos e Inglaterra. Asimismo, presento la situación de la regulación de los mercados de derivados en España, cuyos mercados de instrumentos derivados comenzaron a operar a principios de la década de los noventa y cuya organización es muy similar a la de nuestro mercado. También tomo en consideración los problemas que estos países han tenido para controlar los mercados de derivados y cómo los han resuelto.

En el Capítulo 3, señalo los antecedentes de los mercados de derivados en cuanto a la situación de hecho como de derecho; en este aspecto me enfoco a revisar las disposiciones legales y reglamentarias que dieron cabida a las primeras

operaciones financieras derivadas, cómo se fueron introduciendo en el marco normativo mexicano hasta llegar a la emisión de la regulación actual. Con base en los ordenamientos emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, expongo la forma en que se encuentran estructurados los mercados organizados de productos derivados.

Finalmente, en el Capítulo 4 señalo las razones por las que considero conveniente la regulación de los mercados de derivados mediante una ley y los aspectos que deben contemplarse en la misma.

CAPÍTULO 1

DE LAS OPERACIONES

DERIVADAS Y DE LOS

MERCADOS DE

DERIVADOS

1.1. De las Operaciones Derivadas

1.1.1. Definición

Estas operaciones reciben diferentes denominaciones tales como: operaciones financieras derivadas, instrumentos financieros derivados, productos financieros derivados, activos financieros derivados, "operaciones conocidas como derivadas" o simplemente "derivados".

El Diccionario de Finanzas y Términos de Inversión define a los Productos Derivados como: "instrumentos financieros cuyo valor se basa en otro activo, llamado activo subyacente".¹

El Dr. Jesús de la Fuente Rodríguez en su obra Tratado de Derecho Bancario y Bursátil señala: "los derivados son instrumentos financieros cuyo valor depende del valor de una o varias variables denominadas subyacentes".² Las variables a que pueden estar referidas estas operaciones pueden ser no financieras, por ejemplo: el precio del trigo, oro; o financieras como tasas de interés, inflación, valores cotizados en bolsa, índices o el valor de otro derivado.

¹ Dictionary of Finance and Investment Terms. Barron's, New York, 1994, *citatum post* ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. Elementos Jurídicos de los Productos Derivados. Jurídica. Anuario de Derecho de la Universidad Iberoamericana. No. 26. 1996. p. 78.

² DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Tratado de Derecho Bancario y Bursátil. Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. Tomo II, 4ª edición. Editorial Porrúa. México, 2002, p. 761.

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en el material de apoyo sobre “Inducción a Productos Derivados”, señala que los derivados son: “instrumentos (títulos o contratos), cuyo precio o valor depende del precio o cotización de otro instrumento empleado como valor de referencia denominados bienes o activos subyacentes”.³

En el mismo sentido, el autor John Hull⁴ señala que los derivados son “instrumentos cuyo valor depende del precio de otras variables más básicas”.⁵

De acuerdo con el doctrinario Agustín Madrid Parra, profesor español, los productos derivados son instrumentos financieros que permiten una redistribución del riesgo proveniente de las oscilaciones de los precios en el mercado (volatilidad) de productos agrícolas o energéticos, metales preciosos, tipos de interés, divisas y valores de renta fija o variable. Este mismo autor cita a Becktti, quien señala que un derivado es aquel “instrumento financiero (contrato) cuyo valor depende del valor que a su vez tenga un activo (subyacente: producto o índice) en el que se basa.”⁶

También suele usarse en la práctica la expresión “activo financiero derivado” para

³ BOLSA MEXICANA DE VALORES- Educación. Inducción a Productos Derivados. México. Junio, 2003. p. 5

⁴ HULL, John C. Options, Futures and Other Derivatives Securities. 3rd edition. Prentice Hall. USA, 1997. p. 1.

⁵ También se manifiestan en el mismo sentido: HERNÁNDEZ, Pablo. Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados. Ediciones Deusto, S.A. Bilbao, España. 1996. p.30. RODRIGUEZ DE CASTRO, J. Andersen Consulting. Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados. BMV y Limusa. México, 1996. p.27. HEYMAN, Timothy. Mexico for the global investor. Editorial Milenio. México. 1999. p. 225.

⁶ MADRID PARRA, Agustín. Contratos y Mercados de Futuros y Opciones. Editorial Tecnos, S.A. Madrid. España. 1994. p. 16.

referirse al: "... conjunto de derechos que tienen por objeto el pago de una cantidad de dinero y que nacen del previo desplazamiento de dinero en el sentido contrario."⁷

La calificación de financieros se justifica en función de la gestión de riesgo de mercado de un instrumento financiero, que dimana de una actividad igualmente financiera, y de la condición igualmente financiera de los subyacentes,⁸ por lo que puede haber operaciones derivadas financieras y no financieras, atendiendo al subyacente al que estén referidas. Las operaciones derivadas no financieras pueden estar referidas a los precios de mercancías, materias primas o metales preciosos, estos subyacentes son comúnmente llamados "*commodities*".⁹

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a través de su portal de Internet, en la sección denominada glosario, señala que los "Derivados" son la "Familia o conjunto de instrumentos financieros, implementados a partir de 1972, cuya principal característica es que están vinculados a un valor subyacente o de referencia (títulos representativos de capital o de deuda, índices, tasas, y otros instrumentos financieros)."¹⁰

Las operaciones financieras derivadas en México pueden estar referidas a los

⁷ SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. Derivados Financieros. Marcial Pons. Editorial Jurídica y social, S.A. Madrid, 2002. p. 88.

⁸ Cfr. *Ibidem*. pp.90-91.

⁹ Jaime Álvarez Garibay define a los *commodities* como bienes tangibles que estén en el comercio o sean susceptibles de comprarse y venderse para hacer la diferencia con los *goods*. Op. Cit. p.79.

¹⁰ Los productos derivados surgieron como instrumentos de cobertura ante las fluctuaciones de precio de productos agroindustriales (*commodities*), en condiciones de elevada volatilidad. Los principales derivados financieros son: futuros, opciones sobre futuros, warrants y swaps. <http://www.cnbv.qob.mx/recursos/GlosarioD.thm>

siguientes subyacentes,¹¹ de acuerdo a el numeral M.52.3 de la Circular 2019/95 emitida por Banco de México, relativa a operaciones pasivas, activas y de servicios que pueden llevar a cabo las instituciones de banca múltiple, de fecha 20 de septiembre de 1995:¹²

- a) Tasas de interés nominales o reales, en las cuales quedan comprendidos valores emitidos, avalados o garantizados por el Gobierno Mexicano o por gobiernos extranjeros, respecto de los cuales exista una tasa o precio de referencia de mercado;
- b) Acciones, precios o índices sobre acciones, quedando comprendidos en este grupo índices de bolsas de valores, una acción, un grupo o canasta de acciones y Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) sobre acciones, que coticen en bolsa;
- c) Divisas, quedando comprendidos moneda nacional contra divisa y divisa contra divisa;
- d) Índices de precios,
- e) Metales Preciosos, y
- f) Unidades de inversión (UDI's)

Ahora bien, el Banco de México en la misma Circular 2019/95, en el numeral M.52 las denomina "operaciones financieras conocidas como derivadas", pero dicho

¹¹ La Regla Primera de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa señala: "Para fines de brevedad, en las presentes Reglas se entenderá por: Activo(s) Subyacente(s): Aquel bien o índice de referencia, objeto de un Contrato de Futuro o de un Contrato de Opción, concertado en la Bolsa."

¹² Ésta se actualiza constantemente y puede ser consultada en la página <http://www.banxico.org.mx>

ordenamiento no proporciona una definición de lo que se entiende por operación financiera conocida como derivada, sino que menciona algunas de sus variantes como son los futuros, opciones y *swaps*.

De igual manera, las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa,¹³ y las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa¹⁴ tampoco definen a las operaciones derivadas.

Por su parte, a partir de 1994, el Código Fiscal de la Federación en su artículo 16-A estableció una definición que para efectos tributarios se considera como operaciones financieras derivadas, pero ésta no define el concepto de "operación derivada", sino que describe algunas de sus variantes como los futuros y opciones. No obstante, este tipo de operaciones se venían realizando en México desde las décadas de los setenta y ochenta.¹⁵

"Artículo 16-A.- Para los efectos de las disposiciones fiscales, se entiende por operaciones financieras derivadas las siguientes:

¹³ Emitidas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, cada una en el ejercicio de sus atribuciones, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 31 de diciembre de 1996.

¹⁴ Emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 16 de mayo de 1997.

¹⁵ RODRÍGUEZ DE CASTRO, J. Op. Cit. p.229.

I. Aquéllas en las que una de las partes adquiere el derecho o la obligación de adquirir o enajenar a futuro mercancías, acciones, títulos, valores, divisas u otros bienes fungibles que cotizan en mercados reconocidos, a un precio establecido al celebrarlas, o a recibir o a pagar la diferencia entre dicho precio y el que tengan esos bienes al momento del vencimiento de la operación derivada, o bien el derecho o la obligación a celebrar una de estas operaciones.

II. Aquéllas referidas a un indicador o a una canasta de indicadores, de índices, precios, tasas de interés, tipo de cambio de una moneda, u otro indicador que sea determinado en mercados reconocidos, en las que se liquiden diferencias entre su valor convenido al inicio de la operación y el valor que tengan en fechas determinadas.

III. Aquéllas en las que se enajenen los derechos u obligaciones asociados a las operaciones mencionadas en las fracciones anteriores, siempre que cumplan con los demás requisitos legales aplicables.

Se consideran operaciones financieras derivadas de deuda, aquéllas que estén referidas a tasas de interés, títulos de deuda o al Índice Nacional de Precios al Consumidor; asimismo, se entiende por operaciones financieras derivadas de capital, aquéllas que estén referidas a otros títulos, mercancías, divisas o canastas o índices accionarios. Las operaciones financieras

derivadas que no se encuadren dentro de los supuestos a que se refiere este párrafo, se considerarán de capital o de deuda atendiendo a la naturaleza del subyacente.

De lo anterior se desprende que el Código Fiscal de la Federación no define el género –las operaciones derivadas-, sino algunas de sus especies.

Ahora bien, la Ley de Concursos Mercantiles señala en el cuarto párrafo del artículo 104, que para efectos de la misma se entenderá por:

“... operaciones financieras derivadas aquéllas en las que las partes estén obligadas al pago de dinero o al cumplimiento de otras obligaciones de dar, que tengan un bien o valor de mercado como subyacente, así como cualquier convenio que, mediante reglas de carácter general, señale el Banco de México.”

Si bien esta ley sí define lo se ha de entender por una operación financiera derivada, la misma no es clara, señalando que se trata de operaciones que tienen como subyacentes un bien o valor de mercado, sin mencionar que el valor del subyacente determina el precio a pagar por la operación o contraprestación que las partes han de otorgarse; además, toda obligación de pago de dinero es una obligación de dar. Adicionalmente, esta definición deja una alternativa, los convenios que señale el

Banco de México mediante reglas de carácter general.¹⁶

1.1.2. Tipos de Operaciones Derivadas

Las principales operaciones derivadas son los futuros, opciones, *warrants*, *swaps* y contratos adelantados o *forwards*. Éstas son las categorías principales, ya que existen diferentes tipos de operaciones derivadas que no son más que variantes o combinaciones de las operaciones básicas.

A continuación, expongo una breve descripción de estas figuras financieras.

1.1.2.1. Contratos Adelantados o *Forwards*¹⁷

Un *forward* es un acuerdo entre un comprador y un vendedor para realizar una compraventa en una fecha futura a un precio cierto (precio de entrega o precio *forward*) fijado en el momento de la contratación de determinado bien, llamado activo subyacente. Esto es, un contrato que obliga a su poseedor (el comprador) a comprar una determinada cantidad de un activo en una fecha futura pactada de antemano al precio acordado. El vendedor del *forward* queda obligado a vender el activo en las

¹⁶ En el capítulo cuatro propongo una definición de este tipo de instrumentos, considerando las definiciones aquí presentadas y las funciones que desempeñan (que presentó más adelante), así como el término que considero más adecuado.

¹⁷ *Forward*, vocablo inglés que significa "adelante, hacia adelante".

condiciones especificadas en el contrato.¹⁸

Este tipo de operaciones se negocian en mercados no organizados¹⁹ o interbancarios, esto es, el cliente concerta la operación directamente con una institución financiera facultada de acuerdo a sus necesidades, por lo que se dice que son contratos a la medida,²⁰ celebrados normalmente entre un banco y una empresa o entre dos bancos.

Debido a que estos contratos se negocian fuera de mercados bursátiles, los *forwards* implican un riesgo de crédito o de contraparte, es decir, las partes están expuestas a que su contraparte, llegada la fecha de entrega, no cumpla su compromiso. La parte que al vencimiento tenga un saldo negativo como resultado de la diferencia entre el precio pactado y el precio al contado podría no cumplir o pudiera caer en estado de insolvencia; la otra parte aunque tenga un saldo a su favor no podrá disponer de él porque su contraparte no es solvente.²¹

En la fecha de vencimiento, cuando el contrato prevé la liquidación en especie, las partes se conceden mutuas prestaciones, como ocurre en toda operación de compraventa, pero la importancia radica en que el precio futuro o precio *forward* puede ser menor, mayor o igual al precio de contado. La diferencia entre el precio *forward* y el precio de contado es la que determina que una de las partes tenga

¹⁸ Cfr. HERNÁNDEZ, Pablo. Op. Cit. p. 19.

¹⁹ Mercados Over The Counter (OTC).

²⁰ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 116.

²¹ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. México, 2003. p. 8.

ganancias y la otra pérdidas, con respecto a las circunstancias económicas en la fecha de ejercicio. Generalmente se pacta la liquidación es especie tratándose de contratos cuyo activo subyacente recae en *commodities* o divisas.

Si la liquidación es por diferencias, en la fecha de vencimiento las partes sólo reciben la diferencia entre el precio pactado y el precio *spot* del activo subyacente, sin la entrega de éste. En consecuencia, la liquidación final y única de la operación es la que va a determinar el saldo acreedor o deudor para cada uno de los sujetos que han participado en ella, compensándose por diferencias.²² Generalmente se pacta la compensación por diferencias tratándose de operaciones cuyo subyacente recae sobre tasas de interés y otros activos financieros.

Las pérdidas o ganancias de cada una de las partes se calculan en la fecha de vencimiento del contrato, ya que en ese momento se conoce el precio *spot* o precio de contado del bien subyacente.²³

Desde el punto de vista jurídico, se trata de un contrato conmutativo, ya que las prestaciones de las partes son conocidas y determinadas al momento de celebrar el contrato; sin embargo, las partes no saben si al vencimiento obtendrán un beneficio o una pérdida con respecto a las circunstancias económicas de dicho momento.

Respecto del precio del activo en el mercado, ambas partes corren el riesgo de

²² Cfr. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Op. Cit. p. 767.

²³ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 116.

ganancias o pérdidas debido a la fluctuación del precio del mismo. Esta operación no admite cambios en el futuro, debido a que se negocia en medios interbancarios. De tal manera que si sus condiciones llegan a ser muy gravosas, el participante para contrarrestar las pérdidas tendría que celebrar otra operación en sentido contrario, esto es, si actúa como vendedor deberá comprar un contrato en términos semejantes al anterior.²⁴

Al momento de la celebración del contrato deberá pactarse el bien objeto de la operación, su calidad, cantidad, la fecha de entrega, el lugar y el precio de la operación, o sea, el precio que el comprador deberá pagar al vendedor en la fecha pactada a cambio de la cantidad del bien objeto del contrato con la calidad especificada.²⁵

El *forward* es un producto diferente del activo subyacente, que debe su existencia al activo al que está referido.²⁶

Los *forwards* son contratos a plazo en los que se reduce la incertidumbre de la variación de los precios, en la fecha futura a la cual se pacta la operación. La utilidad que se obtendrá será la diferencia entre el precio pactado (precio *forward*) y el precio en el mercado (precio *spot*), en la fecha de vencimiento del activo subyacente.²⁷

²⁴ Cfr. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Op. Cit. p.767

²⁵ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 8.

²⁶ Idem.

²⁷ Cfr. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Op. Cit. p.766.

Los contratos adelantados se perfeccionan desde que se concerta el consentimiento de las partes, una para vender y otra para comprar un activo determinado en una fecha futura a un precio cierto, y se documentan por escrito. En un *forward* no hay un desembolso inicial, la operación se liquida en la fecha de vencimiento mediante el intercambio del activo o por diferencias entre el precio acordado y el precio de mercado.²⁸

Para que pueda concertarse este tipo de operaciones es necesario que las partes tengan intereses contrarios, pero complementarios. Esto es, una de ellas espera que los precios del activo suban y la otra espera que los precios bajen.

Los activos a los que pueden estar referidas estas operaciones pueden ser activos no financieros como: materias primas, granos, metales preciosos, o activos financieros como divisas, tasas de interés, acciones o índices bursátiles. Los más comunes de éstas son los contratos adelantados sobre tasas de interés, conocidos como "FRA's" por sus siglas en Inglés, *Forward Rate Agreement*.²⁹

Por ejemplo, una empresa importadora requiere 100,000.00 dólares, para el 15 de diciembre para pagar la adquisición de mercancía. El temor de esta empresa es que

²⁸ Cfr. *Ibidem*. p. 767.

²⁹ En el caso de los FRA's no hay un intercambio de principal, sino sólo de los flujos que se generan al tipo de interés pactado sobre un monto hipotético y se liquida por diferencias en la fecha de vencimiento en una única liquidación. La liquidación final es la que determina el saldo positivo o negativo de los contratantes, esto es, se compensan los flujos para determinar quién tiene pérdidas y quién tiene ganancias. MARTÍN MARÍN, José Luis y Ramón Jesús Ruiz Martínez. El Inversor y los mercados financieros. Ariel, Economía. Barcelona, España. 1991. p.145.

Llegada la fecha el tipo de cambio peso/dólar aumente y no sea capaz de cubrir su deuda. Esta empresa acude con un intermediario financiero, un banco, para celebrar un contrato *forward* en el que acuerdan que la empresa importadora comprará 100,000.00 dólares a un tipo de cambio peso/dólar \$10.853 pesos mexicanos, el 15 de diciembre. Al momento de la celebración del contrato, seis meses antes, el tipo de cambio peso/dólar es de \$11.398 pesos mexicanos. En este caso, el banco se compromete a vender 100,000.00 a un tipo de cambio peso/dólar \$10.853 pesos mexicanos, el 15 de diciembre. Al vencimiento, el tipo de cambio peso/dólar puede ser mayor o menor al pactado, pero las partes habrán fijado de antemano el precio que habrán de pagar o recibir por determinada cantidad de dólares, eliminando/reduciendo el riesgo que implica el movimiento de la cotización del peso frente al dólar.³⁰

Al vencimiento, el precio *spot* del tipo de cambio puede ser de 10.868 pesos por dólar, la empresa importadora no tendrá inconveniente de pagar 10.853 pesos por dólar y el banco estará obligado a entregar 100,000.00 dólares al tipo de cambio pactado, aunque podría intentar incumplir el acuerdo, dado que en el mercado de contado el tipo de cambio es mayor al pactado. Por otra parte, si el tipo de cambio al vencimiento es de 10.845, la empresa importadora está obligada a adquirir 100,000.00 dólares a un tipo de cambio 10.853.³¹ La empresa estaría tentada a

³⁰ Este ejemplo fue elaborado con base a los presentados en el material de apoyo sobre "Inducción a Productos Derivados" pp. 9 y 10, y por HERNÁNDEZ, Pablo. Op. Cit. pp. 25 y 26.

³¹ Los precios que se refieren en el ejemplo fueron tomados del contrato de futuro sobre dólar de los Estados Unidos de América, con fecha de vencimiento al 19 de diciembre de 2005, en el Boletín diario de transacciones del Mercado de Futuros, el día 10 de agosto de 2005. Ver la página de Internet <http://www.mexder.com/inter/info/mexder/avisos/boletin.pdf>

incumplir el acuerdo, ya que puede adquirir dólares en el mercado de contado a un tipo de cambio menor al pactado. Si la empresa incumple, el riesgo de contraparte asumido por la institución de crédito durante la vida del contrato se convertirá en una pérdida al vencimiento.

El riesgo de contraparte que llevan implícitos los *forwards* condujo a la creación de otros instrumentos con características semejantes, pero que operan en mercados organizados, en los cuales el riesgo de contraparte prácticamente desaparece. Éstas operaciones son llamadas Futuros.

1.1.2.2. Contrato de Futuro

El doctrinario Agustín Madrid Parra señala que un contrato de futuro es: "aquel por el que las partes intervinientes se obligan a comprar o vender activos, reales o financieros, en una fecha futura, especificada de antemano, a un precio acordado en el momento de la firma del contrato".³²

Los futuros también "son conceptualizados como contratos de compra-venta, aplazada en el tiempo, donde se pacta el precio, el activo subyacente (el producto objeto de la operación) y la fecha en que se va a llevar a cabo la transacción."³³

³² MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p.18.

³³ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 12.

Por su parte la jurisprudencia del Tribunal Supremo de España se ha referido a los mismos como: "categoría novedosa de los llamados contratos sobre mercado de futuros (en los que cada parte se obliga firmemente y de antemano al momento constitutivo en asumir unos compromisos económicos cuya exacta cuantificación dependerá de las oscilaciones que acontezcan hasta cuando o cuando se produzca el momento o *dies ad quem* ejecutivo de sus consecuencias y en razón a las propias oscilaciones del mercado libre sobre el que recaiga la materia contratada, tal y como acontece, entre otras, en operaciones bursátiles a plazo o en los intercambios previstos, anticipadamente, para su posterior distribución o comercialización sobre productos energéticos."³⁴

Desde el punto de vista del Banco de México, la Circular 2019/95 emitida por él, en el numeral M.52.1 señala que deberá entenderse por:

"Operaciones a Futuro a las operaciones en las que se acuerde que las obligaciones a cargo de las partes se cumplirán en un plazo superior a dos días hábiles bancarios³⁵ contados a partir de su fecha de concertación."

Por otra parte, las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, definen a los contratos de futuro como:

³⁴ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 18.

³⁵ Se señalan un plazo superior a dos días para hacer la distinción con operaciones celebradas en el mercado al contado o mercado *spot*, en el cual las obligaciones se cumplen a los dos días siguientes de la celebración de la operación.

“Aquel contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un Activo Subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura.

Si el Contrato de Futuro se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del Activo Subyacente.”

El régimen español conceptualiza a estas operaciones en el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre de 1991, como aquellos “... contratos a plazo sobre valores, préstamo o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera, que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento y se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el vendedor y como vendedora ante el comprador.”³⁶

En estricto sentido, se trata de un contrato de compraventa de ejecución futura,³⁷ pero no de una compraventa de cosa futura.³⁸

Siguiendo el método aristotélico para definir, el género próximo es un contrato de compraventa de ejecución futura y, la diferencia específica es que son contratos que

³⁶ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p.19.

³⁷ Ibidem. p. 21.

³⁸ Contrato de compraventa de cosa futura es aquel por virtud del cual el vendedor se obliga a entregar al comprador a cambio de un precio cierto y en dinero, cosas futuras, comprometiéndose a que existan y tomando a su riesgo su elaboración o fabricación. ZAMORA Y VALENCIA, Miguel Ángel. Contratos Civiles. Décima edición. Editorial Porrúa. México, 2004, pp. 144-145.

únicamente se negocian bolsa, a diferencia de los *forwards* que se contratan en mercados no organizados.

Se trata de un contrato consensual, estandarizado más que típico, ya que no existe un régimen estructurado para su regulación. El carácter estandarizado significa que los contratos de futuros son uniformes, no negociables en cuanto al tamaño del contrato o cantidad de subyacente, la calidad del bien subyacente, la divisa en la que se cotiza, la fluctuación mínima del precio, el plazo de vencimiento y el lugar de entrega. La única variable no estandarizada es el precio, que se establece como resultado de las negociaciones entre vendedores y compradores en forma de cotización.³⁹ El objeto de la negociación en el mercado son los mismos contratos, no los activos a los que están referidos. Las características del contrato son establecidas por la misma bolsa.⁴⁰

Los contratos de futuros, a diferencia de los *forwards*, se negocian en mercados organizados, razón por la cual son estandarizados, la estandarización de los términos y condiciones de los futuros dota al mercado de gran liquidez y agiliza la contratación; esto se logra al haber varios participantes negociando el mismo

³⁹ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Las nuevas finanzas en México. ITAM, MEFF. México. 1992. p. 282.

⁴⁰ En México es MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A., la bolsa de derivados única en su género en México, la encargada a través de su Comité de Admisión y nuevos productos, de elaborar proyectos para listar nuevos contratos y fijar sus términos para la negociación y someterlos a la autorización de las autoridades. Quincuagésima séptima de las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa.

contrato, y así resulta fácil encontrar una contrapartida para poder cerrar una posición, mediante una operación en sentido contrario.⁴¹

Como anteriormente se señaló, los activos subyacentes pueden ser financieros o no financieros. Tratándose de activos financieros, generalmente se liquidan por diferencias entre el precio del contrato (precio futuro) y el precio en el mercado de contado (precio *spot*) en la fecha de vencimiento, sin entrega física del subyacente.⁴²

La estandarización de los contratos presenta el inconveniente de no ajustarse, por su cuantía o por el vencimiento, exactamente a las necesidades de los participantes, por lo que se dice que la cobertura es aproximada o imperfecta.⁴³

Los futuros permiten fijar en el presente el precio que se ha de pagar por el subyacente en la fecha futura y evitar el riesgo derivado de las oscilaciones de los precios, aunque, la ganancia o pérdida de los participantes se determinará en la fecha de vencimiento, dependiendo de si el precio del subyacente aumenta o disminuye.

⁴¹ Cfr. BMV Educación, Inducción a Productos Derivados, Op. Cit. p. 11.

⁴² En MexDer, Mercado Mexicano de Derivados se encuentran listados contratos de futuros sobre los siguientes subyacentes financieros: DIVISAS- Dólar de los Estados Unidos de América (DEUA); ÍNDICES- índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC); DEUDA- Cetes a 91 días (CE91), TIIIE a 28 días (TE28), y Bonos a 3 años (M3); ACCIONES- Cemex CPO, Femsa UBD, GCarso, GFBB O y Telmex L.

⁴³ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 25.

Los futuros son transacciones reglamentadas por la propia bolsa la cual establece, junto con la cámara de compensación,⁴⁴ lineamientos para garantizar el buen desarrollo del mercado a través del establecimiento de medidas de seguridad para disminuir el riesgo de crédito y de liquidez.

Es importante señalar que, las pérdidas y ganancias son calculadas y liquidadas diariamente. Los clientes (vendedores y compradores de futuros), previamente hacen un depósito en dinero y/o valores, denominado aportación inicial o margen inicial,⁴⁵ para que día con día se lleve a cabo la compensación de pérdidas y ganancias, de acuerdo con las fluctuaciones del precio del activo subyacente al que se encuentra referido el futuro. La cámara de compensación es la encargada de hacer los cargos y abonos en las cuentas de los clientes, de acuerdo con los movimientos de los precios.⁴⁶

Cuando esos recursos son insuficientes para soportar las pérdidas de un día, la cámara de compensación solicita más recursos al intermediario, denominado socio liquidador, para que a su vez solicite al cliente los recursos adicionales para cubrir sus pérdidas del día. La cámara de compensación revalora todas las posiciones de acuerdo con los precios de cierre, calcula las pérdidas y ganancias netas de todos los participantes en el mercado y las carga o acredita, según sea el caso. Cuando los

⁴⁴ La Cámara de Compensación es una entidad independiente generalmente, que actúa como contraparte en todas las operaciones, y se encarga de la compensación y liquidación de éstas cuando se realizan en bolsa.

⁴⁵ De acuerdo con la terminología del MexDer, estos depósitos son llamados aportaciones. En los mercados españoles también son llamados garantías.

⁴⁶ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. pp. 286-287.

cargos o abonos exceden una cantidad prestablecida del margen inicial, conocida como margen de mantenimiento, la cámara de compensación paga o exige un margen de variación, el cual constituye un margen adicional⁴⁷ al que se había depositado al inicio. Si el margen no es cubierto, es requerido su pago; de lo contrario la posición es cerrada automáticamente.⁴⁸

Cuando no se puede mantener la posición (larga o corta),⁴⁹ o se obtuvo una ganancia, es posible la cancelación de las operaciones mediante la realización de la operación contraria, o sea, el comprador de un futuro vende un contrato de futuro bajo los mismos términos, y viceversa.⁵⁰

Como se observa, los futuros y los *forwards* son muy parecidos; a continuación señalo las semejanzas y diferencias entre ambas figuras:

Características	<i>Forwards</i>	Futuros
Mercado en el que operan	No organizados u OTC.	Mercados bursátiles u organizados.
Naturaleza	Acuerdo privado entre dos partes, para comprar y vender cierto producto, en cierta cantidad, a un precio pactado hoy y entregado en fecha futura.	Acuerdo estandarizado (como si fuese un contrato de adhesión) en el que se establece la cantidad, calidad, fecha y lugar de entrega.

⁴⁷ En la terminología oficial de MexDer son llamadas Aportaciones Extraordinarias.

⁴⁸ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 287.

⁴⁹ Una posición larga es la venta de futuros y una posición corta es la compra de futuros.

⁵⁰ Cfr. DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Op. Cit. p. 770.

Términos de los contratos	Ajustado a las necesidades de ambas partes.	Estandarizados, lo único negociable es el precio.
Fijación de los precios	Negociación privada.	Cotización abierta.
Relación entre comprador y vendedor	Directa.	Anónima, el vínculo entre vendedor y comprador es roto por la cámara de compensación.
Aportaciones	No usuales, se usan garantías pactadas por las partes.	Siempre, mediante un esquema de aportaciones iniciales y complementarias.
Liquidación	Al vencimiento.	Diaria, a través de la cámara de compensación.
Riesgo de contraparte	Es alto y es asumido por las partes.	Casi nulo, lo asume la cámara de compensación.
Liquidez	Escasa.	Alta.
Cierre de posiciones	Difícil, mediante acuerdo de las partes.	Realización de una operación de naturaleza contraria.
Cobertura	A la medida.	Aproximada.

1.1.2.3. Contrato de Opción⁵¹

El contrato de opción⁵² es el derecho, más no la obligación, de comprar o vender una cantidad determinada de un bien (una acción, una mercancía, divisas, etcétera) a un

⁵¹ Los contratos de Opción se suelen llamar simplemente *opciones*.

precio determinado (precio de ejercicio) dentro de un periodo determinado o al final de dicho periodo,⁵³ mediante el pago de una prima.

La opción es un contrato que otorga al comprador la facultad de decidir, dentro del periodo establecido o al final de éste, la celebración de una compra o la venta, según sea el caso, de determinada cantidad de un activo subyacente al precio pactado.

Desde un punto de vista estrictamente jurídico y de acuerdo con algunos autores, es el acuerdo de voluntades, por el cual una de las partes, a cambio del pago de un precio (prima), concede a otra la facultad de decidir sobre la celebración o no de un contrato principal en un momento dado o durante un tiempo determinado,⁵⁴ en determinadas condiciones.

Ahora bien, el Banco de México a través de la Circular 2019/95 dirigida a las Instituciones de Crédito señala, en el numeral M.52.1 que se entenderá por:

“Operaciones de Opción a las operaciones en virtud de las cuales una de las partes, denominada comprador de la opción, mediante el pago de una prima, adquiere el derecho de comprar (en el caso de una opción Call) o vender (en

⁵² “Llamáronle los Flamencos *Opsie*, derivado del verbo latino *Optio, Optionis*, que significa elección, por quedar a elección del que lo da el poder pedir o entregar la partida al que lo recibe... pues desea el que desembolsa el premio elegir lo que más le convenga, y en falta siempre puede dejar de elegir lo que desea.” DE LA VEGA, José. Confusión de Confusiones. Ámsterdam, 1688. *Citatum post* RODRÍGUEZ DE CASTRO, J. Op. Cit. p. 131.

⁵³ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 327.

⁵⁴ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 82.

el caso de una opción Put) Subyacentes a su contraparte, denominada vendedor de la opción, en una "Fecha de Ejercicio" y al "Precio de Ejercicio" previamente acordados. El pago de la prima puede también dar el derecho a recibir una cantidad de dinero o los Subyacentes previamente determinados sujetos a las condiciones que determinen las partes.

Para efectos de lo señalado en el párrafo inmediato anterior, se entenderá por "Fecha de Ejercicio" al día o días en los cuales el comprador de la opción se encuentra facultado a ejercer su derecho. La "Fecha de Ejercicio" podrá ser una fecha específica o una serie de Días Hábiles Bancarios consecutivos o separados. Asimismo, por "Precio de Ejercicio" se entenderá aquel al que el comprador de la opción puede ejercer el derecho convenido, pudiendo ser cero".

Por otra parte, las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, señalan en la Regla Primera que se entenderá por:

"Contrato(s) de Opción(es): Aquel contrato estandarizado en el cual el comprador mediante el pago de una prima adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar (CALL) o vender (PUT) un Activo Subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura, y el

vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el Activo Subyacente al precio convenido. El comprador puede ejercer dicho derecho según se haya acordado en el contrato respectivo.

Si en el Contrato de Opción se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del Activo Subyacente.”

Las opciones son contratos de compraventa de un derecho para comprar o vender el activo al que se encuentran referidas, a un precio pre-establecido; pero el titular del derecho no se encuentra obligado a ejercerlo.⁵⁵

A diferencia de los futuros, el comprador de una opción no está obligado a ejercer su derecho de compra o venta, obligación que sí tienen el comprador de adquirir y el vendedor de proporcionar el subyacente en un contrato de futuro; pero en el caso de los futuros las partes no tienen que pagar un precio para poder comprar o vender el subyacente a cierto precio.

Este tipo de operaciones se negocia tanto en mercados organizados como en mercados no organizados; estos últimos ofrecen gran variedad y vencimientos más largos. Las opciones negociadas en mercados organizados son estandarizadas.

⁵⁵ Cfr. *Ibidem.* 82-85. Este autor considera a la opción como un contrato *sui generis*, y caracterizado como un contrato preparatorio atípico de una compraventa y que la prima es esencial por tratarse en un ámbito mercantil, por lo que siempre será bilateral y oneroso.

De acuerdo a lo señalado por las anteriores definiciones, estas operaciones se pueden clasificar como sigue:

1. En razón de los derechos que el contrato de opción confiera al comprador de la opción, se puede distinguir entre:
 - a. Opciones de Compra o CALL's
 - b. Opciones de Venta o PUT's

2. Por la forma de ejercicio:
 - a. Opción tipo Americana
 - b. Opción tipo Europea

De acuerdo con el primer criterio, las opciones de compra o Calls son aquellas que otorgan al comprador el derecho de comprar, mediante el pago de una prima, cierta cantidad del activo subyacente a un precio convenido.

Como todo acuerdo de voluntades, en las opciones intervienen dos partes, el vendedor y el comprador.⁵⁶ El vendedor de la Call tiene el derecho a recibir la prima y la obligación de vender el activo al precio de ejercicio, independientemente de las condiciones (precio) que se encuentren en el mercado de contado o mercado *spot*, si el comprador de la opción ejerce su derecho. El vendedor de la Call estima que los

⁵⁶ En la terminología española se utiliza la nomenclatura de optante y optatario para designar al comprador y vendedor de la opción, respectivamente.

precios van a bajar y por lo tanto el comprador no ejercerá su derecho y él obtendrá el valor de la prima como ganancia, que constituye su ganancia máxima.⁵⁷

Dicho de otra forma, el vendedor de la Call tiene un potencial de ganancia conocido por anticipado y limitado (el precio de la prima), y un potencial de pérdida desconocido e ilimitado (es ilimitado porque no es posible saber que tanto pueden subir los precios).⁵⁸

Por otra parte, el comprador de la Call paga la prima para tener el derecho, pero no la obligación, de comprar el activo al precio pactado. El comprador de la Call ejercerá su derecho si el precio del activo es igual o superior al precio de ejercicio, de otra forma estaría comprando más caro algo que en el mercado *spot* tiene un precio menor. Si el precio del activo es inferior al precio de ejercicio, el comprador puede no ejercer su derecho, pero perderá el valor de la prima.⁵⁹ Por consiguiente, las pérdidas del comprador de la Call están limitadas al valor de la prima, y una posibilidad desconocida e ilimitada de ganancia.⁶⁰

Por su parte, las opciones de venta o Put son aquellas que confieren al comprador el derecho, pero no la obligación, a vender cierta cantidad del activo subyacente al precio convenido, en el plazo predeterminado.

⁵⁷ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 90.

⁵⁸ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 335.

⁵⁹ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 90.

⁶⁰ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 333.

· El vendedor de la Put, a cambio del pago de una prima, se obliga a comprar el activo subyacente siempre que el comprador de la Put decida ejercer su derecho de venta al precio de ejercicio. El vendedor de la Put espera que los precios suban para que el comprador de la Put no ejerza su derecho (el comprador de la Put no puede vender barato lo que es caro en el mercado de contado) y obtener el valor de la prima como ganancia; esto es, las ganancias del vendedor de la Put están limitadas al valor de la prima y sus pérdidas son teóricamente ilimitadas.⁶¹

El comprador de la Put paga la prima y obtiene el derecho a vender determinada cantidad del activo a un precio cierto en el plazo convenido o al final de éste. El comprador de la Put espera que los precios del activo bajen, para poder vender caro lo que en el mercado es barato. Así, las ganancias son ilimitadas y las pérdidas están limitadas al valor de la prima. En caso de que los precios del activo suban, el comprador de la Put puede no ejercer su derecho, para no vender barato lo que es caro, pero perderá el valor de la prima.⁶²

De acuerdo al segundo criterio de clasificación, las opciones pueden ser Americanas o Europeas atendiendo a las fechas en las que está permitido ejercer los derechos que la opción otorga.

⁶¹ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 90.

⁶² Idem.

Las opciones Americanas pueden ser ejercidas en cualquier momento a partir de que son adquiridas hasta su fecha de vencimiento, a diferencia de las Europeas que sólo pueden ser ejercidas en una sola fecha, al vencimiento.

La distinción tiene orígenes históricos, dado que en los Estados Unidos las primeras opciones sobre acciones que se hicieron en Chicago podían ser ejercidas cualquier día hasta su vencimiento, mientras que en la bolsa de Londres las opciones podían ser ejercidas únicamente el último día de su vencimiento.⁶³ Actualmente, tanto las opciones americanas como las europeas son realizadas en América, Asia, Europa, etcétera.

Las características o condiciones básicas de las opciones son el subyacente a que están referidas, la cantidad y calidad del subyacente, el precio de ejercicio, la fecha de vencimiento y la prima o precio de la opción.⁶⁴

Las opciones, como cualesquiera otros instrumentos derivados, pueden estar referidas a subyacentes no financieros como materias primas, productos agrícolas y ganaderos, energéticos y metales; así como financieros tales como índices, acciones, deuda, futuros.

Cabe señalar que, el objeto de la negociación en los mercados organizados es el valor de la prima, que es el precio al cual se realiza la operación. La prima se

⁶³ RODRÍGUEZ DE CASTRO, J. Op. Cit. p. 135.

⁶⁴ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. pp. 332-333.

negocia en función de la oferta y la demanda y su valor se determina en relación con una serie de parámetros como: el precio del subyacente, el precio de ejercicio, tiempo de vencimiento, la volatilidad,⁶⁵ etc. La prima que se paga por una opción es una fracción del precio del subyacente.

El vendedor de la opción, sea Call o Put, siempre se queda con la prima, independientemente de que se ejerza o no el derecho de compra o de venta. La prima representa para el comprador de la opción, sea Call o Put, la pérdida máxima a cambio de la posibilidad de ganancias ilimitadas. Por su parte, el vendedor de la opción tiene un beneficio conocido y limitado.

1.1.2.4. Títulos Opcionales o *WARRANT'S*⁶⁶

Los *warrants* son valores corporativos parecidos a las opciones de compra. Este instrumento le otorga al tenedor el derecho mas no la obligación, de comprarle directamente a la compañía emisora acciones a un precio preestablecido (precio de ejercicio) y durante un periodo de tiempo predeterminado.⁶⁷

⁶⁵ Estado en el que se observa grandes variaciones (incrementos y disminuciones) en el precio de una acción, y tomando como referencia el índice general del Mercado bursátil donde cotiza, lo que generalmente atrae a inversionistas con fines de especulación. <http://www.abm.org.mx/educacion-financiera/diccionario.htm>

⁶⁶ Vocablo del inglés, que significa garantizar o asegurar.

⁶⁷ DÍAZ TINOCO, Jaime y Fausto Hernández Trillo. *Futuros y Opciones Financieras. Una Introducción*. Limusa-Noriega Editores. México, 2000. p.165.

La Circular 10-157 emitida por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, del 20 de agosto de 1992, titulada "Disposiciones de carácter general aplicables a los documentos denominados títulos opcionales (*warrants*)," en la disposición Primera señala:

"Los títulos opcionales son aquellos documentos susceptibles de oferta pública y de intermediación en el mercado de valores, que confieren a sus tenedores a cambio del pago de una prima de emisión, el derecho de comprar o el derecho de vender al emisor un determinado número de acciones a las que se encuentran referidos (acciones de referencia), o de un grupo o canasta de acciones (canasta de referencia) o bien a recibir del emisor una determinada suma de dinero resultante de la variación de un índice de precios (índice de referencia), a un cierto precio (precio de ejercicio) y durante un periodo o en una fecha establecidos al realizarse la emisión.

El emisor tendrá la obligación de liquidar los títulos opcionales en especie o en efectivo, según se estipule en el acta de emisión."

Los *warrants* se consideran valores y, por lo tanto, la entidad emisora debe registrar la emisión ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, indicando el número máximo de *warrants* Call y *warrants* Put que emitirá en total, la forma en que respaldará la emisión, y la manera en que mantendrá un mercado secundario,

actuando como contrapartida para los inversores que deseen comprar o liquidar *warrants*.⁶⁸

El emisor de los *warrants* tiene que garantizar el cumplimiento a los tenedores que exijan la conversión de los títulos.⁶⁹

La principal diferencia entre un *warrant* y una opción de compra es que esta última es negociado en un mercado, mientras que el primero es emitido por una sociedad que debe registrar la emisión ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y son cotizados en el Mercado de Valores.

Actualmente, los *warrants* no los emiten emisores de obligaciones sino Bancos y Casas de Bolsa, lo que permite que existan *warrants* de venta, cuando estrictamente no podrían existir si la empresa misma es la emisora.⁷⁰ Los *warrants* de tipo Call o Put dan derecho a su tenedor a comprar o vender el subyacente, al precio de ejercicio, exactamente igual que una opción. Los vencimientos de *warrants* son hasta por dos años.

Los títulos opcionales de compra otorgan a sus tenedores el derecho de.⁷¹

⁶⁸ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 31.

⁶⁹ Idem.

⁷⁰ DÍAZ TINOCO, Jaime. *Et. Al.* Op. Cit. p. 165.

⁷¹ Cfr. BMV. Warrants, Qué son y Cómo operan los Títulos Opcionales en México. Limusa Noriega editores. México, 1995. pp. 16-17.

- a) Adquirir del emisor del *warrant* las acciones o canasta de acciones de referencia; o
- b) Recibir del emisor del *warrant* la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada a la fecha de ejercicio, entre el precio corriente de mercado de la acción de referencia o del conjunto de acciones de la canasta de referencia, según sea el caso, y el precio de ejercicio, o
- c) Recibir del emisor del *warrant* la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios y el precio de ejercicio.

Los títulos opcionales de venta otorgan a su tenedor el derecho de:⁷²

- a) Vender al emisor del *warrant* las acciones o canasta de acciones de referencia; o
- b) Recibir del emisor del *warrant* la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el precio corriente de mercado de la acción o canasta de referencia, según sea el caso; o
- c) Recibir del emisor del *warrant* la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios.

⁷² Ibidem. pp. 17-18.

En caso de que el precio corriente de mercado se mueva en contra de las expectativas del tenedor y éste no ejercite el derecho que le otorgó el título opcional, entonces perderá la prima que pagó por el título.

La prima es el precio de colocación o de negociación de un título opcional. El valor de la prima depende del precio de ejercicio, precio corriente, dividendos pagados y volatilidad del valor de referencia, el tiempo de su vigencia, etc.

1.1.2.5. Permutas Financieras o Swaps⁷³

“El *swap* es un contrato por el cual dos contratantes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de dinero en una fecha futura.”⁷⁴

Desde un punto de vista jurídico, se ha definido como un “convenio mediante el cual cada una de las partes se obliga a realizar una serie de pagos de principal o intereses durante un periodo determinado.”⁷⁵

Por su parte el Banco de México a través de su Circular 2019/95, en su numeral M.52.1 ha determinado que se entenderá por:

⁷³ Vocablo del inglés que significa intercambiar.

⁷⁴ Cfr. RODRIGUEZ DE CASTRO, J. Op. Cit. p. 49.

⁷⁵ ALVAREZ GARIBAY, Jaime. Op. Cit. p.84.

“Operaciones de Swap a los acuerdos mediante los cuales las partes se comprometen a intercambiar flujos de dinero en fechas futuras, durante un plazo determinado al momento de concertar la operación.”

Estas operaciones son acuerdos privados para que dos personas intercambien flujos de dinero derivado de las diferencias de tasas de interés que cada una de las partes tiene contratadas. Los *swaps* no se comercian en bolsas, sino en el mercado interbancario (OTC), generalmente incluyen cláusulas especiales a diferencia de los futuros y opciones que son estandarizados, y se ejecutan a plazos y montos mayores. Estos instrumentos son utilizados por empresas industriales y financieras, bancos y países soberanos para reducir sus costos de financiamiento, crear instrumentos sintéticos⁷⁶ y cubrir riesgos cambiarios y/o tasas de interés.⁷⁷

Existen dos tipos básicos de *swaps*:

1. **Swaps de tasas de interés**, los cuales permiten a las partes intercambiar los pagos de intereses derivados de créditos referidos a diferentes tasas de interés (fija o variable), por lo cual una de las partes queda obligada a pagar una tasa flotante y a recibir una tasa fija, mientras que la otra se compromete a pagar una tasa fija y a recibir una flotante. Los pagos se realizan con una frecuencia preestablecida sobre un principal denominado en una divisa

⁷⁶ Un instrumento sintético se crea al unir dos o más instrumentos, que en conjunto se comportan como otro instrumento. Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 321.

⁷⁷ Cfr. Ibidem. p. 391.

determinada, sin existir transmisión de principal, sólo los pagos por intereses.⁷⁸

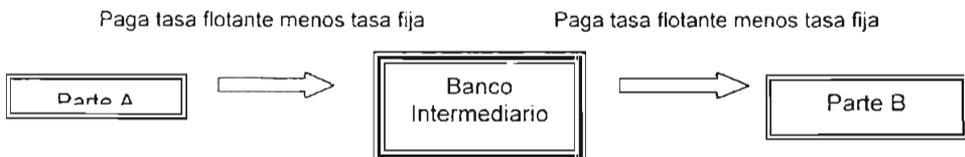
Una variante de este tipo de *swap* es aquel en el se intercambian flujos derivados de créditos, ambos, referidos a tasas variables.

SWAP DE TASAS DE INTERÉS⁷⁹



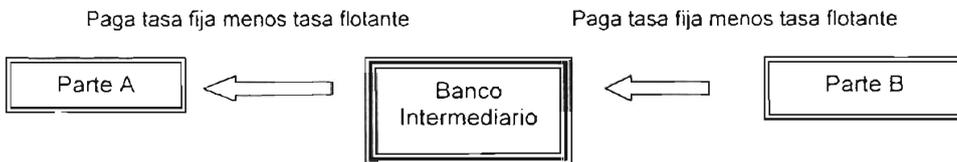
En cada periodo de pago durante la vigencia del contrato de *Swap*,

- Si el monto del nominal por la tasa flotante es mayor al monto del nominal por la tasa fija, la parte A paga a la parte B la diferencia.



- Si el monto del nominal por la tasa flotante es menor al monto del nominal por la tasa fija, la parte B paga la diferencia a la parte A.

⁷⁸ Ibidem. p. 394.



2. **Swaps de divisas** en los que se hacen intercambios de pagos de intereses; se realiza en dos divisas distintas y, generalmente, se intercambian también los principales. Por tal razón, se conocen como intercambio de préstamos.

1.1.3. Clasificación de las Operaciones Derivadas

Los instrumentos hasta aquí descritos conforman las categorías principales de los productos financieros derivados, ya que existen multiplicidad de combinaciones de los anteriores para dar lugar a otros instrumentos, como las opciones exóticas o los *swaps* sintéticos.⁸⁰

De la descripción de los productos derivados descritos en los numerales anteriores, se propone la siguiente clasificación:

1. De acuerdo al mercado en que se negocian:
 - a. Extrabursátiles (OTC), éstos son: *forwards*, *swaps* y opciones.
 - b. Bursátiles, éstos son: futuros y opciones.

⁷⁹ Cfr. *Ibidem*. p. 394.

⁸⁰ Se habla de instrumentos de nueva generación, como los derivados de crédito y los derivados asegurativos, que no son más que combinaciones de las categorías principales. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Op. Cit.* p. 96.

2. Según la forma de liquidación:⁸¹
 - a. En especie, es decir, mediante la entrega física del subyacente.
 - b. Por diferencias o compensación, es decir, mediante el pago de la diferencia entre el precio del subyacente comprometido en el mercado de contado y el precio del subyacente estipulado por las partes en la fecha pactada.

3. En razón de los activos subyacentes a los que están referidos:
 - a. *Commodities*, en los que el activo subyacente recae sobre materias primas, productos agrícolas y ganaderos, metales, energéticos.⁸²
 - b. Financieros, cuyos activos subyacentes son acciones, índices, divisas, tasas de interés, etc.

4. El Código Fiscal de la Federación los clasifica atendiendo a la naturaleza del subyacente en:
 - a. Operaciones financieras derivadas de deuda, aquéllas que estén referidas a tasas de interés, títulos de deuda o al Índice Nacional de Precios al Consumidor;

⁸¹ Ver los conceptos de Futuro y Opción de la Regla Segunda de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, y el numeral M.52.52.4 de la Circular 2019/95; mismos que fueron citados en los apartados relativos a los Contratos de Futuros y Contratos de Opción de este trabajo.

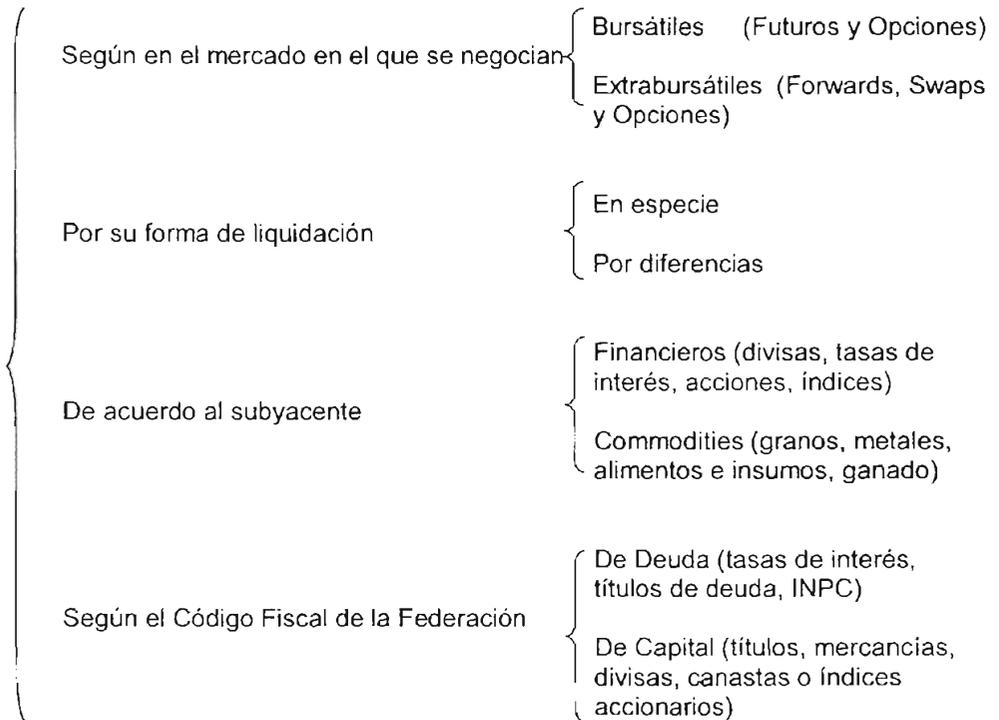
⁸² Con relación a productos derivados sobre *commodities* existe una posibilidad mínima de que lleguen a crearse en nuestro país, debido a dos razones básicamente: por la poca, casi nula infraestructura existente, esto es, pocos almacenes de depósito y poca capacidad; y porque E.U.A. tiene el mayor y más evolucionado mercado de derivados sobre *commodities*.

b. Operaciones financieras derivadas de capital, aquéllas que estén referidas a otros títulos, mercancías, divisas, canastas o índices accionarios.

c.

A continuación presento un cuadro sinóptico, a fin de presentar de manera gráfica la clasificación de los instrumentos derivados:

CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS



1.1.4. Funciones de las Operaciones Derivadas

Los productos derivados son instrumentos a través de los cuales se busca eliminar o transmitir riesgos, así como disminuir la incertidumbre que se presenta debido a movimientos inesperados del precio del producto o variable económica de referencia, como el tipo de cambio.

“El riesgo es una estimación de la pérdida esperada resultante de acontecimientos adversos a la empresa, con una probabilidad especificada sobre un periodo de tiempo determinado.”⁸³

Entre los riesgos financieros se encuentran:

- Riesgo de Crédito, se refiere a la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones por las partes en un contrato y consecuentemente las pérdidas que ocasione.
- Riesgo de Mercado, es la posibilidad de pérdida por movimientos adversos de los precios de los productos en los mercados en los que una empresa realiza sus transacciones.⁸⁴

⁸³ Cfr. ERNST & YOUNG. Factbook Finanzas. Aranzadi & Thomson. Navarra, España. 2000. p. 659.

⁸⁴ Cfr. *Ibidem*. p. 652.

- Riesgo de tipos de interés, es el riesgo derivado de las fluctuaciones en las tasas de interés de los activos y pasivos de un agente económico.
- Riesgo de liquidez, "se origina como consecuencia de las dificultades que puedan surgir para deshacer una posición en el mercado, en un momento determinado, sin producir impacto en el precio de los instrumentos o en el coste de la transacción."⁸⁵
- Riesgo legal, es el originado por la imposibilidad de hacer cumplir legalmente un contrato, debido a una documentación inadecuada, a que la parte contraria no tenga la capacidad necesaria para realizar la transacción, la transacción subyacente no es permisible, o la insolvencia o quiebra de la parte contraria.⁸⁶
- Riesgo sistémico, "originado por insuficiencias del sistema financiero y la capacidad para soportar grandes magnitudes de riesgo de mercado, crédito y liquidación."⁸⁷
- Riesgos cambiario, es el riesgo de una variación en las ganancias netas como resultado de movimientos en un cierto tipo de cambio.

Los productos derivados permiten transmitir el riesgo de quienes no pueden o no quieren asumirlo a quienes sí pueden o quieren asumirlo, de tal forma que los participantes resulten beneficiados; es decir, los productos derivados permiten redistribuir el riesgo.

⁸⁵ Ibidem. p. 653.

⁸⁶ Cfr. REUTERS. Curso sobre Derivados. The Reuters Financial Training Series. Gestión 2000, España, 2001, p. 153.

⁸⁷ DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Op. Cit. p. 763.

Por lo tanto, las funciones principales de los productos derivados son dos: la cobertura y la especulación.

1.1.4.1. Cobertura de Riesgos

La cobertura de riesgos es una técnica mediante la cual se busca reducir o eliminar el riesgo de pérdida debido a movimientos desfavorables de precios en materia de tipos de interés o tipos de cambio y que consiste en tomar una posición a plazo que sea equivalente u opuesta a otra existente en el mercado al contado.⁸⁸

"Con ella se busca reducir un riesgo que supone mantener una posición en algún tipo de activo, consiste en tomar una posición en algún instrumento financiero (opciones, futuros, etc.) cuyo comportamiento sea opuesto a la variable (tasas de interés, tipo de cambio, precios, etc.) que se quiere cubrir."⁸⁹

Mediante una cobertura se busca compensar las pérdidas en una cartera en el mercado al contado o mercado *spot* con las ganancias en el mercado a plazo.

En el mercado de futuros y en los mercados extrabursátiles mediante la operación con *forwards*, como regla general, una posición de compra (posición larga) en el mercado al contado, se cubre con una posición de venta en el mercado de futuros (posición corta), y viceversa, una posición corta o de venta en el mercado de contado

⁸⁸ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p.19.

⁸⁹ TAMAMES, Ramón y Santiago Gallego. Diccionario de Economía y Finanzas. Alianza Editorial. Limusa Noriega Editores. Salamanca, España. 1994. p.118.

se cubre con una posición larga en el mercado de futuros. Esto es, tomar una posición a plazo contraria a la posición existente o prevista en el mercado de contado.⁹⁰

El objetivo de las operaciones de cobertura es proteger las posiciones en el mercado al contado de los movimientos adversos de los precios (Riesgo de Mercado).

Una posición corta al contado significa que prevemos la necesidad de comprar cierto activo en el mercado al contado, en un momento futuro, por ejemplo, un importador necesitará para el mes de agosto, diez millones de dólares para afrontar la compra de mercancía. Este importador teme que el tipo de cambio peso-dólar aumente y no sea capaz de pagar su pedido. Para reducir o eliminar el riesgo de tipo de cambio, dicho importador toma una posición larga en el mercado de futuros, esto es, compra contratos de futuros. Por consiguiente, el importador se obliga a comprar determinada cantidad de dólares a cierto precio en la fecha pactada. De esta forma asegurar el tipo de cambio que ha de pagar por los dólares en la fecha futura. Así, en caso de que el tipo de cambio suba, el importador habrá fijado de antemano el tipo de cambio y no se verá afectado por la variación. Esto es una **Cobertura Larga**.⁹¹

Cuando una persona usa cobertura y toma una posición larga en el mercado de futuros (compra largo), tienen dos posiciones:

1. Una posición corta en el mercado al contado; y

⁹⁰ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 18.

⁹¹ Cfr. Ibidem. p.21.

2. Una posición larga en futuros.

En una **Cobertura Corta**, existe una posición larga en el mercado de contado, esto es, que en la actualidad contamos o contaremos con cierta cantidad de un activo y para cubrirnos del movimiento adverso de los precios (que el precio de nuestro activo baje), tomamos una posición corta en el mercado de futuros, o sea, vendemos contratos de futuros en los que nos obligamos a entregar el activo a cierto precio, y en caso de que los precios bajen no se sufrirá pérdidas.⁹²

Por ejemplo, un exportador realizará una venta de mercancía por cien millones de dólares el próximo diciembre, dicho exportador recibirá dólares pero teme que para entonces el tipo de cambio sea menor que el actual, en cuyo caso, su ganancia se verá reducida. Para cubrirse de la posible baja en la cotización del dólar, vende futuros sobre dólar, en los que se obliga a entregar dólares y a cambio recibir determinada cantidad de pesos, y así asegurar su ganancia ante el posible movimiento adverso del tipo de cambio.

Cuando una persona que usa cobertura adquiere una posición corta en futuros (vende corto), tiene dos posiciones:

1. Una posición larga en el mercado al contado; y
2. Una posición corta en futuros.

⁹² Cfr. *Ibidem*. p.20.

La cobertura de riesgos también es posible mediante la utilización de contratos de opción. Por ejemplo, una empresa con cuentas por pagar en dólares a doce meses, se expone al alza en el tipo de cambio peso-dólar. Esta empresa puede cubrir el riesgo del alza del tipo de cambio peso/dólar, comprando una opción Call sobre dólar, en la que paga una prima por el derecho a comprar dólares a cierto precio en doce meses. Si al vencimiento, el precio del dólar en el mercado al contado es mayor al precio de ejercicio, la empresa ejercerá la opción, lo que le dará derecho a comprar más barato lo que en el mercado de contado es más caro. El comprador de la opción limita su riesgo a la pérdida de la prima pagada y a cambio se asegura el tipo de cambio (precio máximo a pagar por los dólares).

1.1.4.2. Especulación

Especular⁹³ es utilizar algo para obtener provecho o ganancias, buscar un beneficio tratando de comprar barato y vender caro. La especulación se encuentra frecuentemente en mercados organizados como las bolsas de valores.⁹⁴ Los especuladores compran y venden futuros y opciones para asumir riesgos a cambio de posibles ganancias en poco tiempo.

La especulación en los mercados de derivados desempeña un papel fundamental para proporcionarle eficiencia. Si al mercado sólo acudiesen administradores de

⁹³ "Deriva del verbo latino *speculari*, que significa mirar o examinar. El especulador debe examinar atentamente las tendencias del mercado y trata de aprovecharse de ellas. Cfr. MARTÍN MARÍN, José Luis. *Et. Al. Op. Cit.* p. 182.

⁹⁴ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 17.

riesgo (*hedgers*), difícilmente se podría concertar una operación sin la intervención de especuladores que estén dispuestos a asumir riesgos o agentes que sólo busquen obtener ganancias en los diferenciales de compra y venta de los contratos.⁹⁵

Los administradores de riesgos en busca de cobertura tienen intereses determinados en el mercado de contado, acuden a los mercados de futuros a trasladar riesgos, y los especuladores, sin posiciones que cubrir en los mercados al contado, aceptan dichos riesgos en busca de un beneficio.⁹⁶

La especulación dota de gran liquidez a los mercados, ya que ayuda a igualar los precios de compra y de venta. En el caso de los mercados de futuros hace coincidir el interés del comprador y con el del vendedor.

En un contrato de opción, el comprador de la opción puede tener interés en asegurar la compra o venta futura del activo subyacente, bien con una finalidad de cobertura o de especulación. Por otro lado, el vendedor de la opción se limita a especular con la tendencia al alza o a la baja de los precios en espera de que las oscilaciones de los precios que se produzcan le permitan no tener que vender o comprar el activo subyacente al precio pactado al comprador de la opción. Si el poseedor de la opción

⁹⁵ Cfr. MARTÍN MARÍN, José Luis. *Et. Al. Op. Cit.* p. 182

⁹⁶ Cfr. *Idem.*

decide no ejercer su derecho, el vendedor de la opción se queda con la prima, la cual constituye su ganancia; de lo contrario incurriría en pérdidas.⁹⁷

La especulación no sólo tiene efectos positivos, sino también negativos.⁹⁸ Es posible que la especulación sobrepase los límites en que coopere para suavizar los movimientos de precios y tienda a convertirlos en anormales. Tal es el caso del “*Crash*” o derrumbe de la bolsa de Nueva York. En este caso, las autoridades monetarias facilitaban el crédito a tasas bajas y a los corredores que especulaban en la bolsa.⁹⁹

La especulación puede llegar a convertirse en un elemento perturbador en la formación de los precios, mediante la difusión de información falsa¹⁰⁰ y acaparamiento.

Los futuros y opciones son instrumentos muy volátiles, ofrecen rendimientos muy altos pero también las pérdidas pueden ser del 100% de la inversión. Por ejemplo, en el caso de un Call, un inversionista paga una prima de 10 pesos, para adquirir

⁹⁷ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 86.

⁹⁸ Es muy conocido el caso de *Baring PLC*, un banco de inversión con más de dos siglos de experiencia en el Reino Unido, el cual descubrió pérdidas por un billón de dólares, al hacer frente a una llamada de margen (requerimiento adicional para colocar efectivo o valores para mantener una posición). Las pérdidas fueron localizadas en el departamento de *Trading*, cuyo gerente general en Singapur efectuó operaciones masivas en el Departamento de Productos Derivados, fundamentalmente en futuros y opciones que se negociaron en la Bolsa de Valores de Osaka. Cfr. ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. Op. Cit. pp. 74 -75.

⁹⁹ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 18.

¹⁰⁰ La regulación existente acerca de información falsa se encuentra en las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en su operación los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, en las que la disposición Décima Tercera, inciso c) considera una infracción grave la divulgación intencional de información falsa.

una acción de determinada compañía a \$100.00 (precio de ejercicio). Cuando el precio de la acción sube y rebasa la suma del precio de ejercicio y el valor de la prima (punto de equilibrio) el inversionista comienza a registrar ganancias. Al vencimiento, las acciones incrementan su valor a \$115.00, la ganancia es la diferencia entre el precio final de la acción y el precio de equilibrio, en esta caso \$5. La inversión fue de \$10 y la ganancia es de \$5, por lo tanto la tasa de ganancia es del 50%. Pero en caso de que el valor de la acción hubiera descendido por debajo del precio de ejercicio, el inversionista habrá perdido el valor de la prima, esto es, el 100% de la inversión.¹⁰¹

1.1.5. Naturaleza Jurídica de las Operaciones Derivadas

En nuestra investigación hemos encontrado que son escasos los estudios jurídicos sobre este tema, y de los pocos trabajos al respecto, ninguno se ocupa por determinar la naturaleza jurídica de este tipo de instrumentos, salvo algunos estudios españoles que discuten si los futuros y opciones pudieran incluirse dentro de la categoría de valores negociables. Lo anterior, antes de la reforma de la Ley del Mercado de Valores española, ya que ésta los incluye en una nueva categoría denominada instrumentos financieros.

De acuerdo con nuestro marco legal, los productos derivados sobre activos financieros no son títulos de crédito, ni se emiten en serie o en masa, no se trata de

¹⁰¹ Cfr. BMV. Warrants. Qué son y Cómo operan los Títulos Opcionales en México. Op. Cit. pp. 31-38.

valores,¹⁰² por lo que tampoco son objeto de oferta pública.¹⁰³ Los productos derivados son simplemente contratos entre dos partes cuyo valor depende de otro valor subyacente al que estén referidos.¹⁰⁴

Se trata de contratos mercantiles, atendiendo al carácter mercantil del objeto del contrato, puesto que se trata de acuerdos de voluntades para comprar o vender determinados bienes, algunos de ellos reputados como cosas mercantiles como las acciones, derechos a comprar o vender determinados bienes o permutar flujos de dinero, que invariablemente persiguen un lucro.

Además presentan dos cualidades distintivas de los demás contratos mercantiles: el carácter aleatorio¹⁰⁵ y su función de administración de riesgos.

Se trata de contratos aleatorios, ya que las partes saben las prestaciones que han de otorgar a su contraparte y la que ésta ha de otorgarle, pero no saben si esa prestación representará una ganancia o una pérdida con respecto de las situaciones financieras que se presenten al momento de cumplimiento de las prestaciones.

¹⁰² A excepción de los *warrants* o títulos opcionales que de acuerdo con su definición se trata de valores, aunque es discutida esta calificación dada por la circular 10-157 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

¹⁰³ ATHIÉ MORALES, Alejandro. ¿Cómo se regulan los Productos Derivados en México? Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1. Número 2. Diciembre, 2002, p. 3.

¹⁰⁴ Idem.

¹⁰⁵ Artículo 1838 del Código Civil Federal.- El contrato oneroso es conmutativo cuando las prestaciones que se deben las partes son ciertas desde que se celebra el contrato, de tal suerte que ellas pueden apreciar inmediatamente el beneficio o la pérdida que les cause éste. Es aleatorio cuando la prestación debida depende de un acontecimiento incierto que hace que no sea posible la evaluación de la ganancia o pérdida, sino hasta que ese acontecimiento se realice.

Otra cualidad determinante, es su función para la gestión de riesgo, esto es, para reducir o eliminar riesgos financieros inherentes a la operación con otros instrumentos financieros.

1.2. De los Mercados de Derivados

En general se entiende por Mercado, “el espacio físico o virtual, en el que se realiza la negociación e intercambio de bienes y servicios por parte de sus oferentes y demandantes.”¹⁰⁶

Ahora bien, un mercado de derivados es “el lugar físico o virtual, donde concurren personas físicas y morales para ofrecer y demandar operaciones con instrumentos cuyo precio está basado en otros productos o instrumentos subyacentes.”¹⁰⁷

Por su parte, la BMV señala que se conocen como mercados de derivados al “medio que se utiliza para celebrar operaciones con instrumentos cuyo precio está basado en otros productos o instrumentos ya existentes.”¹⁰⁸

Los productos financieros derivados son negociados en mercados que pueden ser de dos tipos:

¹⁰⁶ JIMÉNEZ ADORNO, Asaf. Naturaleza jurídica de la Opción en la Bolsa Mexicana de Productos Derivados. Tesis licenciatura. Facultad de Derecho. UNAM. México, 2002. p. 73.

¹⁰⁷ Idem.

¹⁰⁸ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 5.

- a) Mercados organizados o bursátiles.
- b) Mercados no organizados o extrabursátiles, también conocidos como OTC por sus siglas en inglés "*over the counter*".

Las causas que motivan el desarrollo de los mercados de derivados son:¹⁰⁹

1. La incertidumbre en los diversos mercados, en particular la evolución de los precios, cotizaciones de las acciones, divisas, tipos de cambio.
2. La desaparición del mecanismo de tipos de cambios fijos (de Bretton Woods en 1973) y la continua flotación de las monedas, que introdujeron la volatilidad como un elemento sustancial en los mercados de cambios, favorecieron la aparición de nuevas técnicas de cobertura de riesgos.
3. El incremento del riesgo debido a la aceleración de la inflación en los años setenta y principios de los ochenta, y la desaceleración posterior que repercutió en los tipos de interés.

En la actualidad, los mercados financieros han adquirido gran importancia ya que configura una nueva forma de gestión financiera de riesgos de unidades económicas. Una de las contribuciones fundamentales de los mercados de productos derivados es la redistribución de riesgos, la cual hace a estos mercados social y económicamente deseables para un país, pues resulta benéfico para empresas, inversionistas y la sociedad en su conjunto.¹¹⁰

¹⁰⁹ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 81.

FREIXAS, Javier. Futuros Financieros. Alianza, Economía y Finanzas. Madrid, 1990, pp.11-12, 24-25.

¹¹⁰ Cfr. HERNANDEZ, Pablo. Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados. Ediciones Deusto, S.A. Bilbao, España. 1996. p. 29.

1.2.1. Mercados Organizados o Bursátiles

Los mercados organizados de productos derivados son los que se constituyen a través de una bolsa, la cual proporciona toda la infraestructura necesaria para que se celebren operaciones con contratos de futuros y opciones, en la cual las características de estos instrumentos se encuentran estandarizadas, y la liquidación se realiza a través de una cámara de compensación.¹¹¹

Debido a la estandarización de los instrumentos que se operan en las bolsas, los mercados organizados pierden la perfecta cobertura a las necesidades de sus clientes, pero a cambio los costos de operación y negociación son muy bajos y están dotados de gran liquidez. La liquidez permite concertar y anular fácilmente las operaciones realizadas.¹¹²

Cada mercado tiene su propia estructura, pero la mayoría de los mercados organizados presentan algunas características en común, en cuanto a una serie de funciones administrativas, económicas y jurídicas. Los rasgos organizativos principales son:¹¹³

- Consignar las transacciones realizadas;
- Gestionar las cuentas de depósito de los operadores;
- Establecer reglas que deben seguir los operadores en el mercado; y

¹¹¹ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 6.

¹¹² Cfr. Idem.

¹¹³ Cfr. FREIXAS, Javier. Op. Cit. pp. 31- 33.

- Verificar la regularidad de operaciones.

En la mayoría de los mercados organizados participan básicamente: una bolsa (exchange), una cámara de compensación (clearing house),¹¹⁴ miembros liquidadores (clearings members) y otros intermediarios que ponen en contacto a los clientes con los miembros liquidadores que reciben diversas denominaciones de acuerdo a sus funciones en la bolsa¹¹⁵ (*Brokers, traders, Associated persons, commodity operators, etc.*).

Los mercados organizados de productos derivados son la forma más eficiente y económica de responder a una demanda de cobertura de riesgo de mercado.

Ahora bien, no existe disposición alguna emitida por las autoridades financieras de nuestro país que proporcione una definición de mercado organizado de derivados.

Al respecto, en el régimen español, de acuerdo con la Circular 4/199, emitida por el Banco de España, dirigida a entidades de crédito sobre normas de contabilidad y modelos financieros señala en su artículo segundo que “se entiende por mercados organizados aquellos en los que, teniendo establecido un sistema de depósitos de garantía actualizables diariamente en función de las cotizaciones registradas, exista un centro de compensación que organice la cotización y negociación del mercado,

¹¹⁴ En algunos casos la bolsa y la cámara de compensación son una misma, como en el caso MEFF Sociedad Holding de España.

¹¹⁵ Cfr. CARVALLO YÁNEZ, Erick. Tratado de Derecho Bursátil. 3ª edición. Editorial Porrúa. México, 2001. p. 277.

registre sus operaciones y se interponga entre las partes actuando como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.”¹¹⁶

Por otra parte, la Circular 2019/95 del Banco de México, en su numeral M.52.1 señala que se entenderán como :

“Mercados reconocidos al Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board Options Exchange y Mid America Commodity Exchange que forma parte del Chicago Board of Trade, ubicados en la ciudad de Chicago, Illinois, EE.UU.A., al Mexder Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V., ubicado en la ciudad de México, Distrito Federal y al Commodity Exchange Incorporation, ubicado en la ciudad de Nueva York, Nueva York, EE.UU.A.”

De lo señalado en el párrafo anterior, se observa que se trata del listado de algunos mercados organizados, no de un concepto de mercado organizado de derivados.

De igual forma, el Código Fiscal de la Federación en su artículo 16-C hace el señalamiento de lo que considera Mercados Reconocidos, que a la letra señala:

“Para los efectos de lo dispuesto en el artículo 16-A de este Código, se consideran como mercados reconocidos:

¹¹⁶ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 22.

I. - La Bolsa Mexicana de Valores y el Mercado Mexicano de Derivados.

II. - Las bolsas de valores y los sistemas equivalentes de cotización de títulos, contratos o bienes, que cuenten al menos con cinco años de operación y de haber sido autorizados para funcionar con tal carácter de conformidad con las leyes del país en que se encuentren, donde los precios que se determinen sean del conocimiento público y no puedan ser manipulados por las partes contratantes de la operación financiera derivada.

III.- En el caso de índices de precios, éstos deberán ser publicados por el banco central o por la autoridad monetaria equivalente, para que se considere al subyacente como determinado en un mercado reconocido. Tratándose de operaciones financieras derivadas referidas a tasas de interés, al tipo de cambio de una moneda o a otro indicador, se entenderá que los instrumentos subyacentes se negocian o determinan en un mercado reconocido cuando la información respecto de dichos indicadores sea del conocimiento público y publicada en un medio impreso, cuya fuente sea una institución reconocida en el mercado de que se trate.”

Los contratos que se operan en éstos mercados son los futuros y las opciones, productos con alto grado de estandarización.

1.2.1.1. Cualidades de los Mercados Organizados

Las cualidades que caracterizan a los mercados organizados son:

1. Existencia de una cámara de compensación.
2. Existencia de un régimen de márgenes o aportaciones.
3. Operación de contratos altamente estandarizados (futuros y opciones).
4. Utilización de sistemas de medición de riesgos.
5. Utilización de tecnología para el acceso a información en línea y precios en tiempo real.
6. Como resultado de las características anteriores, estos mercados presentan gran liquidez.

A continuación se presenta una explicación de las cualidades señaladas.

1.2.1.1.1. Cámara de Compensación

La cámara de compensación generalmente es una entidad independiente a la bolsa,¹¹⁷ cuyas acciones son propiedad de empresas afiliadas que efectúan la compensación de las operaciones. La cámara de compensación rompe el vínculo

¹¹⁷ En el caso de MEFF, en España, tiene la calidad de bolsa de derivados y cámara de compensación.

entre comprador y vendedor, al actuar legalmente como comprador ante el vendedor y como vendedor ante el comprador.¹¹⁸

Obviamente, para concertar una operación se necesita que exista un comprador y un vendedor, por ejemplo, es necesario que exista un inversionista que quiera comprar un futuro sobre dólares y otro inversionista o tal vez un especulador que quiera vender futuro sobre el dólar; así la bolsa legalmente actúa como contraparte entre el vendedor y el comprador.¹¹⁹ El vendedor y el comprador no se conocen porque no están contratando entre ellos, sino con la cámara de compensación.

El hecho de que la cámara de compensación actúe como contraparte en todas las operaciones que se realizan en bolsa otorga seguridad a los participantes sobre el cumplimiento (riesgo de crédito) del contrato en la fecha futura pactada. Lo anterior permite darle amplia liquidez al mercado, ya que los participantes pueden cerrar su posición, cancelando la venta con la realización de una compra o viceversa.

1.2.1.1.2. Régimen de Márgenes o Aportaciones

En función del tipo de instrumento se exigen depósitos de garantía para realizar liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias.

¹¹⁸ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 282-284.

¹¹⁹ Idem.

La cámara de compensación garantiza el buen fin de todas las operaciones, para ello, establece un sistema de aportaciones a todos los que mantienen contratos abiertos.¹²⁰ La toma de posición en un contrato de futuro supone un compromiso y un riesgo para ambas partes. En el caso de contratos de opción, la compra de una opción no requiere aportación alguna, sólo el pago de una prima, que se convierte en la máxima pérdida para el comprador. Sin embargo, el vendedor de una opción sí incurre en un riesgo por su posición abierta, por lo que la cámara de compensación hace una estimación de los riesgos y exige aportaciones.¹²¹

La cámara de compensación requiere márgenes o aportaciones¹²² a sus socios, y éstos a su vez los solicitan a sus clientes para que puedan abrir posiciones (comprar o vender futuros o vender opciones). Los márgenes¹²³ son una especie de depósitos de buena fe, para que la cámara de compensación pueda garantizar el cumplimiento de las operaciones. Existen dos tipos de márgenes: margen inicial y margen de variación.¹²⁴

El margen inicial debe depositarse en la cámara de compensación al iniciar la posición.¹²⁵ La cámara de compensación determina el margen inicial, generalmente

¹²⁰ Aquella operación celebrada en la Bolsa por un Cliente a través de un Socio Liquidador, que no haya sido cancelada por el mismo Cliente, por la celebración de una operación de naturaleza contraria del mismo tipo a través del mismo Socio Liquidador.

¹²¹ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 48.

¹²² En general se conocen como márgenes, pero en la nomenclatura oficial de MexDer se denominan aportaciones en lugar de márgenes.

¹²³ La nomenclatura de MexDer las señala como Aportaciones Iniciales (AI's) y Aportaciones Iniciales Mínimas (AIM's).

¹²⁴ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 286.

¹²⁵ En el caso de MexDer, los recursos deben estar disponibles antes de comenzar la operación.

es del 10% de valor del contrato,¹²⁶ pero puede ser mayor si el precio del subyacente tiene antecedentes de gran volatilidad, y menor si el precio se mantiene relativamente estable. En cualquier caso, el margen depositado gana una tasa de interés competitiva en el mercado. El margen inicial permite al inversionista controlar un contrato con un valor nominal mucho más amplio.¹²⁷

La cámara de compensación diariamente valora las posiciones de los compradores y vendedores, calcula las pérdidas y ganancias y las compensa, de acuerdo a los precios de cierre.¹²⁸ Esto es, la cámara de compensación hace cargos y abonos de acuerdo a los movimientos favorables o no del precio del subyacente.¹²⁹

Cuando los cargos o abonos exceden de una cantidad preestablecida del margen inicial, conocida como margen de mantenimiento, la cámara de compensación exige un margen de variación o aportación extraordinaria, que debe ser depositada antes de la apertura del mercado del día hábil bancario siguiente o dentro de determinado tiempo (una hora) de acuerdo a la volatilidad del subyacente.¹³⁰

¹²⁶ Cfr. LEUTHOLD, Raymond M. *Et. Al. The theory and practice of futures markets*. Lexington Books. Massachusetts, Toronto, Canadá. 1989. p. 38

¹²⁷ MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 287.

¹²⁸ También denominado Precio de Liquidación Diaria, en los contratos de Futuro, es el precio de referencia por unidad de Activo Subyacente que la Bolsa da a conocer a la Cámara de Compensación para efectos del cálculo de la Liquidación Diaria. En los contratos de Opción es el valor de la Prima por unidad de Activo Subyacente para cada una de las series que la Bolsa da a conocer a la Cámara de Compensación para efectos del cálculo de la Liquidación Diaria. En otras palabras es el precio del Subyacente al final del día. Artículo 1001.00 Del Reglamento Interior de MexDer.

¹²⁹ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 287.

¹³⁰ Idem.

Si el margen no es pagado en el tiempo requerido, la posición es cerrada automáticamente, y el participante aún está legalmente obligado a pagar el margen requerido. Lo anterior con el fin de evitar que se acumulen deudas que no se puedan pagar. En la práctica, los inversionistas constituyen con su corredor (intermediario) un margen mayor al requerido, para de evitar transferencias de fondos.¹³¹

1.2.1.1.3. Estandarización

Como se mencionó, en los mercados organizados sólo se negocian contratos estandarizados, estos son los futuros y las opciones, cuyas características son fijadas por la bolsa de derivados con aprobación de las autoridades.

Todos los contratos que se negocian en bolsa son estandarizados, por lo que tendrán la misma fecha de vencimiento, tamaño, calidad y cantidad del activo subyacente y demás características, excepto el precio. Estas condiciones no son susceptibles de modificación a las necesidades particulares. De esta manera, la estandarización permite que exista en el mercado mayor liquidez, la cual agiliza la apertura y cierre de posiciones, en caso de que los movimientos en los precios sean adversos o el cliente quiera realizar las ganancias obtenidas.¹³²

¹³¹ Ibidem. p. 290.

¹³² http://www.mexder.com/inter/info/mexder/avisos/MexDer_Mercado_Mexicano_de_Derivados.pdf

1.2.1.1.4. Sistemas de Medición de Riesgos

El seguimiento diario de la posición, es decir, del riesgo asumido por cada miembro y cliente del mercado permite realizar la liquidación y compensación diarias, calcular el importe de pérdidas o ganancias que tendría un cliente si ese día cerrara su posición, además permite determinar las garantías a prestar y establecimiento de posiciones límite de miembros y clientes.¹³³

Las bolsas de derivados y las cámaras de compensación cuentan con sistemas para dar seguimiento diario al número de contratos abiertos por cada participante, para verificar que los intermediarios cuenten con los requisitos financieros establecidos por la misma bolsa y la cámara de compensación, a su vez éstos deben entregar informes a los organismos autorreguladores. Lo anterior a fin de contar con la información suficiente para determinar el riesgo a que se encuentran sometidos los participantes y el mercado mismo.

1.2.1.1.5. Utilización de tecnología para la operación y acceso a información en línea y precios en tiempo real.

Los mercados organizados cuentan con sistemas de información acerca de las posiciones abiertas y el número de contratos operados para que los inversionistas y, en general, los participantes cuenten con información suficiente para lograr un

¹³³ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 108.

funcionamiento eficiente del mercado. Por ejemplo, existen sistemas de acceso a información en línea acerca de las cotizaciones de futuros y servicios de noticias (estimaciones recientes de la cosecha de algodón en China, los resultados de la subasta de valores emitidos por la Tesorería de los Estados Unidos o acontecimientos relevantes para la formación de los precios).¹³⁴

Las expectativas de los agentes se basan en la información de que disponen, por lo que, la información con que cada uno de los inversionistas cuenta es esencial para determinar precios.¹³⁵

1.2.1.1.6. Liquidez

La combinación de las características antes mencionadas permite dotar al mercado de gran liquidez, esto es, la capacidad de comprar y vender rápidamente, lo cual no sólo es benéfico para los especuladores, sino también para los administradores de riesgos, quienes pueden concertar operaciones sin variar mucho los precios estimados.

La liquidez también permite que los participantes puedan abrir y cerrar posiciones fácilmente, lo cual es importante para los especuladores, quienes buscan una ganancia con las diferencias entre los precios de compra y venta.

¹³⁴ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 291.

¹³⁵ Cfr. FREIXAS, Javier. Op. Cit. pp. 27-28.

1.2.1.2. Objetivos de los Mercados Organizados

Algunos de los objetivos de los mercados organizados son:¹³⁶

1. Brindar mayor seguridad a los participantes.
2. Estandarizar las características de los contratos.
3. Eliminar riesgos de contraparte instrumentando una cámara de compensación.
4. Establecer coberturas en posiciones de riesgo ante las posibles variaciones de precios.
5. Proporcionar otras alternativas de inversión a los especuladores.
6. Proporcionar liquidez a los participantes.
7. Realizar operaciones de arbitraje.¹³⁷

1.2.1.3. Antecedentes de los Mercados Organizados

Los contratos de entrega futura de productos parecen existir desde tiempos inmemoriales, debido a que los contratantes buscan protección contra las fluctuaciones de precios. Algunos autores señalan que el primer mercado organizado de futuros tal como los conocemos actualmente, aparece en Osaka, Japón, en el

¹³⁶ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 7.

¹³⁷ Es la compra y la venta simultánea de un bien o activo en distintos mercados, lo cual permite obtener ganancias sin riesgos debido a la diferencia entre los precios. Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 25.

año 1730, en el que se negociaban futuros sobre arroz, y que posteriormente aparecen operaciones de futuro en Inglaterra, hacia el siglo XIX.¹³⁸

Sin embargo, es hasta 1848, en Estados Unidos donde surgen y se desarrollan los mercados de futuros, con la creación del *Chicago Board of Trade* (CBOT) como bolsa de futuros agrícolas. En 1972, se crea la primera bolsa de futuros financieros, el *International Monetary Market* del *Chicago Mercantile Exchange*. En 1975, el CBOT creó un **mercado de futuros financieros** sobre un certificado de participación de deuda hipotecaria garantizada por un organismo federal (la *Government National Mortgage Association*).¹³⁹

La *American Stock Exchange* (AMEX) y la *Philadelphia Stock Exchange* (PHLX) comenzaron a operar opciones en 1975, y en 1976 comenzó la *Pacific Stock Exchange*.¹⁴⁰

En Asia, en la década de los ochentas, surgen el *Singapore International Monetary Exchange* (SIMEX) y el *Kuala Lumpur Commodity Exchange*.¹⁴¹

En Europa, el primer mercado de futuros financieros fue el *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE) creado en 1982, posteriormente, en París apareció el *Marché à Terme International de France*; en España, en 1989 comenzó a

¹³⁸ BMV Educación. *Inducción a Productos Derivados*. Op. Cit. p. 4.

¹³⁹ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 276-279.

¹⁴⁰ Idem.

¹⁴¹ Ibidem. p. 280.

operar OM Ibérica, S.A. negociando opciones, y en 1990, el MEFF, Mercado de Futuros Financieros.¹⁴²

1.2.2. Mercados No Organizados o Extrabursátiles (OTC)

Se conocen como mercados no organizados a la negociación de operaciones con productos financieros derivados fuera de bolsa, con instrumentos no estandarizados, esto es, se negocian por medio de contratos cuyos términos y condiciones se estipulan de acuerdo a las necesidades de las partes, pactadas directamente entre una institución financiera y un participante con necesidad de cobertura, existiendo un riesgo de contraparte (riesgo de incumplimiento) asumido por las partes, debido a que no existe una cámara de compensación que lo absorba y actúe como contraparte ante todos los participantes.

En los mercados no organizados los instrumentos tienen una calidad de cobertura a la medida, es decir, el instrumento está diseñado para ajustarse a las necesidades del cliente. Las partes establecen sus propios requisitos para estar en posibilidad de evaluar el riesgo de crédito, siendo el cumplimiento del contrato uno de los puntos esenciales en la negociación. Así mismo, las partes pueden convenir el establecimiento de garantías.

¹⁴² MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 17-18.

Hasta aquí he presentado un panorama general de lo que son los derivados, para que sirvan y los mercados en que se operan, a continuación presento la situación regulatoria de los mercados organizados en dos de los principales mercados a nivel mundial y un tercero que guarda parecido con la organización del mercado organizado de instrumentos derivados en México.

CAPÍTULO 2

REGULACIÓN DE LOS

MERCADOS DE

DERIVADOS

ORGANIZADOS EN

DIFERENTES PAÍSES

La regulación¹⁴³ existente relativa a los mercados de derivados presenta particularidades de país a país. A diferencia de la regulación que existe en otros mercados como el de valores, se presenta un fenómeno denominado autorregulación,¹⁴⁴ que consiste en la conjugación de la vigilancia de las autoridades y los propios participantes de los mercados organizados de derivados.

En algunos casos la regulación existente es para prohibir la celebración de operaciones derivadas, por ejemplo, en Alemania en 1896 fue prohibido el comercio de futuros; permitiéndose cuatro años después. En Japón, donde el comercio de futuros comenzó en 1730 aproximadamente, fueron prohibidos en 1868, aunque la prohibición duró poco. Los futuros sobre ajo han sido prohibidos desde 1958 y permanece vigente en los Estados Unidos.¹⁴⁵

2.1. Estados Unidos de América

Como hemos mencionado anteriormente, se presenta el caso de los mercados organizados de Estados Unidos de América por ser en este país donde surgieron los instrumentos que me ocupan y por ende cuentan con la mayor experiencia en cuanto a la regulación de los mismos. Aunado a esto, la cercanía geográfica, económica, financiera y la globalización, hace que resulte conveniente indagar en la forma en

¹⁴³ Conjunto de reglas o medidas legales que rigen las actividades de las personas que intervienen en el mercado de valores, así como otras materias relativas a transacciones de valores. IBARRA HERNÁNDEZ, Armando. *Diccionario Bancario y Bursátil*. Editorial Porrúa. México. 1998.

¹⁴⁴ Este tema se trata más a detalle en el apartado 3.2.3. Autorregulación.

¹⁴⁵ Cfr. ATKIN, Michael. *Agricultural Commodity Markets. A guide to Futures Trading*. Routledge. New York, 1989. London and New York. p. 67

que éste, vecino y socio comercial más importante, regula los mercados de productos derivados, poniendo especial atención en los mercados organizados.

2.1.1. Antecedentes de los mercados organizados de productos derivados en los Estados Unidos de América

Los mercados de futuros en Estados Unidos de América comienzan a formarse durante la segunda mitad del siglo XIX, a orillas del lago Michigan, la ciudad de Chicago se convirtió en el centro de comercio de granos de este país. Los agricultores y procesadores de granos se enfrentaban al riesgo de las inesperadas variaciones de los precios. Era frecuente que los agricultores enviaran grano por ferrocarril a Chicago, para descubrir que existía una gran oferta del mismo en el mercado y no podían venderlo al precio necesario para cubrir sus costos. Cuando la oferta era tan grande en comparación con la demanda, el grano era arrojado al lago, o bien, los compradores de grano descubrían que el precio era mucho mayor de lo que esperaban.¹⁴⁶

En 1848, se crea el *Chicago Board of Trade* (CBOT), para hacer frente a la necesidad de eliminar el riesgo de la variación de los precios, negociándose contratos sobre trigo y maíz al contado y al arribo ("*to arrive*"), éstos eran contratos adelantados, que especificaban la cantidad de grano, su precio para entrega en una fecha futura. Éstos implicaban un riesgo de contraparte, es decir, que llegada la

¹⁴⁶ Cfr. MANSELL CARSTENS, Catherine. Op. Cit. p. 276.

fecha de entrega de la mercancía, debido a las circunstancias del mercado, una de las partes no cumplía con su obligación, ya que podía vender el producto más caro en el mercado al contado o comprarlo más barato. Para eliminar este riesgo surgió la cámara de compensación, rompiendo el vínculo entre vendedor y comprador, actuando como contraparte legal en todas las operaciones. De esta forma, se eliminó el riesgo de contraparte y si un participante quería cancelar su contrato podía operar su contrato en el piso de remates, y así no sólo se pudieron realizar contratos adelantados sino también comerciarlos.¹⁴⁷

En la década de 1960, las bolsas de futuros de Estados Unidos se expandieron al introducir contratos de futuros sobre una gran variedad de mercancías, tales como la panza de puerco, puercos vivos, concentrado de jugo de naranja congelado, madera y plata. Debido a que los tipos de cambio y tasas de interés pueden ser utilizados como precios de referencia, se consideró posible comerciar contratos de futuros de divisas y tasas de interés. Sin embargo, las dos décadas siguientes a la Segunda Guerra Mundial, los mercados financieros de los Estados Unidos y mercados financieros dominados por el dólar se mantuvieron estables, por lo que las oportunidades de especulación y necesidades de cobertura de tipos de cambio y tasas de interés eran mínimas.¹⁴⁸

En 1972, ante el colapso del sistema Bretton Woods de tipos de cambio fijos y la alta volatilidad de las divisas y los tipos de interés, se creó el *Chicago Mercantile*

¹⁴⁷ Ibidem. p. 277.

¹⁴⁸ Idem.

Exchange (CME), primer mercado de futuros financieros, que negociaba futuros de divisas: marcos alemanes, libras esterlinas, yenes, francos suizos, dólares canadienses y australianos, todas cotizando en términos del dólar estadounidense.

En ese mismo año, surgieron las primeras bolsas como la *Chicago Board Options Exchange*, que operaban opciones sobre acciones, iniciando con 16 opciones tipo Call, es decir, opciones de compra sobre 16 acciones que figuraban en el *New York Stock Exchange*; en 1977 se comenzaron a operar opciones tipo Put.

En 1975, el CBOT introdujo el primer futuro sobre tasa de interés, éste fue el futuro sobre *Ginnie Maes (U.S. Government Guaranteed Mortgage Pass-Through Certificates GNMAS)*, certificados hipotecarios garantizados por el Gobierno de Estados Unidos. En el mismo año, el CME introdujo los futuros sobre *T-Bill*, que son futuros sobre la tasa de interés que el Gobierno Federal Estadounidense paga sobre su deuda a corto plazo. En 1977, el CBOT introdujo contratos de futuro sobre Bonos de la Tesorería de los Estados Unidos (*T-Bonds*).¹⁴⁹

En 1982, el *Kansas City Board of Trade* introdujo el índice accionario *Value Line*, el primer contrato de futuro sobre un índice de acciones. Posteriormente, el CBOT comenzó a operar futuros sobre el índice accionario *Standard & Poor's 500*, el cual es un futuro sobre la canasta de las acciones más negociadas en el *New York Stock*

¹⁴⁹ *Ibidem.* p. 280.

Exchange. En ese mismo año, el CBOT comenzó a operar las primeras opciones sobre futuros comerciadas en bolsa.

2.1.1.1. Antecedentes de la Regulación en Estados Unidos de América

Durante los primeros años, el comercio de futuros fue autorregulado por las bolsas de futuros. Éstas, principalmente poseídas y controladas por sus miembros, establecieron reglas de comercio obligatorias, guías de comercio y conducta de negocios, especificaron sus propios contratos, desarrollaron procedimientos disciplinarios de sus miembros. Posteriormente, integraron libros de reglas señalando términos contractuales, unidades de comercio, días y meses de negociación, rango de precios diarios, precios límite, posiciones límite, procedimientos de entrega y pago, querían asegurar que los precios fueran representativos del valor comercial y que los operadores tuvieran información completa e igual acceso a los mercados.¹⁵⁰

Los antecedentes específicamente referidos a la regulación de este mercado aparecen en 1865, cuando el *Chicago Board of Trade* presentó detalladamente sus reglas para comerciar contratos altamente estandarizados, similares a los contratos de futuros sobre granos como los que conocemos hoy.¹⁵¹

¹⁵⁰ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 368

¹⁵¹ GREENSPAN, Alan. *Speech Government regulation and derivative contracts. At the Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta. Coral Gables, Florida. February 21, 1997.* <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

El primer intento del Congreso de los Estados Unidos para controlar el comercio de futuros fue la *Hatch Act* de 1893, que no fue aprobada. Las fuerzas opositoras fueron los operadores de mercancías quienes apoyaban los mercados libres y el derecho a especular, y los granjeros que se sentían víctimas, quienes pensaban que el comercio de futuros era igual que apostar.¹⁵²

El primer registro de la regulación por parte de la autoridad federal sobre instrumentos derivados fue la "*Anti-Gold Futures Act*" de 1864 (Ley anti- futuros sobre oro), la cual prohibía la operación de futuros sobre oro.¹⁵³

Fue el comercio de futuros sobre productos agrícolas el que hizo llamadas a la intervención del gobierno. A finales del siglo XIX y principios del XX, los agricultores se opusieron a la operación de los futuros, especialmente en los periodos en los que los precios de los productos eran muy bajos. Éstos presumían que los especuladores causaban temor para hacer bajar los precios. Los estados fueron los primeros en responder al llamado al gobierno para regular los futuros. La mayor parte de las regulaciones estatales se limitó a prohibir operaciones que tuvieran por objeto actuar como intermediario en futuros operados en bolsa (conocidas como "*bucket*"). El Estatuto de Illinois de 1874 mostraba preocupaciones sobre la integridad del mercado, el cual penalizaba el esparcimiento de falsos rumores para influir en la

¹⁵² LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 369.

¹⁵³ GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

formación de precios de las mercancías e intentos contra el mercado de mercancías.¹⁵⁴

Después de repetidos esfuerzos para regular y prohibir el comercio de futuros y opciones con productos agrícolas, éstos culminaron con la aprobación de *The Futures Trading Act*¹⁵⁵ de 1921.

La *Futures Trading Act* recaudaba veinte centavos por bushel¹⁵⁶ por cada transacción celebrada fuera de ciertas bolsas, ésta fue declarada inconstitucional por la *Supreme Court*¹⁵⁷ bajo el argumento de que era un impuesto disfrazado de medida regulatoria, por lo que el Congreso volvió a emitir la ley pero sin la imposición de impuestos y fue aprobada como *the Grain Futures Act*¹⁵⁸ de 1922.¹⁵⁹

La *Grain Futures Act* sólo regulaba el comercio de granos, prevenía y removía obstáculos y cargas sobre el comercio de granos interestatal, regulando operaciones de futuro en bolsa sobre granos. Esta Ley para prevenir manipulación requería a las bolsas solicitar autorización y proveer al público de información sobre comercio. El objetivo de dicha Ley era reducir o eliminar las repentinas o exageradas fluctuaciones en los precios de los granos en las bolsas.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Idem.

¹⁵⁵ Podría traducirse como: Ley de Comercio de Futuros.

¹⁵⁶ Unidad de medida de granos y fruta, equivalente al volumen de 8 galones.

¹⁵⁷ Suprema Corte

¹⁵⁸ Literalmente significa: Ley de Futuros sobre Granos.

¹⁵⁹ GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

¹⁶⁰ Idem.

Los agricultores creían que tales fluctuaciones reflejaban la susceptibilidad de los precios a la especulación, manipulación o control. Los contratos sobre granos fueron ampliamente usados por productores y distribuidores para cubrir riesgos en las fluctuaciones de los precios. Sin embargo, dado el tamaño del sector agrícola, la fluctuación en los precios de los futuros tenía un potencial efecto en la economía completa.¹⁶¹

La *Grain Futures Act* estableció algunos elementos clave del actual marco regulatorio de los derivados, fue diseñada para restringir el comercio de futuros y regular las bolsas de futuros. La Ley declaró ilegal el comercio de futuros fuera de las bolsas autorizadas por la Secretaría de Agricultura.¹⁶² Esta Secretaría estaba facultada para reconocer bolsas siempre que contaran con ciertas condiciones, entre las que se encontraban contar con un sistema de registro y reporte de operaciones con futuros, para evitar la difusión de información falsa o errónea sobre el mercado y medidas para evitar la manipulación de los precios.¹⁶³

En 1936, se expidió la *Commodity Exchange Act*¹⁶⁴ (CEA), la legislación federal con mayor repercusión en los mercados de futuros. El objetivo de ésta era desalentar las

¹⁶¹ Idem.

¹⁶² *Secretary of Agriculture*, así se refiere en el discurso de GREENSPAN y en la obra de LEUTHOLD, pero la de obra de ATKIN hace referencia a *Department of Agriculture*.

¹⁶³ GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

¹⁶⁴ Podría traducirse como Ley de Bolsas de Mercancías. No existe un término específico en nuestro idioma para referirse a *Commodity Exchange*, pero podemos decir que se refiere a la negociación (compra y venta) de materias primas, metales y en general cualquier mercadería en mercados organizados, es decir, con la intervención de una Bolsa.

formas de especulación, las amenazas de manipulación y la vulnerabilidad del público ante los corredores sin escrúpulos. Además introdujo disposiciones dirigidas a proteger a pequeños inversionistas, cuya participación había incrementado. Así mismo, requirió el registro de los *Futures Commission Merchants*¹⁶⁵ (que actuaban como intermediarios en mercados de futuros) y la separación de los fondos aportados por los clientes de los aportados por los intermediarios. Por otra parte, prohibía el comercio de opciones sobre mercancías operadas en bolsa de futuros.¹⁶⁶

La CEA otorgaba facultades a la Secretaría de Agricultura para regular las bolsas y la señalaba como autoridad en materia de bolsas de valores (*Commodity Exchange Authority*) quien supervisó el comercio de futuros durante dieciocho años. Esta Ley amplió la regulación de granos a todas las mercancías agrícolas; sin embargo, importantes mercancías internacionales y metales permanecían sin regular. La Ley concedió facultades a la *Commodity Exchange Authority* para resolver problemas de abusos en el mercado y para perseguir manipuladores de precios. También amplió los permisos para las bolsas, declaró ilegal la distorsión de información y las órdenes colectivas y estableció una autoridad para auditar los estados contables y segregar

¹⁶⁵ "Firma cuya actividad consiste en efectuar operaciones con futuros para terceros. En esencia se maneja de la misma manera que las sociedades bursátiles, pero con la diferencia que en vez de operar con acciones y bonos, lo hace con futuros." LÓPEZ DE PUGA, Ana y María Inés Oriolo. *Diccionario Bursátil. Términos y expresiones de bolsa, economía y finanzas. Inglés-Castellano*. Editorial Universidad. 1997. Buenos Aires, Argentina. p. 194. *FUTURES COMMISSION MERCHANT (FCM) Firm or person engaged in soliciting or accepting orders for the purchase or sale of futures contracts. A futures commission merchant accepts cash or securities for margin trading, subject to the rules of a futures exchange, and must be licensed by the Commodities Futures Trading Commission.* FITCH, Thomas. *Dictionary Of Banking Terms*, Barron's. De acuerdo a lo antes señalado, podríamos equiparar a estos intermediarios con los Operadores en nuestros mercados organizados de productos derivados.

¹⁶⁶ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 369.

los depósitos de los clientes. La *Commodity Exchange Authority* no tenía facultades sobre el desarrollo o introducción de nuevos contratos.¹⁶⁷

La CEA estableció los casos de especulación y límite al comercio, éstos estaban diseñados para prevenir la manipulación y distorsión de los precios, y sólo se aplicaban a los especuladores, no así a los administradores de riesgos.¹⁶⁸

Esta Ley exigía a los operadores, cuyas posiciones excedían el límite establecido, la presentación de reportes de operaciones diarias en dinero y en futuros ante la *Commodity Futures Authority*.¹⁶⁹

La *Commodity Futures Authority* tenía poderes limitados para perseguir violaciones, y fue un complemento a la autorregulación de las bolsas, protegía al público de fraudes, engaños, malversación de fondos. Así mismo, estableció extensos sistemas de control para prevenir manipulaciones, acaparamiento, presiones y distorsiones de precios para garantizar la existencia de competencia.¹⁷⁰

La CEA fue enmendada en 1968 para regular nuevos contratos sobre ganado, concentrado de jugo de naranja congelado, estableció estándares financieros mínimos para los *Futures Commission Merchants*, incrementó las sanciones, y

¹⁶⁷ Idem.

¹⁶⁸ Ibidem. p. 370.

¹⁶⁹ Idem.

¹⁷⁰ Idem.

estableció más responsabilidades a las bolsas para crear y reforzar sus reglas. Esta y otras enmiendas comenzaron a reconocer la legitimidad de las coberturas.¹⁷¹

A finales de la década de 1960 y principios de la de 1970, el volumen de comercio creció rápidamente, se crearon nuevos contratos y eventos en el mundo provocaron mucha volatilidad en los precios de las mercancías. Algunos intentos de opciones sobre mercancías no reguladas fueron calificados de fraudulentos. Las bolsas estaban reduciendo sus reglas y la *Commodity Futures Authority* devino pequeña para controlar la creciente industria.¹⁷²

Este marco regulatorio se mantuvo hasta 1974, cuando el Congreso promulgó la *Commodity Futures Trading Act*,¹⁷³ la cual estableció la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) como un organismo independiente y con jurisdicción exclusiva sobre los futuros y opciones sobre mercancías, cuyas funciones iniciaron en 1975.¹⁷⁴

La ley no hizo cambios fundamentales en los objetivos de la regulación de los derivados, sin embargo amplió la definición de “*commodity*” (mercancía), y consecuentemente el ámbito de aplicación de la CEA, permitiendo así el comercio de contratos de futuro en bolsa sobre casi cualquier activo subyacente, incluyendo instrumentos financieros, sólo los futuros sobre ajo, permanecen prohibidos desde

¹⁷¹ Idem.

¹⁷² Idem.

¹⁷³ Se podría traducir como: Ley de Comercio de Futuros sobre Mercancías.

¹⁷⁴ LEUTHOLD, Raymond M. Op. cit. p. 370.

1958.¹⁷⁵

Resulta amplia la interpretación de lo que constituye un contrato de futuro, este cambio trajo un extenso rango de transacciones operadas fuera de bolsa, dentro del ámbito de aplicación de la CEA; por otra parte, también puede ser interpretada para extender la prohibición de comerciar futuros fuera de bolsa.¹⁷⁶

En 1974, el Departamento del Tesoro propuso un régimen en el que excluyó las operaciones derivadas con divisas extranjeras, valores gubernamentales y otros instrumentos financieros de la aplicación de la CEA. Esta propuesta es conocida como "*The Treasury Amendment*", cuyo propósito era proteger los mercados de divisas extranjeras, lo que fue considerado innecesario y una regulación perjudicial.¹⁷⁷

Lo que el Departamento del Tesoro no previó, ni protegió fue el desarrollo de los contratos derivados negociados en privado – *swaps*, *forwards* y opciones sobre tasas de interés, precios de mercancías y valores-. El rápido crecimiento de estos instrumentos refleja el valor añadido de los contratos individualizados, que los contratos estandarizados y comercializados en bolsa no provén.¹⁷⁸

¹⁷⁵ GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

¹⁷⁶ Idem.

¹⁷⁷ Los mercados de divisas extranjeras tienen características diferentes a los futuros sobre productos agrícolas –los mercados de divisas son más profundos y difíciles de manipular-. Cfr. GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

¹⁷⁸ Idem.

Hacia la mitad de la década de 1980, habían surgido preocupaciones acerca de la ejecución de los futuros comerciados fuera de bolsa, en caso de ser calificados ilegales. La CFTC reconoció que el desarrollo de los *swaps* y contratos similares proveían beneficios públicos, por lo que emitió varias reglas e interpretaciones para disminuir las preocupaciones acerca su obligatoriedad. No obstante, la incertidumbre sobre la legalidad del alcance de la CEA persistía. Algunos cuestionaban las interpretaciones hechas por la CFTC acerca de las disposiciones de la CEA y su autoridad para exceptuar transacciones de futuros de los requerimientos para operar en bolsa.¹⁷⁹

La *Futures Trading Act* de 1982 modificó la ley de 1974 e incorporó un acuerdo entre la CFTC y la *Securities and Exchange Commission*¹⁸⁰ (SEC), el cual definió sus respectivas competencias, estableció la base legal de la autorregulación para la industria, requiriendo a la *National Futures Association* implementar un plan para sus actividades regulatorias, lo que específicamente incluía el registro de operadores e intermediarios.¹⁸¹

También autorizó 3 millones de dólares para un estudio que tenía por objeto calcular el impacto del comercio de futuros y opciones en la economía, el impacto del comercio en inversiones de capital, determinar si era necesaria una ley que cuidara el interés nacional, si los futuros financieros tenían algún propósito económico, si

¹⁷⁹ *Idem.*

¹⁸⁰ Comisión de Valores y Bolsas.

¹⁸¹ LEUTHOLD, Raymond M. *Op. Cit.* p.372.

estaban compitiendo con los mercados existentes de seguros y la creación de conflictos entre las entidades reguladoras federales. Por lo cual, el Congreso ordenó a la *Federal Reserve Board*,¹⁸² a la SEC y a la CFTC dirigir un estudio conjunto sobre estos temas.

Los resultados de estos estudios indicaron que las prácticas financieras y comerciales, los convenios institucionales, reglas privadas y la regulación federal son muy complejos y altamente integrados.¹⁸³

La ley de 1982 permitió a la CFTC iniciar un programa piloto de tres años para comerciar opciones sobre mercancías agrícolas nacionales prohibidas desde 1936, autorizó a los inversionistas que sufrían daños con futuros sobre mercancías u operaciones relacionadas, a demandar a operadores y bolsas por los daños resultantes de una violación a la CEA.¹⁸⁴

El Congreso buscó proveer certeza legal a los contratos *swaps* sobre tasas de interés y otros contratos cuestionados, a través de una disposición de la *Futures Trading Practices Act*¹⁸⁵ de 1992, en la que concedía a la CFTC autoridad expresa para exceptuar transacciones comerciadas fuera de bolsa entre "personas apropiadas"¹⁸⁶ de las disposiciones de la CEA y los requerimientos de comercio en

¹⁸² Consejo de la Reserva Federal.

¹⁸³ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 373.

¹⁸⁴ Idem.

¹⁸⁵ Literalmente se traduce como: Ley de Practicas de Comercio de Futuros.

¹⁸⁶ *Appropriate persons*.

bolsa. Las personas apropiadas son reguladas por los intermediarios financieros.¹⁸⁷

Posteriormente, la CFTC para promover la competencia equitativa entre los mercados organizados y los no organizados, inició un programa piloto bajo el cual las bolsas de futuros podían ser autorizadas para desarrollar nuevos mercados organizados que podrían estar exceptuados de algunas de las disposiciones de la CEA; sin embargo ninguna, bolsa tomó ventaja con esta oportunidad.¹⁸⁸

A pesar de los esfuerzos de la CFTC sobre el ámbito de aplicación de la CEA y el debate acerca de la pertinencia del marco regulatorio de ésta, la incertidumbre continuó. Las bolsas de derivados han argumentado que la innecesaria y gravosa regulación está haciendo imposible la competencia con los mercados no organizados en los Estados Unidos de América.¹⁸⁹

Actualmente, se discute la intervención del gobierno para garantizar la integridad de los mercados, desalentar la manipulación y proteger a los participantes de las pérdidas resultantes del fraude o insolvencia de su contraparte.¹⁹⁰

En los mercados OTC, parece que la regulación privada ha alcanzado eficientemente los objetivos de las políticas públicas; no existe evidencia de que los precios de los contratos OTC hayan sido manipulados. La amenaza de daño legal

¹⁸⁷ GREENSPAN. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970221.htm>

¹⁸⁸ Idem.

¹⁸⁹ Idem.

¹⁹⁰ Idem.

provoca que los intermediarios eviten conductas inaceptables y principalmente la pérdida de su buena reputación.¹⁹¹

La enmienda denominada "*Commodity Futures Act Modernization*" aprobada por el Congreso en el año 2000, integra un acuerdo entre la CFTC y la SEC para revocar la prohibición durante 18 años de comerciar futuros sobre acciones simples y provee de certeza legal a los mercados OTC. Esta Ley reautoriza a la CFTC por cinco años, clarifica la exclusión de la enmienda de la Tesorería y autoriza el comercio de divisas al por menor.¹⁹²

2.1.2. Regulación de los Mercados Organizados de Productos Derivados

Los mercados de futuros en Estados Unidos de América están regulados por disposiciones emitidas por entidades correspondientes a tres niveles:¹⁹³

1. Bolsas y cámaras de compensación;
2. *National Futures Association*¹⁹⁴ (NFA), una asociación gremial autorreguladora; y
3. *Commodity Futures Trading Commission*¹⁹⁵ (CFTC), un organismo de gobierno.

¹⁹¹ Idem.

¹⁹² <http://www.cftc.gov/opa/press00/opa4479-00.htm>

¹⁹³ Cfr. SIEGEL, Daniel R. y Diane F. Siegel. *Futures Markets*. The Dryden Press. USA. 1990. p. 26.

¹⁹⁴ Asociación Nacional de Futuros.

¹⁹⁵ Comisión de Comercio de Futuros sobre Mercancías.

La regulación emitida por las cámaras de compensación, bolsas de derivados y la NFA tiene dos funciones principales: asegurar que el comercio de futuros sea conducido de forma justa y convencer a potenciales usuarios de esto y, adelantarse a la regulación gubernamental. Por su parte, el objetivo de ésta es asegurar que el comercio de futuros sirva con propósitos económicos y proteger a los usuarios de contratos de futuros.¹⁹⁶

2.1.2.1. Regulación emitida por las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación.

Las restricciones impuestas por las bolsas de derivados y las cámaras de compensación componen el primer nivel de regulación en materia de futuros; las cámaras de compensación fijan márgenes y las bolsas de derivados determinan las especificaciones de los contratos, los horarios en los que se operan y quienes pueden participar, fijan posiciones límite, esto es, especifican cuántos contratos pueden ser operados por un solo participante. Asimismo, fijan un límite al movimiento de los precios, o sea, restringen que tanto pueden moverse los precios de ciertos contratos en un día, y prevén una cláusula con los términos del arbitraje en caso de diferencias; los términos del contrato constituyen la regulación más importante en el comercio de futuros.¹⁹⁷

¹⁹⁶ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 26.

¹⁹⁷ Idem.

2.1.2.2. Regulación emitida por las Asociaciones Autorreguladoras

La NFA inició sus operaciones como cuerpo autorregulador de la industria de los futuros en 1982; es una organización reguladora, operada por los mismos participantes, costada mediante comisiones de operaciones de comercio. Su objetivo es vigilar las actividades de los intermediarios y firmas de corretaje que no son miembros de ninguna bolsa. Su función es establecer e imponer estándares de conducta en los mercados de futuros en Estados Unidos de América.¹⁹⁸

La NFA comenzó como una corporación no lucrativa en 1976, posteriormente, se convirtió en un organismo autorregulador de la industria de los futuros bajo la sección 17 de la *Commodity Exchange Act*, la cual fue incluida por el título III de la *Commodity Futures Trade Act* de 1974, ordenando a la CFTC llevar un registro y supervisar a las asociaciones de profesionales de futuros. El reconocimiento de la NFA como una asociación de futuros registrada fue concedido por la CFTC el 22 de septiembre de 1981 y sus operaciones reguladoras comenzaron el 1° de octubre de 1982.¹⁹⁹

Es obligatorio para todos los profesionales de futuros pertenecer a la NFA, excepto para los *floor traders*²⁰⁰ y los *floor brokers* (miembros de una bolsa).

¹⁹⁸ Ibidem. p. 27.

¹⁹⁹ <http://www.nfa.futures.org>

²⁰⁰ Operadores de piso. MANSELL CARSTENS Catherine. Op. Cit. pp.291-296.

Ningún miembro de la NFA puede aceptar una orden de otra parte que no sea su cliente, el cual no puede ser otro miembro de la NFA. Asimismo, el piso de operadores puede ser multado con grandes sumas si es encontrado procesando órdenes de manera incorrecta.

La NFA tiene cuatro funciones principales:²⁰¹

1. Investiga los antecedentes, examina, impone requerimientos financieros mínimos y registra a expertos en futuros que pretendan ofrecer sus servicios al público, cuando solicitan su registro ante la CFTC y para obtener la membresía en la NFA.

La NFA tiene autoridad para negar, revocar, suspender, restringir o condicionar el registro de cualquier firma o individuo.²⁰²

2. Impone obediencia a la regulación emitida por la CFTC y las reglas de la NFA, audita y monitorea la situación financiera de sus miembros y lleva un registro de sus prácticas para asegurar la conformidad con los estándares señalados por ella, e investiga que los anuncios y prácticas de ventas sean equitativas y honestas.

²⁰¹ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 28.

²⁰² <http://www.nfa.futures.org>

La NFA tiene autoridad para imponer medidas disciplinarias a cualquier firma o individuo que no se conduzca conforme a sus reglas. Las medidas disciplinarias van desde cartas de advertencia para la menor de las infracciones, hasta denuncias formales para los casos en que las infracciones conlleven un proceso judicial.²⁰³

3. La NFA arbitra diferencias que se susciten entre los clientes y los miembros de la NFA o entre sus propios miembros, mediante un sistema de arbitraje para llegar a acuerdos oportunos y eficientes en las quejas relativas a mercancías.²⁰⁴

La NFA comenzó su programa de arbitraje en 1983, proporcionando un método conveniente, justo y costo-beneficio a los inversionistas para resolver las controversias relativas a futuros. Además, desde su sitio web los participantes pueden presentar su solicitud de arbitraje, y si ésta presenta todos los requisitos, la NFA la comunica a la contraparte.²⁰⁵

La NFA también ofrece un programa de mediación, el cual es un procedimiento más rápido y más barato que el arbitraje y una alternativa para la resolución de disputas.

²⁰³ <http://www.nfa.futures.org>

²⁰⁴ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 28.

²⁰⁵ <http://www.nfa.futures.org>

4. Provee de servicios educativos a miembros, agentes de legalidad (participan en investigaciones de fraude con futuros fuera de bolsa) y público investigador; establece estándares de capacitación y exámenes de habilidad. Estas actividades ayudan a la NFA a satisfacer sus responsabilidades de fijar estándares éticos y proteger a los clientes.

Desde su comienzo, la NFA provee a los inversionistas de herramientas necesarias para tomar decisiones financieras informadas. En 1998, introdujo un centro de información de antecedentes del estado de afiliación (*Background Affiliation Status Information Center, BASIC*) que contiene el registro vigente e histórico de los sujetos registrados por la CFTC y de las medidas disciplinarias tomadas por la NFA, la CFTC y todas las bolsas de futuros en los Estados Unidos.²⁰⁶

Actualmente, la regulación del comercio de futuros es responsabilidad de las bolsas de derivados y su asociación, que juegan un importante papel para mantener los estándares.

La regulación emitida por estos organismos no puede ser subestimada. Sin embargo, no puede esperarse que estas organizaciones tengan autoridad para representar el interés público. Todavía no hay una línea que separe claramente las actividades que pueden regularse mediante autorregulación y las que deben estar contenidas en disposiciones gubernamentales.²⁰⁷

²⁰⁶ <http://www.nfa.futures.org>

²⁰⁷ Cfr. ATKIN, Michael. Op. Cit. p.67.

2.1.2.3. Regulación Gubernamental

La base legislativa de la regulación federal en Estados Unidos de América es la *Commodity Futures Trading Act* de 1974, una extensión de la CEA de 1936.²⁰⁸

La *Commodity Futures Trading Act* corrigió las disposiciones de la CEA e introdujo una fuerte presencia de la regulación federal, mediante el establecimiento de la CFTC, un organismo administrativo compuesto por cinco personas designadas por el presidente, con amplias facultades para regular el comercio de futuros, actividades en bolsa y supervisar el cumplimiento de la regulación federal, comenzando a operar en 1975.²⁰⁹

La CFTC regula mediante la investigación de nuevos contratos y aprobando todos los aspectos para el comercio del contrato, incluyendo los márgenes y precios límite.²¹⁰ Las bolsas tienen que justificar la necesidad económica de un contrato para obtener la aprobación de la CFTC antes de ofrecerlo para su comercio. El propósito o necesidad económica se refiere a que debe servir a necesidades de administradores de riesgos, así como a especuladores.²¹¹ La Comisión, por estatuto,

²⁰⁸ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 28.

²⁰⁹ Cfr. LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 371.

²¹⁰ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 28.

²¹¹ HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. 4a edición, Pearson Pientice Hall. Madrid, 2002. p. 35.

es requerida para considerar al menos dos factores para aprobar un nuevo contrato: que sirva para un propósito social y si el contrato puede ser manipulado.

La CFTC también regula el comercio de los contratos existentes, para proteger a los inversionistas de tratos injustos por expertos sin escrúpulos, requiere a las bolsas de derivados sus estados financieros detallados en los cuales proporcionen los datos de los principales riesgos, usos de cada contrato y que esta información sea proporcionada a sus clientes. La CFTC también requiere a las bolsas para que le proporcionen datos sobre los precios y volumen de contratos comerciados en cierto tiempo, por su parte los operadores deben notificar cada operación al área administrativa.²¹²

La CFTC regula la interconexión entre el comercio de futuros y el público general, esto es, es responsable de asegurar que los precios sean comunicados al público y los operadores reporten sus posiciones si rebasan ciertos límites.²¹³

Por otro lado, otorga autorización a los individuos que ofrecen sus servicios al público en el comercio de futuros, cuyos antecedentes son investigados; adicionalmente, requieren de un capital mínimo.²¹⁴ De igual forma, impone requerimientos estrictos relativos a la preparación de los corredores, estándares mínimos para la competencia financiera de las firmas encargadas del corretaje y

²¹² LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 377.

²¹³ ATKIN, Michael. Op. Cit. p. 69.

²¹⁴ HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Op. Cit. p. 35.

requerimientos para que los fondos aportados por los clientes sean guardados de forma separada a los aportados por ellas mismas; esto es importante ya que protege los beneficios obtenidos por el cliente en caso de que la compañía de corretaje caiga en insolvencia.

Otras de las funciones de la CFTC son: asegurar que se ejecuten las órdenes de los clientes y prevenir la manipulación ilegal, distorsión de los precios, fraudes, simulación de operaciones, engaños y malversación de fondos de los clientes.²¹⁵ También otorga licencias para operar bolsas de futuros, lleva un registro de los corredores y operadores de bolsa que contratan con consumidores. Este registro es adicional al registro de *Futures Commission Merchants*.²¹⁶

Las bolsas trabajan independiente y conjuntamente con las autoridades del gobierno federal para prevenir la manipulación ilegal, distorsión de los precios, fraudes, simulación de operaciones, etc. Las bolsas son responsables de vigilar que los participantes cumplan con las buenas prácticas de mercado, y de establecer reglas para asegurar un comercio ordenado. Las bolsas y la CFTC tienen autoridad para suspender el comercio, y hacer llamadas para liquidación en caso de emergencias o desórdenes potenciales.²¹⁷

²¹⁵ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 34

²¹⁶ HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Op. Cit. p. 35.

²¹⁷ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 35

La CFTC, en casos de emergencia, puede decidir y solicitar órdenes judiciales, imponer ceses o desistimiento de órdenes, imponer multas económicas superiores a 500,000 dólares por violentar las disposiciones de la CEA y demás ordenamientos emitidos por la CFTC.²¹⁸

El objetivo de la protección al público se alcanza mediante autorizaciones a bolsas, registro de operadores, asesores y comerciantes, auditorías a los libros de contabilidad, castigando la malversación de fondos de los clientes, asegurando un comercio correcto, prohibiendo el comercio fraudulento y engaños, publicando información, y evitando la difusión de información falsa. Para evitar la manipulación de los precios, distorsiones, acaparamiento y presiones a través del control del mercado, establece límites a la especulación, requiriendo extensos reportes, estableciendo límites a los movimientos de los precios, y tomando acciones ante la Corte cuando es necesario.²¹⁹

La CFTC tiene una amplia jurisdicción sobre mercancías; técnicamente tiene jurisdicción sobre otros mercados como el mercado de dinero, pero no más allá para regular transacciones en mercados de futuros; puede ser llevada a la Corte si intenta emitir regulación distinta de los futuros, aunque obtiene información de los reportes de los operadores de futuros sobre sus posiciones en el mercado de dinero. Sin

²¹⁶ Ibidem. p.371.

²¹⁹ Idem.

embargo, la regulación de los contratos adelantados sobre dinero o divisas extranjeras quedan fuera de su facultad reguladora.²²⁰

Cabe destacar que, la introducción de futuros sobre instrumentos financieros, índices accionarios, y opciones sobre estos contratos trajo una disputa sobre la jurisdicción entre la CFTC y la SEC. La SEC argumentaba tener competencia exclusiva sobre valores y algunos de los nuevos contratos relacionados más con los valores que con las mercancías. Las dos autoridades estaban de acuerdo en que la CFTC regulara todos los contratos de futuros y opciones sobre contratos de futuros comerciados en bolsa, mientras la SEC regula los otros valores, opciones sobre acciones, índices accionarios, divisas y valores emitidos por el gobierno, índices de comercio de divisas extranjeras y bolsas de valores nacionales. Este último grupo comprende opciones sobre el índice accionarios e instrumentos financieros. Por lo tanto, la regulación de una opción sobre un instrumento financiero tenía una autoridad diferente que una opción sobre un contrato de futuro sobre el mismo instrumento financiero.²²¹

En ocasiones la SEC, la *Federal Reserve Board* y el U.S. *Treasury Department* han reclamado su jurisdicción sobre aspectos del comercio de futuros; estos organismos están interesados en los efectos de la negociación de futuros sobre los mercados de contado para acciones, bonos y letras del Tesoro. La SEC actualmente tiene derecho de veto sobre la aprobación de nuevos contratos de futuro sobre índices de

²²⁰ *Ibidem.* p. 377.

²²¹ *Idem.*

bonos y acciones; sin embargo, la responsabilidad de los futuros y opciones sobre futuros básicamente descansa en la CFTC.²²²

2.1.3. Supervisión

La supervisión a nivel gubernamental de los mercados de derivados organizados se lleva a cabo por la CFTC y la SEC, en sus respectivas jurisdicciones. Asimismo, la NFA, las bolsas y las cámaras de compensación, dentro del ámbito de su competencia, también realizan algunas actividades de supervisión del cumplimiento de las disposiciones gubernamentales y de sus propias disposiciones.

Por lo que se refiere a la CFTC, ésta monitorea el comercio de futuros, lo cual comprende: las posiciones abiertas por los especuladores y administradores de riesgos una vez que éstos exceden cierto límite; pudiendo requerir a las bolsas cambiar las especificaciones de los contratos, los márgenes o precios límite; puede intervenir el mercado, cerrar el comercio o imponer restricciones individuales a comerciantes; así como, perseguir todos los casos de manipulación.²²³

De igual forma, audita registros y estados financieros, vigila la operación de los mercados, regula las posiciones de los operadores, publica reportes de mercado, investiga las quejas y persigue violaciones.²²⁴

²²² Cfr. HULL, John C. Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. Op. Cit. p.35.

²²³ Cfr. SIEGEL, Daniel R. Op. Cit. p. 30.

²²⁴ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p 34.

Así mismo, supervisa las bolsas mediante la aprobación de sus reglamentos y modificaciones de éstos, las modificaciones a los términos y condiciones de los contratos y los términos de los nuevos contratos.²²⁵

Los operadores deben presentar reportes diarios a la CFTC si rebasan determinado número de contratos en mercados de los Estados Unidos de América. Los operadores de archivo deben reportar sus posiciones en futuros y en dinero para ser clasificados como reporte de especulador, de administrador de riesgo o reporte *spread*.²²⁶ Los demás operadores son clasificados como operadores no reportados, sus motivos (especulación, cobertura) en el mercado son desconocidos.²²⁷

Por otro lado, la CFTC determina la acción apropiada en caso de quejas presentadas por el público usuario y asegura que se tome una acción disciplinaria en contra de un miembro que ha violado las reglas de una bolsa.

Por su parte, la NFA se encarga de auditar y monitorear las prácticas de venta y estados financieros de los especialistas en mercancías, de los comerciantes de futuros, operadores de mercancías, asesores en el comercio de mercancías, y de sus agentes.²²⁸

²²⁵ *Idem*.

²²⁶ El *spread* es la diferencia en los precios de diferentes contratos. Cfr. MANSELL CARSTENS. Op. Cit. p. 293.

²²⁷ LEUTHOLD, Raymond M. Op. Cit. p. 36

²²⁸ *Ibidem*. p. 372

2.2. Inglaterra

2.2.1. Antecedentes

Tradicionalmente las bolsas de futuros estaban autorreguladas y eran fieles a los intereses de sus miembros como a los intereses de sus clientes. No obstante lo anterior, las bolsas de Londres habían sido incapaces de atraer el volumen de comercio que era observado en las bolsas de Estados Unidos y Japón. A pesar que, el Banco de Inglaterra tenía gran autoridad sobre las bolsas y las firmas miembros de éstas, la única ley relevante para los mercados de futuros era la *Prevention of Fraud (Investment) Act*²²⁹ de 1958, bajo la cual constituía un delito engañar a alguien en una transacción en el mercado de futuros. No había una legislación diseñada para el mercado de futuros que asegurara que sus actividades alentaran la eficiencia de la economía completa.²³⁰

En respuesta a la amplia insatisfacción relativa al estado de la legislación para la protección de inversiones y como parte de un intento general para mejorar la eficiencia de los mercados financieros de Londres, el gobierno comisionó al *Gower Report on Investor Protection* quien formuló las bases de la *Financial Services Act*²³¹ de 1986. Esta Ley estableció la *Securities and Investment Board*²³² (SIB) como el principal regulador para todos los mercados financieros. El principal papel de la SIB

²²⁹ Se podría traducir como: Ley para la Prevención de Fraudes (en inversiones).

²³⁰ ATKIN, Michael. Op. Cit. p. 70.

²³¹ Se podría traducir como: Ley de Servicios Financieros.

²³² Consejo de Valores e Inversiones.

era establecer organizaciones autorreguladas (*self-regulation organizations*, SRO's) para cada una de las secciones de la industria de servicios financieros y aprobar las reglas a las cuales se tenían que adherir los miembros de las SRO's. Una de las SRO's era la *Association of Futures Brokers and Dealers*²³³ (AFBD).

Después de la implementación de la *Financial Services Act* en abril de 1988, se volvió ilegal que cualquier compañía operara futuros como corredor sin ser miembro de la AFBD. Así, el reglamento de la AFBD se convirtió en un elemento clave de la regulación de los mercados de futuros en el Reino Unido.²³⁴

Este reglamento establecía estándares financieros para las firmas miembros, incluyendo requerimientos mínimos de solvencia, la segregación de los fondos aportados por los clientes y la conservación de los registros completos de todas las operaciones durante tres años. El Reglamento era complementado por un código de conducta, el cual obligaba a los corredores a actuar en el mejor beneficio de sus clientes, por lo tanto, prohibía la práctica de operar una cuenta frecuentemente para generar comisiones (*churning*) y requería que los corredores informaran a sus clientes sobre los riesgos de operar derivados.²³⁵

Sólo dos críticas fueron postuladas al sistema de la AFBD y las SRO's en general. En primer lugar, la inclusión de una cláusula en el Reglamento que permitía negar la

²³³ Asociación de corredores y comerciantes de futuros.

²³⁴ ATKIN, Michael. Op. Cit. p. 70.

²³⁵ *Ibidem*. p. 71.

membresía a cualquier persona que no se considerara propia y adecuada,²³⁶ pero no se señalaron criterios objetivos para determinar cuando una persona era propia y adecuada. El efecto de esta cláusula fue hacer que la AFBD pareciera un club de caballeros más que una agencia para el establecimiento de sanas prácticas de comercio.²³⁷

La segunda crítica en contra de las SRO's en general fue que generaba un oligopolio, imponiendo artificialmente altos costos para entrar a la industria. Si los costos de la reunión de estándares en la regulación eran muy altos, los nuevos integrantes se desalentarían y los ya existentes obtendrían beneficios excesivos.²³⁸

En mayo de 1997, la *Chancellor of the Exchequer*²³⁹ anunció la reforma de la regulación de los servicios financieros en el Reino Unido y la creación de un nuevo regulador para concentrar la supervisión bancaria y la regulación de los servicios de inversión en la SIB. La SIB formalmente cambió su nombre a *Financial Services Authority* (FSA), en octubre de 1997.²⁴⁰

En junio de 1998, las responsabilidades del Banco de Inglaterra para la supervisión bancaria fueron transferidas a la FSA. La *Financial Services and Markets Act* (FSMA)²⁴¹, recibió la aprobación real en junio del 2000 y entró en vigor el 1 de

²³⁶ *Fit and Proper Clause*.

²³⁷ ATKIN, Michael. Op. Cit. p. 71.

²³⁸ Idem.

²³⁹ El ministerio de finanzas en el Reino Unido.

²⁴⁰ <http://www.fsa.gov.uk/history/>

²⁴¹ Ley de Servicios y Mercados Financieros.

diciembre de 2001, y transfirió a la FSA la responsabilidad de supervisión de otras organizaciones, como:

- *Building Societies*²⁴² *Commission*
- *Friendly Societies Commission*
- *Investment Management Regulatory Organisation*
- *Personal Investment Authority*
- *Register of Friendly Societies*
- *Securities and Futures Authority*

Esta ley otorgó nuevas responsabilidades a la FSA, en particular, regula ciertos aspectos relativos al establecimiento y monitoreo del cumplimiento de un código de conducta de mercado.

2.2.2. Regulación

En el Reino Unido la responsabilidad de la legislación de la política y servicios financieros recae sobre *Her Majesty's Treasury*²⁴³ (*HM Treasury*), mientras que la responsabilidad de supervisar el comportamiento de las actividades reguladas descansa sobre la *Financial Services Authority* (FSA). La FSA realiza sus funciones

²⁴² Las *Building Societies* son sociedades de crédito inmobiliario, sociedades hipotecarias, y/o sociedades de crédito hipotecario. GIL ESTEBAN, Rafael. Diccionario Bancario Español – Inglés. Editorial Paraninfo, Madrid, España. 1993. p. 45.

²⁴³ Departamento del gobierno que controla los recursos públicos.

de regulación dentro del marco establecido por la *Financial Services and Markets Act* (2000) y regulación relativa.²⁴⁴

La FSMA especifica las actividades que constituyen actividades reguladas, entre las que se incluyen transacciones con futuros y opciones. El ejercicio de actividades reguladas en el Reino Unido está prohibido, salvo que se encuentre dentro de las personas autorizadas o tenga el beneficio de excepción.²⁴⁵

La FSA se asegura de que las firmas cumplan con los criterios requeridos en la ley para proporcionar servicios financieros, tales como su estatus legal, domicilio y suficiencia e idoneidad de sus recursos; lo anterior, con la finalidad de otorgar un permiso para desempeñar las actividades reguladas por la FSMA. Así mismo, debe asegurarse que los solicitantes para desempeñar funciones controladas sean adecuados y apropiados, que de acuerdo con la FSA se refiere a criterios de honestidad, aptitud y solidez financiera.²⁴⁶

La FSA realiza estas funciones a través de las siguientes actividades:²⁴⁷

- Concediendo permisos para desempeñar actividades reguladas;
- Aprobando a individuos la ocupación de funciones controladas en las firmas adecuadas y apropiadas para desempeñar estas funciones;

²⁴⁴ <http://www.liffe.com>

²⁴⁵ <http://www.liffe.com>

²⁴⁶ <http://www.fsa.gov.uk/authorisation/>

²⁴⁷ <http://www.fsa.gov.uk/authorisation/>

- Resolviendo consultas relativas al requerimiento o no de autorización de las firmas o si los individuos requieren de aprobación, asegurándose que sólo firmas autorizadas desempeñen actividades financieras reguladas; y
- Recabando y manteniendo información útil de las firmas e individuos autorizados.

El manual de la FSA incluye varios requerimientos sobre estándares de conducta de mercado, los cuales deben seguir todos los usuarios de los mercados. Estos estándares sustentan los objetivos de la FSA, los cuales son mantener la confianza en los mercados, reducir los delitos financieros y proteger a los inversionistas.²⁴⁸

Estos estándares conforman el *Market Conduct Sourcebook*,²⁴⁹ el cual se divide en cuatro capítulos:

1. Código de Conducta de Mercado;
2. Reglas de estabilización de precios;
3. Código de Conducta entre Profesionales y;
4. Código de Intervención Administrativa²⁵⁰

El Código de Conducta de Mercado establece estándares requeridos para todos los participantes en los mercados.

²⁴⁸ <http://www.fsa.gov.uk/marketconduct/>

²⁴⁹ Libro-fuente de conducta de mercado.

²⁵⁰ *Endorsement of the Takeover Code*. *Take over* es el cambio en los medios de control de una compañía. Entonces, el referido código vendría siendo un ordenamiento que regula la transmisión del control administrativo de las entidades financieras. Cfr. ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. Op. Cit. p. 75.

El Código de Conducta entre Profesionales establece estándares para firmas autorizadas, su objetivo es promover la confianza en el mercado y sólo aplica a la conducta de profesionales de mercado.

Las *Recognised Investment Exchanges* (RIE's),²⁵¹ son mercados organizados en los cuales los miembros de las firmas pueden negociar inversiones como derivados o valores, cuyas obligaciones reglamentarias les requieren operar sus mercados de tal manera que cuenten con los recursos para proteger a los inversionistas y para asegurar que la negociación sea conducida de una manera ordenada y equitativa. Además, las bolsas están obligadas a mantener convenios para el registro de transacciones y asegurar que sean realizados en tiempo real de ejecución (aunque, esta función pueda ser delegada a la cámara de compensación).²⁵²

Para ser reconocida como RIE's y mantener esa calidad una vez que se ha obtenido, las bolsas tienen que satisfacer los requerimientos establecidos por la FSMA y la regulación relativa. Además, el *HM Treasury* debe estar satisfecho con los resultados de competencia que dicho reconocimiento o continuación de reconocimiento pudiera traer.

Las bolsas están obligadas a monitorear el cumplimiento de sus reglas y hacerlas cumplir, cooperar con otros cuerpos reguladores, compartiendo información,

²⁵¹ Bolsas de Inversión Reconocidas.

²⁵² <http://www.liffe.com>

promoviendo y manteniendo altos niveles de integración, contar con reglas para el caso de incumplimiento de algún miembro.

Además de tener la calidad de RIE's, las bolsas pueden tener la calidad de Mercado Regulado para efectos de la Directiva de Servicios de Inversión de la Unión Europea. Un Mercado Regulado es aquel que cumple con los requisitos (principalmente para efectos de reporte y publicación de información) señalados por la autoridad reguladora del estado doméstico,²⁵³ en el caso del Reino Unido, la autoridad doméstica es la FSA. La calidad de mercado regulado es aplicable sólo respecto de los instrumentos cubiertos por la Directiva de Servicios de Inversión, entre los que se encuentran los instrumentos financieros y valores.²⁵⁴

2.2.3. Supervisión

La FSA supervisa la solidez de los bancos y *building societies*. En la parte concerniente a mercados y bolsas de valores, como parte de su tarea de mantener la confidencialidad del mercado, la FSA es responsable de la integridad de los mercados de inversión en el Reino Unido.²⁵⁵

Para lograr esto, la FSA realiza entre otras las siguientes actividades:

²⁵³ Home State regulatory authority.

²⁵⁴ <http://www.iiffe.com>

²⁵⁵ <http://www.fsa.gov.uk/supervision/>

- Supervisa bolsas de valores, cámaras de compensación y otros proveedores de infraestructura de mercado; y
- Dirige la vigilancia del mercado y monitoreo de operaciones.

La FSA reconoce y supervisa ocho RIE's, entre las que destacan el *London Stock Exchange* y el *London Metal Exchange*.

La FSA también es responsable de reconocer y supervisar a cámaras de compensación reconocidas,²⁵⁶ las cuales son cuerpos que organizan el pago de transacciones celebradas en las RIE's. Como regulador, la FSA debe enfocarse en el impacto de los cambios ocasionados por el continuo crecimiento del comercio electrónico por bolsas de valores, cómo estos mercados afectan la liquidez, confiabilidad y acceso al mismo. La FSA trabaja conjuntamente con las bolsas para asegurar que los nuevos sistemas cumplan con los requerimientos regulatorios.²⁵⁷

La División de Bolsas y Mercados de la FSA conduce el monitoreo de transacciones y vigilancia del mercado. La Unidad de Monitoreo de Transacciones de la FSA analiza las operaciones cobradas por las firmas autorizadas y reconoce bolsas de inversión, así como sistemas de pagos para destacar actividades de comercio inusuales, buscando proteger a los inversionistas y mantener la confianza en el mercado.

²⁵⁵ *Recognised Clearing Houses.*

Lo que la FSA pretende es que el mercado no se vea debilitado por la creencia de que los mercados del Reino Unido son susceptibles de abuso, y monitorea la conformidad con el Código de Conducta de Mercado. La FSA tiene la facultad para imponer penas a cualquier persona que haya sido encontrada culpable de abuso de mercado, esto es, de usar mal la información, crear información falsa o distorsionarla, o bien, distorsionar el mercado.

En virtud de lo anteriormente expuesto, podemos concluir que la regulación específica sobre la operación con instrumentos derivados queda a cargo de las bolsas y los entes que intervienen en la negociación, ya que la regulación existente señala los estándares financieros que deben cubrir los intermediarios y facultades a las autoridades supervisoras.

2.3. España

2.3.1. Antecedentes

El mercado de derivados comenzó durante la década de los setenta, así en 1978, la Comisión para el Estudio para el Mercado de Valores manifestó la conveniencia de introducir un mercado de opciones en España, como un instrumento más de ampliación y flexibilización de los mercados bursátiles.²⁵⁸

²⁵⁷ <http://www.fsa.gov.uk/supervision/>

²⁵⁸ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 94.

La Orden del 25 de mayo de 1987 autorizó la venta de opciones Call y Put sobre valores, y permitía la compra o venta en el extranjero de opciones sobre valores, divisas, futuros y otros activos.²⁵⁹

La Orden del 19 de diciembre de 1988 sobre inversiones españolas en el exterior declaró libre la contratación en el extranjero de nuevos instrumentos financieros como: futuros financieros, opciones, valores a corto plazo, certificados representativos de metales preciosos.²⁶⁰

Bajo el amparo de la Resolución del 21 de marzo de 1989, de la Dirección del Tesoro y Política Financiera, sobre operaciones a plazo, futuros y opciones sobre Deuda del Estado anotada, se autorizó el establecimiento de un mercado de opciones, OM Ibérica, que inició el 8 de noviembre de 1989 en Madrid, siendo el primer mercado español de opciones en el ámbito de la regulación del control de cambios.²⁶¹

En 1990, fue modificado el artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, facultando al Ministro de Economía y Hacienda para autorizar el establecimiento de mercados de productos derivados en general, sin circunscribirlos a la deuda pública anotada. Al tenor de esta modificación se autorizó la negociación de contratos de futuros y

²⁵⁹ Cfr. *Ibidem.* pp. 94-95.

²⁶⁰ Cfr. *Idem.*

²⁶¹ Cfr. *Ibidem.* p.96.

opciones sobre el MIBOR²⁶² a tres meses, en mercados secundarios de valores no oficiales.²⁶³

En este mismo año, se creó en España el primer mercado de futuros, que comenzó a en Barcelona, creado por la sociedad "Mercado de Futuros Financieros, S.A." (MEEF, S.A.), cuyo objeto social era el establecimiento de sistemas que facilitasen la negociación, compensación y liquidación de contratos de futuros financieros.²⁶⁴

El mercado de futuros comenzó con la negociación del bono nacional a tres años con entrega obligatoria. Posteriormente, se negoció el contrato de futuro sobre tipo de interés de depósito interbancario a noventa días (MIBOR' 90). En 1991 comenzó la negociación del contrato sobre un bono nacional a cinco años con entrega obligatoria y dos contratos de futuros sobre divisas, uno para la compraventa de cien mil dólares USA contra pesetas del Reino de España, y el otro ciento veinticinco mil marcos de la República Federal Alemana contra pesetas del Reino de España. En ese mismo año, se intentaba negociar contratos sobre renta variable.²⁶⁵

La Circular 1/1991 del Banco de España contemplaba los futuros y opciones sobre divisas, regulando opciones sobre divisas en mercados organizados y no organizados.²⁶⁶

²⁶² *Madrid Interbank Offering Rate.*

²⁶³ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 96.

²⁶⁴ *Ibidem.* p. 36.

²⁶⁵ *Ibidem.* p. 37.

²⁶⁶ *Ibidem.* p. 97.

El reconocimiento y regulación de los mercados de futuros y opciones como mercados secundarios con carácter oficial²⁶⁷ se produce con el Real Decreto 1814/1991, por el que se regulan los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones, que se dictan al amparo de los artículos 31 y 59 de la Ley del Mercado de Valores.²⁶⁸

El mercado OM Ibérica venía funcionando conforme al Reglamento General de Operaciones y Funcionamiento de un Sistema de Compensación de los Movimientos de Valores y Efectivo de Contratos de Futuros y Opciones de octubre de 1989. OM Ibérica en un principio sólo negociaba contratos de opción sobre Deuda del Estado, utilizando como subyacente el bono nacional y, posteriormente, sobre instrumentos del mercado monetario.²⁶⁹

En 1991, OM Ibérica cambió su denominación por Mercado de Opciones Financiera Español, S.A. (MOFEX).²⁷⁰

Hasta 1991, los mercados de futuros y opciones estaban conformados por dos sociedades anónimas: MEFF, S.A. en Barcelona, se dedicó a negociar contratos de futuro; y MOFEX, S.A. se dedicó en Madrid a la operación con opciones. Ambas

²⁶⁷ Artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores 37/1998, señala: "Son mercados secundarios oficiales de valores aquellos que funcionen regularmente, conforme a lo previsto en esta Ley y en sus normas de desarrollo, y, en especial, en lo referente a las condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad."

²⁶⁸ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 98.

²⁶⁹ Idem.

²⁷⁰ HERNÁNDEZ, Pablo. Op. Cit. p. 35.

sociedades pospusieron las operaciones con subyacentes de renta variable. Para plantear la negociación con instrumentos de esta naturaleza se llegó al acuerdo, en el verano de 1991, de establecer en Barcelona los contratos sobre renta fija, tanto de opciones como de futuros, y en Madrid los de renta variable, constituyéndose un holding que englobase ambas sociedades. Por consiguiente, la división no se estableció más en el sentido de separar el mercado de futuros del mercado de opciones, sino que los contratos de futuros y opciones sobre renta fija se negociaran en Barcelona y los de renta variable en Madrid.²⁷¹

Así, en enero de 1992, los mercados de productos derivados en España tenían una nueva estructura, una sociedad matriz "MEFF, Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, Sociedad Anónima", que engloba a "MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad Anónima" (antes MOFEX), y a "MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima" (antes MEFF, S.A.).²⁷²

El 14 de enero de 1992, MEFF Renta Variable en Madrid inició la negociación de futuros y opciones de renta variable sobre el nuevo índice IBEX-35.²⁷³

Mediante Órdenes del 8 de julio de 1992, se autorizaron el mercado de "MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad

²⁷¹ Cfr. MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 99.

²⁷² Ibidem. p. 39.

²⁷³ Ibidem. p. 40.

Anónima" y "MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima" y sus respectivos Reglamentos.²⁷⁴

En marzo de 1993, comenzaron a negociarse en MEFF Renta Variable opciones sobre acciones.

2.3.2. Regulación

La regulación de los mercados de derivados se encuentra contenida en la Ley del Mercado de Valores y normas secundarias.

La Ley 37/1998 reformó la Ley 24/1988, que regulaba el mercado de valores, para incorporar la Directiva 93/22/CEE del 10 de mayo de 1993, sobre la libre prestación de servicios financieros. La reforma reconoce y regula con rango de ley el Mercado de Derivados, determinando el régimen fundamental, su estructura y normas básicas, con lo que se da estado legal al régimen de estos mercados, antes fundamentados en dos decretos: el Real Decreto 1814/1991 sobre Mercados Oficiales de Futuros y Opciones, completada por el Real Decreto 6/1995 que regula los mercados de futuros y opciones sobre cíclicos.²⁷⁵

²⁷⁴ Ibidem. pp. 39 y 100.

²⁷⁵ Cfr. ADELL RAMÓN, Ramón y Vicente Cuñat Edo. Los Mercados de productos derivados en el nuevo escenario europeo. Seminario celebrado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo del 12 al 16 de julio de 1999. Editorial Lex Nova. Valladolid, 2000. pp.48 y 49.

El artículo 59 de la referida ley²⁷⁶ califica a los mercados de productos derivados, futuros y opciones, como Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones representados por anotaciones en cuenta, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente –financiero o no financiero-. Además, el artículo 31 de la misma ley, incluye dentro de los Mercados Oficiales de Valores a los mercados de opciones y futuros, por lo que además de someterse a las disposiciones del capítulo relativo a Mercados Oficiales de Futuros y Opciones, están sometidos a las disposiciones de los Mercados Oficiales de Valores.

Es de llamar la atención que, la reforma de 1988 introduce un nuevo concepto para dar cabida a este tipo de operaciones, éste es el de “**Instrumento Financiero**”, en el que se incluye a los instrumentos financieros derivados. De acuerdo a lo anterior, los instrumentos financieros derivados no son calificados como valores, sino que se crea una categoría nueva y además deja abierta la posibilidad a nuevos instrumentos.

La Ley del Mercado de Valores en su artículo 2, segundo párrafo reconoce como “Instrumentos Financieros:

- a) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial o no.
- b) Los contratos financieros a plazo, los contratos financieros de opción y los contratos de permuta financiera, siempre que sus objetos sean valores

²⁷⁶ Artículo único constitutivo del capítulo IV del Título IV de la Ley del Mercado de Valores 37/1998.

negociables, índices, divisas, tipos de interés, o cualquier otro tipo de subyacente de naturaleza financiera, con independencia de la forma en que se liquiden y aunque no sean objeto de negociación en un mercado secundario, oficial o no.

- c) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiendo, a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.”

Los mercados de derivados se rigen por las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y normas de desarrollo. De acuerdo con el mismo artículo 2 de la referida ley, a los instrumentos financieros les serán aplicables las reglas para los valores negociables previstas en dicha ley, con las adaptaciones precisas.

No obstante que los instrumentos financieros no son considerados valores, este tipo de mercados se encuentran genéricamente englobados dentro de los Mercados Secundarios Oficiales de Valores.²⁷⁷

El numeral 7 del artículo 59 de la ley en comento establece que además de regirse por las disposiciones de la misma, lo hará por un reglamento específico, autorizado

²⁷⁷ Artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores 37/1998, en el numeral 2 señala: “Se considerarán mercados secundarios oficiales de valores los siguientes: ...

- c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de subyacente, financiero o no financiero.”

por el Ministro de Economía y Hacienda, que tendrá el carácter de norma de ordenación y disciplina del Mercado de Valores, es decir, que es obligatoria para todos los que intervienen en el mercado.

Dicho de otra forma, en primer lugar estos mercados están regulados por disposiciones generales contenidas en el Capítulo IV del Título IV, titulado "Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones", de la Ley del Mercado de Valores y su normativa reglamentaria de desarrollo. De acuerdo con el régimen vigente, las disposiciones reglamentarias están contenidas en el Real Decreto RD1814/1991, modificado por el RD 695/1995 y RD 2590/1998.²⁷⁸

En segundo lugar, los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones se rigen por sus respectivos reglamentos, con carácter de norma de ordenación y disciplina del mercado de valores. El reglamento debe ser publicado íntegramente en el Boletín Oficial del Estado y debe especificar las clases de miembros, relación jurídica con los clientes, normas de supervisión, régimen de garantías, operativa de liquidación, contratos y otros aspectos que se precisen reglamentariamente. La aprobación y modificación de dicho Reglamento se ajustará a la normativa reglamentaria.²⁷⁹

²⁷⁸ Cfr. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. Derecho del Mercado de Valores. J.M. Bosch Editor. Barcelona, España, 2000. pp. 230-231.

²⁷⁹ Idem.

El Reglamento del Mercado²⁸⁰ es un instrumento normativo fundamental, de acuerdo con el apartado 7 del artículo 59 y el artículo 3 del Real Decreto 1814/1991, su inobservancia implica el incumplimiento contractual e incumplimiento a las normas de conducta establecidas en la ley, y por tanto susceptible de ser sancionado.

A su vez, la normativa se desarrolla a través de las condiciones generales de cada contrato como anexos al Reglamento de Mercado y en las circulares emitidas por MEFF Renta Variable y MEFF Renta Fija.

Las condiciones generales son aprobadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y son calificadas como condiciones generales de carácter contractual.

La Ley del Mercado de Valores contempla la creación de Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones de ámbito estatal y de ámbito autónomo.²⁸¹ Para el caso primero, es el gobierno a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores quien autoriza la creación de estos mercados. Para el caso de mercados autónomos, corresponde otorgar la autorización a la Comunidad Autónoma competente.

²⁸⁰ Los doctrinarios discuten la naturaleza jurídica del Reglamento de Mercado como normativa privada o de carácter estatutario de los organismos rectores de los mercados dada su elaboración y sus destinatarios. Por otra parte, su configuración como norma de ordenación y disciplina del mercado de valores y su publicación en el Boletín Oficial del Estado lo caracterizan como disposiciones administrativas de carácter general. Cfr. CUENCA GARCÍA, Ángeles. Régimen Jurídico de las Opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros. Editorial Comares. Granada, España. 1999. p 52

²⁸¹ El Estado Español se organiza territorialmente en municipios, en provincias y en Comunidades Autónomas. Todas estas entidades gozan de autonomía para la gestión de sus respectivos intereses. Cfr. Artículo 137 de la Constitución Española. http://www.congreso.es/funciones/constitucion/titulo_8_cap_1.htm

El mismo artículo 59 en su numeral 4, señala que en los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones debe existir una sociedad rectora, constituida como sociedad anónima encargada de organizar, dirigir y supervisar la actividad de mercado. Los estatutos de la sociedad rectora deben ser aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En los mercados de derivados puede negociarse, compensarse y liquidarse contratos de futuros, de opciones y otros instrumentos derivados, cualquiera que sea el activo subyacente. La sociedad rectora puede por sí misma o por medio de otra entidad asegurar la contrapartida en todos los contratos, con autorización del Ministerio de Economía. Por lo tanto, la Sociedad Rectora no sólo se encarga de la dirección y gestión del mercado sino también, por sí misma asegura la contrapartida de todos los contratos que se negocien, es parte en todos los contratos y se obliga directamente con los dos contratantes de derivados. Lo anterior de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 59 en su numeral 2.

Consecuentemente, la sociedad rectora, con el propósito de gestionar el sistema de garantías, puede ser titular de cuentas en el Mercado de Deuda Pública o tener una posición equivalente en mercados o sistemas extranjeros que realicen funciones similares. Sin embargo, la sociedad rectora no puede realizar actividades de intermediación financiera.

Los miembros de estos mercados pueden ser entidades de crédito, sociedades o agencias de valores y tienen que cumplir con los requisitos que señala la misma Ley del Mercado de Valores. Aquellas sociedades cuyo objeto social principal sea la inversión en mercados organizados y cumplan con las condiciones de medios y solvencia que establezca el Reglamento de Mercado, pueden actuar en el mercado como miembro con capacidad restringida exclusivamente a la negociación por cuenta propia o por cuenta de entidades de su grupo.

En mercados de futuros y opciones con subyacentes no financieros, se puede autorizar la adquisición de tal calidad a otras sociedades, siempre que cumpla con requisitos de especialidad, profesionalidad y solvencia de acuerdo con las disposiciones del reglamento del mercado.

Cabe hacer mención que, las garantías constituidas con relación a las operaciones de futuros y opciones no responden por obligaciones diferentes de éstas, ni frente a personas o entidades distintas de aquellas a favor de quien se constituyeron. Lo anterior, debido a la dinámica y estructura de las relaciones y contratos, y la función de contrapartida de la sociedad rectora, se requiere que la ejecución de la garantía esté a su disposición, de lo contrario se pone en peligro la función de compensación liquidación.²⁸²

²⁸² Cfr. KIRCHNER, Pere y Carlos Salinas. La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas. Tirant to blanch. Valencia, España. 1999. pp. 197-199.

La importancia de que esta disposición se haya incluido en la ley, es que tiene otra interpretación debido a los efectos consiguientes al rango normativo, que si bien estaba incluido en el RD 1814/1991 no alcanzaba los mismos efectos.²⁸³

La misma Ley del Mercado de Valores establece que las empresas de servicios de inversión y, en general, toda persona o entidad con actividades relacionadas con los mercados de valores deben respetar las normas de conducta contenidas en el título VII de la referida Ley, los códigos de conducta que conforme las normas de conducta de la referida Ley apruebe el Ministerio de Economía a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y las contenidas en sus propios reglamentos internos.²⁸⁴

2.3.3. Supervisión

La supervisión pública del mercado de valores se establece, en el título VIII de la Ley del Mercado de Valores, en dos categorías:²⁸⁵

- a) La llevada a cabo por entidades públicas de supervisión, esto es por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España y las Comunidades Autónomas competentes.

²⁸³ Cfr. Idem.

²⁸⁴ Artículo 78 de la Ley del Mercado de Valores 37/1998.

²⁸⁵ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. Op. Cit. p.169.

- b) Por otra parte, un conjunto de personas físicas y jurídicas sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecida en la Ley del Mercado de Valores. En lo que concierne a los mercados de futuros y opciones, estas personas son las entidades y organismos rectores de los mercados secundarios de valores, organismos de compensación y liquidación.

Las funciones de la **Comisión Nacional del Mercado de Valores**²⁸⁶ abarcan con carácter general la supervisión e inspección de los mercados de valores y de las actividades de personas físicas y jurídicas relacionadas con el comercio de los mismos, todo ello para conseguir la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios y la protección de los inversionistas, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de tales fines.

La Ley del Mercado de Valores atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores las funciones de supervisión e inspección de los mercados secundarios de valores y de la actividad de las personas físicas y jurídicas que actúan en ellos (las empresas de servicios de inversión, organismos rectores y organizativos de los Mercados Secundarios Oficiales de Valores). Las funciones que le son atribuidas fundamentalmente son de carácter informativo, consistiendo principalmente en la

²⁸⁶ La Comisión Nacional del Mercado de Valores es un ente de Derecho Público con personalidad jurídica y plena capacidad pública y privada; comparte algunas competencias con el Banco de España y Comunidades autónomas; su régimen está contenido en el título II de la Ley del Mercado de Valores. Cfr. *Ibidem*. Op. Cit. p. 170.

facultad de recabar información de las entidades sometidas y en la realización de inspecciones con tal finalidad.²⁸⁷

Respecto de la facultad sancionadora, la Comisión Nacional del Mercado de Valores es competente para iniciar la tramitación de expedientes sancionadores y para la imposición de sanciones por infracciones leves y graves. El Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, impone sanciones por infracciones muy graves. La sanción de revocación de la autorización es competencia del Consejo de Ministros. Ciertas Comunidades autónomas están facultadas para sancionar conductas que fijan las normas orgánicas que distribuyen las competencias en el ámbito interno de la respectiva comunidad autónoma.²⁸⁸

La competencia de supervisión del Banco de España en el mercado de valores está delimitada por su objeto, esto es, por su referencia al mercado de deuda pública en anotaciones y, subjetivamente, por las actividades relacionadas con el mercado de valores que realicen las entidades inscritas en los registros a su cargo, principalmente las entidades de crédito.²⁸⁹

Sin perjuicio de las facultades de supervisión que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las **Sociedades Rectoras** de los mercados de futuros y opciones deben salvaguardar los derechos de los inversionistas, corregir y

²⁸⁷ Cfr. *Ibidem.* p. 172.

²⁸⁸ Cfr. *Ibidem.* p. 181.

²⁸⁹ *Idem.* pp. 175-176.

garantizar la transparencia de procesos de formación de precios, la seguridad del mercado y la ponderación de los riesgos asumidos, la estricta observancia de las normas aplicables y su correcto desarrollo.²⁹⁰

Para alcanzar dichos objetivos, las sociedades rectoras deben poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los hechos que puedan entrañar infracciones, prestar asistencia a la misma en las funciones de supervisión, inspección y sanción, y por razones de urgencia podrán interrumpir la contratación de uno o varios contratos, la actuación de sus miembros para evitar la comisión de una infracción o para asegurar el ordenado desarrollo de la contratación.²⁹¹

Las sociedades rectoras deben vigilar que los documentos contractuales normalizados que suscriban con sus clientes incluyan los derechos y obligaciones que de ellos derivan y riesgos que conllevan, en una cláusula especial. También deberán vigilar que los miembros del mercado cumplan con su obligación de constituir y exigir la constitución de garantías.²⁹²

Los reglamentos de los mercados MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable son prácticamente idénticos, salvo por las referencias a instrumentos de renta fija y renta variable. El incumplimiento al Reglamento de Mercado, como norma de ordenación y

²⁹⁰ Cfr. Artículo 11 del Real Decreto 1814/1991. CUENCA GARCÍA, Ángeles. Op. Cit. p. 347.

²⁹¹ Ibidem. p. 347-348.

²⁹² Artículo 12 del Real Decreto 1814/1991. Ibidem. p. 348.

disciplina, por parte de un miembro del mercado es investigado y MEFF establece un procedimiento para subsanar o, en su defecto, proceder a la suspensión o expulsión de dicho miembro. El régimen disciplinario se inspira en un principio de autorregulación por parte de los miembros participantes en el mercado, en cuanto expresan su voluntad de someterse al reglamento; de esta forma, tanto los miembros contratantes, como los clientes en el contrato que celebran con los miembros del mercado aceptan expresamente, como cláusula contractual, el contenido del reglamento.²⁹³

La **Comisión de Supervisión y vigilancia de MEFF** compuesta por representantes de MEFF Renta Variable o Renta Fija y de los miembros del mercado, no es un órgano externo de fiscalización o control; por lo tanto, las sanciones impuestas a un miembro del mercado en virtud del régimen disciplinario de su Reglamento en ningún caso son sustitutivas de las que pudiera imponer la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Banco de España o el Ministerio de Economía y Hacienda, ni impiden que cualquier perjudicado pueda ejercer cualesquiera acciones procedentes en Derecho.²⁹⁴

Todas las controversias o cuestiones litigiosas que se susciten con los miembros del mercado o con los clientes se resuelven mediante arbitraje de Derecho Privado, conforme al procedimiento regulado en la Ley de Arbitraje 36/1988.

²⁹³ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 56

²⁹⁴ Artículo 25 del Reglamento MEFF Renta Fija. *Citatum post.* MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. 47

Después de haber presentado la regulación de los mercados organizados en los países en este capítulo referidos, a continuación realizó una exposición de la regulación de los mercados organizados de derivados en México.

CAPÍTULO 3

REGULACIÓN

DE LOS MERCADOS

DE DERIVADOS

EN MÉXICO

3.1. Antecedentes y formación del Mercado de Derivados en México

Desde 1978, se comenzaron a cotizar contratos a futuro sobre el tipo de cambio peso/dólar, los que se suspendieron debido al control de cambios decretado en 1982.²⁹⁵ En 1983 la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV) listó futuros sobre acciones individuales y petrobonos, los cuales registraron operaciones hasta 1986 y se suspendió su negociación en 1987, debido a problemas de carácter prudencial.²⁹⁶

Por su parte, el gobierno federal emitió diversos instrumentos de deuda, como protección contra la depreciación del peso, como fueron los petrobonos, pagafes, tesobonos, acciones de empresas mineras y la cobertura cambiaria.²⁹⁷

En cuanto a los **petrobonos** (1977-1991), éstos estaban respaldados por una cantidad fija de barriles de petróleo a un plazo de tres años, un rendimiento con una prima arriba de la tasa Libor pagable trimestralmente y un valor de amortización del petróleo basado en el precio de exportación de petróleo mexicano calidad Istmo en

²⁹⁵ En septiembre de 1982, se presentaron varios factores que orillaron al gobierno mexicano a adoptar el control de cambios, que duro se septiembre de 1982 a noviembre de 1991. RAMÍREZ SOLANO, Ernesto. Moneda, Banca y Mercados Financieros. Instituciones e Instrumentos en países en desarrollo. Pearson Education, México, 2001. pp. 384-385.

²⁹⁶ <http://www.mexder.com/MEX/Antecedentes.html>

²⁹⁷ Cfr. RAMÍREZ SOLANO, Ernesto. Op. Cit. pp.179-180.

la fecha de amortización, convertido al tipo de cambio peso/dólar vigente en la fecha de amortización.

La inversión en petrobonos protegía al inversionista parcial o totalmente del riesgo devaluatorio y contra la inflación, ya que el precio del petróleo era un indicativo del nivel de la inflación mundial. Además cubría al inversionista de fuertes pérdidas en caso de una baja en los precios del petróleo al establecer pisos en los precios.

Por su parte, los **Pagarés de la Tesorería de la Federación** (Pagafes) ofrecían al ahorrador una inversión en dólares controlados una tasa de interés mayor a la de instrumentos financieros en Estados Unidos. Era útil para empresarios que quisieran cubrirse frente a pagos futuros de dólares. Estos instrumentos se negociaron desde 1986 y terminaron al suprimirse el control de cambios en México en 1991; eran instrumentos denominados en dólares pagaderos en pesos al tipo de cambio controlado, era emitido por el Gobierno, tenía un valor nominal de 1,000 dólares, a plazos de 7, 14, 21, 28, 91 y 182 días, otorgando un rendimiento con una prima arriba de la tasa de los depósitos al mismo plazo de Estados Unidos, convertido al tipo de cambio peso dólar vigente en la fecha de amortización.

En lo referente a los **Bonos de la Tesorería de la Federación** (Tesobonos), éstos fueron instrumentos que emitió el gobierno federal, denominados en moneda extranjera, con valor nominal de 1,000 dólares y sus múltiplos. El Gobierno tenía la obligación, al vencimiento, de pagar en pesos mexicanos el equivalente al valor de

dicha moneda extranjera, calculada al tipo de cambio libre. A raíz de la terminación del control de cambios, la circulación de éstos aumentó al sustituir la circulación de los pagafes. Sin embargo, con la crisis financiera de 1994 éstos fueron eliminados.

Los tesobonos constituían una herramienta de política cambiaria, una medida para evitar la fuga de capitales y captación de recursos entre el público inversionista, especialmente en periodos de incertidumbre cambiaria, por lo que era una opción de ahorro con cobertura cambiaria, con rendimiento fijo y alta liquidez.

Por lo que respecta a la **Cobertura Cambiaria**, ésta se introdujo en enero de 1987, con el propósito de proteger a importadores y exportadores contra riesgos cambiarios. El mercado de cobertura cambiaria era un mecanismo puesto en marcha por el Banco de México, el cual se fijaba anticipadamente el tipo de cambio para operaciones contratadas pagaderas a futuro, permitiendo a los participantes trasladar parcial o totalmente el riesgo cambiario y aprovechar ineficiencias del mercado.²⁹⁸

La Cobertura Cambiaria estaba dirigida a personas físicas y morales, nacionales y extranjeras, intermediarios autorizados y organismos públicos descentralizados autorizados por el Banco de México. El plazo máximo para una operación de cobertura era de seis meses²⁹⁹ y toda operación se llevaba a cabo al tipo de cambio

²⁹⁸ Cfr. IBARRA HERNÁNDEZ, Armando. Op. Cit. p.119.

²⁹⁹ Sin embargo, la Circular 2008/94 y 2019/95 en su numerales M.53.14.2 Plazo, señala que "éste no será menor a un día hábil bancario,.... ni mayor de trescientos sesenta y tres días naturales."

existente y se liquidaba en pesos. La ventaja de comprar o vender cobertura era asegurar el flujo futuro en pesos, sea ingreso o egreso, lo que eliminaba el riesgo cambiario.³⁰⁰

El Banco de México derogó, a partir del primero de diciembre de 1997, la circular relativa a coberturas cambiarias de corto plazo, con lo cual se fortaleció el mercado de *forwards* de tipo de cambio entre instituciones de crédito.³⁰¹

Respecto a los **Bonos Ajustables del Gobierno Federal** (Ajustabonos), éstos eran títulos de crédito nominativos negociados en moneda nacional, en los que se consignaban la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional, en una fecha determinada. Su valor se ajustaba periódicamente de acuerdo al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).

El valor nominal de cada título se fijaba en 100 pesos y se ajustaba cada trimestre en la misma proporción en que variaba el INPC. Los plazos de la emisión eran de 1092 días, es decir, tres años. Los rendimientos de estos bonos se pagaban trimestralmente y se calculaban aplicando una tasa fija al valor ajustado que tenga a la fecha de pago de los intereses. La adquisición de Ajustabonos estaba abierta a cualquier persona física o moral y su colocación se realizaba por medio de subasta regulada por el Banco de México.

³⁰⁰ Cfr. RAMÍREZ SOLANO, Ernesto. Op. Cit. p. 180.

³⁰¹ Cfr. ASOCIACIÓN MEXICANA DE INTERMEDIARIOS BURSÁTILES. Informe Anual 1997.

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión o Udibonos (1996) son valores indizados a la inflación, debido a que están denominados en UDI's, garantizan un rendimiento real, con mayor liquidez que el Ajustabono. Los Udibonos se emitieron inicialmente a un plazo de tres años, aun cuando se pretende que haya bonos a 5 años o más en la medida que se desarrolle su mercado.

Los Udibonos son títulos de crédito a mediano plazo y largo plazo a cargo del Gobierno Federal, con valor nominal de 100 UDI's. Los plazos de las primeras emisiones son de tres años, las tasas de interés que devenguen son fijas y los intereses son pagados cada 182 días. Los títulos se colocan por medio de subastas en las que los participantes presentan posturas por el monto que desean adquirir y el precio que están dispuestos a pagar. Los títulos permanecen depositados en Banco de México, siendo las instituciones de crédito y las casas de bolsa las encargadas de llevar las cuentas de estos títulos a su clientela.

Estos instrumentos se consideran como un seguro contra la inflación y trae como consecuencia un aumento en los volúmenes de las operaciones a largo plazo que realizan los intermediarios nacionales y extranjeros.

Bonos de Deuda Externa, en abril de 1997 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) autorizó la negociación de títulos de débito público externo en la Bolsa Mexicana de Valores. Estos títulos tienen plazos de 10, 20 o 30 años y están

denominados en moneda extranjera y destinados para circular sólo en el extranjero.³⁰²

Estos valores constituyen un instrumento de cobertura contra riesgos en la variación del tipo de cambio a largo plazo.

Los bonos Brady, resultantes de la renegociación de la deuda externa del sector público, en 1989, incorporan una cláusula de recompra, que es una opción ligada al promedio de precio del petróleo Istmo.

En la década de los 90 se negociaron contratos *forward* sobre tasas de interés de títulos gubernamentales, pactados en forma interinstitucional sin un marco operativo formal y fueron suspendidos a mediados de 1992.³⁰³

A partir de octubre de 1992, se comenzaron a operar en la BMV los títulos opcionales *warrants* sobre acciones individuales, canastas e índices accionarios. Entre 1992 y 1994 se listaron en la Bolsa de Luxemburgo y la Bolsa de Londres diversos *warrants* sobre acciones e índices accionarios mexicanos.

³⁰² Cfr. RAMÍREZ SOLANO, Ernesto. Op. Cit. p.182

³⁰³ <http://www.mexder.com/MEX/Antecedentes.html>.

A finales de 1992, se inició la negociación de opciones sobre ADR's³⁰⁴ de Telmex L en *The Chicago Board Options Exchange*. En 1994, se operaban diversas opciones sobre acciones mexicanas en el *Chicago Board of Trade, American Stock Exchange, New York Options Exchange, Philadelphia Stock Exchange*, además de las bolsas de Londres y Luxemburgo. Simultáneamente, se celebraban contratos *forward* y *swap* sobre tipo de cambio, tasas de interés y *commodities*, entre intermediarios extranjeros y entidades nacionales, sin reconocimiento, ni protección jurídica.

En 1993, el *Chicago Board of Trade* operó más de 30 mil millones de dólares en opciones sobre acciones de Telmex, importe cercano al 50% de la operación total en acciones en la Bolsa Mexicana de Valores.

A fines de 1994, entraron en vigor las normas de Banco de México para la operación de contratos *forward* sobre la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP) y sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) sujetos a registro ante el Banco Central y cumpliendo las normas del Grupo de los 30,³⁰⁵ para garantizar el control administrativo y del riesgo.³⁰⁶

³⁰⁴ *American Depositary Receipts*. Es un certificado negociable que representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía no estadounidense, denominado en dólares americanos, negociado en mercados estadounidenses, y considerado legalmente un valor norteamericano. Cfr. BMV Educación. *Inducción al Mercado de Valores*. México. 2005. p.58.

³⁰⁵ Es una organización internacional privada, no lucrativa, establecida en 1978, compuesta por altos directivos de los sectores público, privado y de la academia; cuyo propósito es profundizar el entendimiento de cuestiones económicas y financieras internacionales, estudiar las repercusiones internacionales tomadas en los sectores público y privado y analizar las alternativas disponibles para los participantes del mercado y sus reguladores. Esta organización sesiona cada dos años para discutir temas de política de desarrollo, económica y financiera.

³⁰⁶ <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/groups.htm>
<http://www.mexder.com/MEX/Antecedentes.html>

La experiencia previa con productos financieros derivados en México demostró la existencia de una demanda real de estos instrumentos financieros, para controlar riesgos y administrar portafolios; también puso en evidencia la necesidad de contar con un mercado organizado, con mecanismos prudenciales consistentes y confiables, adecuada información, bases de equidad para todos los mercados y participantes, así como la utilización de mecanismos de enlace entre los distintos mercados.³⁰⁷

3.1.1. Formación de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados

Algunos organismos internacionales tales como el Fondo Monetario Internacional y la Corporación Financiera Internacional recomendaron el establecimiento de mercados organizados de productos derivados para proveer esquemas de estabilidad macroeconómica y facilitar el control de riesgos en intermediarios financieros y entidades económicas.³⁰⁸

El establecimiento de este tipo de mercados requirió el fortalecimiento de la infraestructura regulatoria, prudencial y de los sistemas de pagos, por parte de las autoridades financieras.

³⁰⁷ Idem.

³⁰⁸ Idem.

El cambio estructural en México requería cubrir los requerimientos especiales recomendados internacionalmente por el Grupo de los 30, la *Internacional Organization of Securities Commissions*³⁰⁹ (IOSCO), la *Internacional Federation of Stock Exchanges*³¹⁰ (actualmente *World Federation of Exchanges*, WFE) y la *Futures Industry Associations*³¹¹ (FIA), entre otras.

La creación del Mercado de Derivados listados inició en 1994, cuando la BMV y la S.D. Ineval, Institución para el Depósito de Valores (S.D. Ineval) asumieron el compromiso de crear la bolsa de opciones y futuros que se denominaría **MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V.** Por su parte, S.D. Ineval tomó la responsabilidad de promover la creación de la Cámara de Compensación de derivados, denominada **Asigna, Compensación y Liquidación**.

Con el objetivo de ofrecer un mercado de cobertura estandarizado en México, desde 1995, tanto las autoridades financieras como los intermediarios se dieron a la tarea de desarrollar un mercado de futuros y opciones. MexDer, Mercado Mexicano de

³⁰⁹ Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) es un foro cuyos principales objetivos son: mantener mercados justos y eficientes; promover el desarrollo de los mercados domésticos a través del intercambio de información y experiencias; establecer estándares para una efectiva vigilancia de las transacciones internacionales de valores y productos derivados; y asegurar la integridad de los mercados en un marco de asistencia mutua. <http://www.iosco.org/about/about.cfm?whereami=page15>

³¹⁰ Es una organización internacional privada dedicada a regular los mercados de valores y derivados, instituciones de pago y cámaras de compensación relacionadas y los diferentes servicios del mercado de capitales, compuesta por los operadores líderes mundiales de las bolsas, cuyo propósito es la representación, desarrollo de mercados organizados y regulados e identificar las necesidades del Mercado de capitales para proteger los intereses de sus usuarios <http://www.fibv.com/WFE/home.Asp?nav=ie>

³¹¹ Es una asociación internacional que representa a las organizaciones que tienen algún interés en los mercados de futuros, sus miembros regulares son *futures commission merchants*, los cuales son responsables del 80% de las transacciones de comercio de los clientes en las bolsas de futuros en los Estados Unidos de América. <http://www.futuresindustry.org/aboutfia-2146.asp>

Derivados surge como respuesta a la necesidad de contar con un mercado organizado.

Para ofrecer un sustento normativo a este nuevo proyecto, el 31 de diciembre de 1996, las autoridades financieras publicaron en el Diario Oficial de la Federación las “Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa” (las Reglas de Derivados) y el 16 de mayo de 1997 fueron publicadas las “Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en su operación los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa” (las Disposiciones Prudenciales), emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Las Reglas de Derivados definen la arquitectura del mercado, las bases corporativas para la constitución de la Bolsa, y de su correspondiente Cámara de Compensación y liquidación, así como las formas de operación de sus participantes.³¹²

En tanto que, las Disposiciones Prudenciales establecen las atribuciones y facultades de supervisión y vigilancia de la Bolsa, Cámara de Compensación y de las propias autoridades, define las normas prudenciales de operación de los participantes, y las facultades autorregulatorias de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados.³¹³

³¹² <http://www.mexder.com/MEX/mercadomexicano.html>

³¹³ Idem.

El 10 de junio de 1997, la BMV constituyó el fideicomiso F/27925 en BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer, a fin de recibir las aportaciones para adquirir acciones representativas del capital social de la futura Bolsa de productos derivados. Posteriormente, S.D. Indeval con carácter de fideicomitente constituyó en la misma institución de crédito el fideicomiso F/27926 para recibir las aportaciones para la constitución de la Cámara de Compensación.³¹⁴

El 12 de agosto de 1998, las autoridades financieras publicaron en el Diario Oficial de la Federación las modificaciones a las Reglas de Derivados y Disposiciones Prudenciales.

El 18 de agosto de 1998, la BMV y el fideicomiso F/27925 administrado por Bancomer constituyeron una sociedad anónima de capital variable cuyo objeto es proveer las instalaciones y demás servicios para que coticen y negocien Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, denominada MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V. autorizada por la SHCP mediante oficio 101-1829, de fecha 15 de diciembre del mismo año.³¹⁵

El 11 de diciembre de 1998, se celebró el contrato de fideicomiso número F/30430, actuando como fideicomitentes Bancomer, S.A. (fiduciaria del fideicomiso F/27926) e S.D. Indeval, y por la otra parte Bancomer, S.A. en su carácter de fiduciaria, el cual

³¹⁴ Cfr. JIMÉNEZ ADORNO, *Asaf. Op. Cit.* p. 80.

³¹⁵ <http://www.mexder.com/MEX/101-1829.html>

tiene por objeto operar la Cámara de Compensación, denominada Asigna, Compensación y Liquidación.³¹⁶ La referida institución de banca múltiple obtuvo la autorización de la SHCP para actuar como fiduciaria del fideicomiso que tiene por fin operar como Cámara de Compensación, mediante oficio 101-1830, de fecha 15 de diciembre de 1998.³¹⁷

Tanto MexDer como Asigna, observando las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales, emiten sus propios reglamentos en noviembre de 1998 y manuales en diciembre del mismo año, y bajo estos documentos se autorizan los Socios Liquidadores y los socios operadores.³¹⁸

El 15 de diciembre de 1998, MexDer, Mercado Mexicano de Derivados inicia operaciones con cuatro Socios Liquidadores por cuenta propia operando el Contrato de Futuro sobre dólar de Estados Unidos de América, con cuatro series (marzo, junio, septiembre y diciembre de 1998). Las operaciones por cuenta de terceros iniciaron cuando se incorporaron los socios operadores.³¹⁹

El 15 de abril de ese mismo año, inicia la cotización de Contratos de Futuro sobre el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la BMV, junto con el inicio de funciones de los socios operadores.

³¹⁶ Cfr. JIMÉNEZ ADORNO, Asaf. Op. Cit. p. 80.

³¹⁷ <http://www.mexder.com/MEX/101-1830.html>

³¹⁸ http://www.cnbv.gob.mx/noticias.asp?noticia_liga==no&com_id=0&sec_id=16&it_id=170

³¹⁹ Idem.

Para el listado de contratos a negociar se diseñaron tres etapas:

- a) En la primera se programó la negociación de Contratos de Futuros sobre dólar, tasas de interés, índices bursátiles y acciones.
- b) En la segunda, se previó la operación de opciones sobre el IPC y acciones.
- c) Y en la tercera etapa, se negociarán Contratos de Opciones sobre bonos, dólar y Contratos de Futuros.

El 26 de mayo de 1998, se listaron los Contratos de Futuro sobre CETE's a 91 días y TIIE a 28; y el 29 de julio los contratos sobre acciones: Banacci O, Comex CPO, Femsa UBD, Gcarso A1, GFB O y Telmex L.

El 22 de marzo de 2004, se inició la negociación de Contratos de Opción sobre el IPC de la BMV, acciones América Móvil, y Naftac 02. En una etapa posterior, se planea incorporar Contratos de Opción sobre Contratos de Futuro.

La creación de un mercado organizado de productos derivados significó un gran avance en el proceso de desarrollo e internacionalización del sistema financiero mexicano.

3.2. Marco Jurídico

En un principio la celebración de operaciones derivadas no se encontraba regulada en las leyes mexicanas y se consideró que se trataba de operaciones realizadas por sucursales de bancos extranjeros, por lo que se aplicó el tercer párrafo del entonces artículo 87 de la Ley de Instituciones de Crédito y el Anexo 12 de la **Circular 1935/85** del Banco de México.³²⁰

En el referido artículo, se contemplaba la posibilidad de que sucursales de instituciones de crédito establecidas en el extranjero realizaran operaciones no previstas en las leyes mexicanas, en cuyo caso tendrían que solicitar la autorización de la SHCP, ésta oíría la opinión del Banco de México y de la CNBV para autorizar las operaciones y las reglas a las que habrían de sujetarse.

Cuando estas operaciones no se contemplaban en el catálogo de operaciones permitidas por la Ley de Instituciones de Crédito, los bancos podían celebrar estas operaciones con la autorización del Banco Central con fundamento en los artículos 3, 24, 26, 32, 33 y 36 de la Ley del Banco de México, para actuar como intermediario.³²¹

³²⁰ Cfr. LOZANO ALARCÓN, Gerardo. Algunas consideraciones jurídicas y prácticas del Swap y Opciones, como productos financieros derivados y sintéticos. El Foro. Órgano de la Barra Mexicana, Colegio de Abogados, A.C. Octava época, Tomo VIII, número 1, primer semestre. México, 1995. p.132.

³²¹ Cfr. ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. Op. Cit. p. 103.

La primera Circular que dictó el Banco de México al respecto fue la **1989/91**,³²² de fecha 11 de noviembre de 1991, en la que dispone que “Las instituciones deberán abstenerse de contratar Operaciones de Compraventa a Futuro en el Mercado de Divisas, cuando involucren moneda nacional”, pero sí podían hacerlo con otras divisas.

Posteriormente, mediante **Circular 67/94** dicho Instituto Central reguló las operaciones de futuro sobre tasas de interés nominales y sobre INPC, celebradas por las instituciones de crédito y casas de bolsa, en medios extrabursátiles.³²³

La **Circular 2008/94** mantenía la misma situación de las Operaciones de Compraventa a Futuro que la Circular 1989/91.

Más adelante se emitió la **Circular–Telefax 21/95**, de fecha 17 de marzo de 1995 que modifica sustancialmente la Circular 2008/94, para permitir la celebración de operaciones relacionadas con la celebración de Contratos de Futuro sobre pesos mexicanos, únicamente cuando eran negociados en mercados reconocidos por el Banco de México. En el numeral M.51.2 correspondiente a Mercado de Divisas, se permitía a las instituciones realizar Operaciones de Compraventa Futura de Divisas contra moneda nacional o contra otras divisas, cuando actuaran en mercados reconocidos por el Banco de México, debiendo obtener la autorización de éste para

³²² Cfr. Idem.

³²³ JIMÉNEZ ADORNO, Asaf. Op. Cit. p.77.

actuar como intermediarios en dichos mercados.

Así mismo, adiciona el numeral **M.54.**, denominado “Mercados de Compraventa de Dólares a Futuro y de Opciones de Compra y Venta de Dólares”, en el que se regulaba particularmente los contratos de compraventa de Dólares a Futuro y Opciones de Venta y Compra de Dólares.

Esta Circular-Telefax hace la diferencia entre Operaciones de Compraventa a Futuro de Divisas contra moneda nacional o contra otras Divisas y Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro y Opciones de Venta y Compra de Dólares, esto es, tratándose de operaciones cuyo subyacente recae en el Dólar (de los Estados Unidos de América), éstas reciben un tratamiento específico.

La Circular permite la participación de personas físicas y morales, nacionales y extranjeras, y como intermediarios sólo a instituciones que obtuvieran autorización por escrito de dicho Instituto Central.³²⁴

El 3 de abril de 1995, el Banco de México expidió la **Circular-Telefax 30/95** dirigida a la banca de desarrollo muy similar a la antes comentada. El 28 de agosto del mismo año, dicho Instituto Central emitió la **Circular-Telefax 80/95**, dirigida a las instituciones de banca múltiple (también aplicable a la banca de desarrollo), mediante la cual se adicionó el Anexo 14, el cual señala los “Requerimientos para las

³²⁴ Cfr. ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. Op. Cit. p.103

instituciones que pretendan participar en los mercados de compraventa de dólares a futuro y de opciones de compra y venta de dólares, así como en los de coberturas cambiarias de corto plazo", ³²⁵ también conocido como los "31 requerimientos".

Posteriormente, el 20 de septiembre de 1995, se expidió la **Circular 2019/95**, ³²⁶ en lo concerniente a Operaciones de Compraventa a Futuro de Divisas contra moneda nacional o contra otras Divisas, y a los "Mercados de Compraventa de Dólares a Futuro y de Opciones de Compra y Venta de Dólares", tales disposiciones se mantienen en los mismos términos ya mencionados.

La **Circular-Telefax 10/98**, de fecha 13 de marzo de 1998, emitida por el Banco de México, con fundamento en los artículos 26 y 32 de su ley, dirigida a las instituciones de banca múltiple, modifica a la circular 2019/95, en lo referente a las operaciones conocidas como derivadas, regula las operaciones pasivas relacionadas con operaciones financieras conocidas como derivadas ³²⁷ y sistematiza las normas contenidas en la circular 2019/95 referentes a operaciones financieras conocidas como derivadas previstas ahora en el numeral M.52, desapareciendo la diferencia entre Operaciones de Compraventa a Futuro de Divisas contra moneda nacional o contra otras Divisas y Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro y Opciones de Venta y Compra de Dólares. ³²⁸

³²⁵ Cfr. Idem.

³²⁶ Esta circular regula las diversas operaciones que realizan las instituciones de banca múltiple. Todas las referencias a las Circulares-Telefax que se mencionan a continuación son modificaciones hechas a esta circular.

³²⁷ Conocidas como notas estructuradas.

³²⁸ También desaparecen las disposiciones relativas a Coberturas Cambiarias de Corto Plazo.

La **Circular–Telefax 20/98**, de fecha 23 de abril de 1998, dirigida a las instituciones de banca múltiple, modifica a la circular 2019/95, en lo relativo a las operaciones conocidas como derivadas, a fin de que los intermediarios no celebren operaciones con personas físicas que controlen directa o indirectamente el 1% de las acciones del intermediario, sociedad controladora del grupo financiero al que pertenezca, sociedad integrante o sus filiales, miembros del consejo de administración propietarios y suplentes, y demás personas que puedan obligar al intermediario, así como los ascendientes, descendientes en primer grado, y cónyuges de los mencionados, y sociedades en las que participen esas personas.

La **Circular–telefax 57/98**, de fecha 14 de diciembre de 1998, dirigida a las instituciones de banca múltiple, considerando el comienzo de actividades en México del mercado de contratos estandarizados de futuros y opciones cotizados en Bolsa, incluye a MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. como mercado reconocido y modifica las disposiciones relativas a garantías.

La **Circular-Telefax 10/99**, de fecha 1° de marzo de 1999, dirigida a las instituciones de banca múltiple, reconoce al *Commodity Exchange Incorporation* como mercado reconocido, y precisa las características que deben reunir los auditores externos, y el dictamen que éste expida.

La **Circular –Telefax 17/99**, de fecha 21 de junio de 1999, dirigida a las instituciones de banca múltiple, autoriza a éstas la celebración de operaciones conocidas como derivadas, sin necesidad de obtener autorización, previstas en el “Esquema de Cobertura de Riesgos de Tasas de Interés para el Sector Agropecuario y Pesquero”, instrumentado por los Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura FIRA-FOPESCA.

La **Circular –Telefax 40/2000**, de fecha 23 de noviembre de 2000, dirigida a las instituciones de banca múltiple, en lo que concierne a las operaciones derivadas, modifica las disposiciones relativas a garantías.

La **Circular –Telefax 19/2001**, de fecha 4 de junio de 2001, dirigida a las instituciones de banca múltiple, realiza adecuaciones al régimen aplicable a las operaciones pasivas relacionadas con operaciones financieras conocidas como derivadas y diferentes numerales de M.52., a fin de integrar al mismo las operaciones de *swap*.

La **Circular-Telefax 18/2002**, de fecha 28 de mayo de 2002, dirigida a instituciones de banca múltiple, amplía el plazo para presentar el dictamen expedido por una empresa de consultoría.

Por otra parte, la **Circular 1/2002**, de fecha 22 de agosto de 2002, expedida por el Banco de México, dirigida a Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos de

Ahorro para el Retiro, mediante la cual dicta las Reglas a las que habrán de sujetarse las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos de Ahorro para el Retiro en la celebración de operaciones financieras conocidas como derivadas.

La **Circular 10-266**, de 26 de diciembre de 2002, dirigida a las casas de bolsa, homologa el régimen relativo a las operaciones financieras conocidas como derivadas aplicable a las casas de bolsa con el vigente para las instituciones de banca múltiple, emitiendo las Reglas a las que habrán de sujetarse las casas de bolsa en sus operaciones financieras conocidas como derivadas.

La **Circular S.11-4** por la que se dan a conocer las Disposiciones de carácter general para la operación, registro y revelación de las operaciones con productos derivados, emitida por la SHCP, de fecha 5 de octubre de 2000, establece las disposiciones que deberán seguir las instituciones y sociedades mutualistas de seguro para operar con productos derivados, así como, el que las operaciones que realicen las aseguradoras con instrumentos derivados deben ser con el propósito de reducir la exposición al riesgo, y exclusivamente para fines de cobertura, es decir, no pueden ser usados para especular.³²⁹

Cabe señalar que, las disposiciones mencionadas regulan la actividad de las instituciones de banca, casas de bolsa y demás intermediarios a fin de que puedan

³²⁹ POLANCO IBÁÑEZ, Agustín. Los derivados en las aseguradoras: una buena opción. Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, Número 5, Junio 2003, México. p.5

realizar operaciones con instrumentos derivados en mercados organizados o extrabursátiles.

La regulación específicamente dirigida a regular los mercados organizados de instrumentos financieros derivados comienza con la expedición de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa y las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetaran en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa.

A continuación presento una breve exposición de las mismas.

3.2.1. Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa.

Con la finalidad de coadyuvar a fortalecer el sistema financiero mexicano, incrementando la competitividad de sus participantes y al no existir en nuestro derecho un régimen aplicable al mercado de productos derivados, fue necesario que la SHCP, el Banco de México y la CNBV, en el ámbito propio de su competencia, emitieran conjuntamente las “Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa” (las Reglas de Derivados).

La SHCP estimó que la operación con futuros y opciones que celebren las instituciones de crédito y las casas de bolsa se consideraban como operaciones análogas, conexas o complementarias, en términos del artículo 64 fracción XXV de la Ley de Instituciones de Crédito, y 22 fracción XI de la Ley del Mercado de Valores,³³⁰ entonces vigente.

El objeto de las Reglas de Derivados es regular a las personas físicas y morales, así como los fideicomisos que intervienen en el establecimiento y operación de los mercados de futuros y opciones cotizados en bolsa. Las Reglas de Derivados definen a los participantes (la Bolsa, la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores y Operadores), sus funciones, los requisitos para su constitución y autorización, y aspectos corporativos.

Éstas fueron publicadas el 31 de diciembre de 1996, en el Diario Oficial de la Federación, y han sido modificadas en diversas ocasiones, publicadas en el DOF, a saber:

1. 12 de agosto de 1998.
2. 30 de diciembre de 1998.

³³⁰ La Ley de Instituciones de Crédito fue modificada el 4 de junio de 2001, dicha reforma derogó la fracción XXIV, modificó la fracción XXV y adicionó las fracciones XXVI y XXVII y un último párrafo. La fracción XXV faculta expresamente a las instituciones de crédito a realizar operaciones financieras conocidas como derivadas. En el mismo sentido fue reformada la Ley del Mercado de Valores el 1° de junio de 2001.

3. 31 de diciembre de 2000.

4. 14 de mayo de 2004.

3.2.2. Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores a fin de establecer un marco de regulación aplicable al mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa encaminado a proteger a los participantes, en especial a los inversionistas, permitiendo que el mercado sea equitativo, abierto, eficiente y competitivo, emitió las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa.

Las Disposiciones Prudenciales establecen los mecanismos y sistemas con que la Bolsa, la Cámara de Compensación y los intermediarios deben contar para realizar las funciones que a cada uno les corresponde de manera eficiente.

El establecimiento de las Disposiciones Prudenciales está orientado a preservar la solvencia y liquidez de los participantes en el mercado, coadyuvar a fomentar el orden, la transparencia y seguridad del mercado y promover el principio de autorregulación.

Las Disposiciones Prudenciales tienen por objeto establecer regulación prudencial a la que deberán sujetarse las operaciones de las Bolsas, Cámaras de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores, en el mercado de futuros y opciones (Disposición Segunda).

Las Disposiciones Prudenciales establecen el marco supletorio aplicable, señalando a la legislación mercantil, los usos bancarios, bursátiles y mercantiles y a los Códigos Civil para el Distrito Federal y Federal de Procedimientos Civiles (Disposición Tercera).

Las Disposiciones Prudenciales definen las facultades de autorregulación de las Bolsas y Cámaras de Compensación, las cuales comprenden en dos aspectos:

- a) Establece los requerimientos mínimos que deben contener los estatutos sociales, contrato de fideicomiso y reglamento interior de las Bolsas y Cámara de Compensación, establece las facultades del Consejo de Administración y del Comité Técnico de las mismas, y establece la figura del Contralor Normativo.
- b) Define las facultades de sancionar el incumplimiento a su reglamento, garantizando el derecho de audiencia y formalidades esenciales, y prevé que las Bolsas incluyan métodos de solución de controversias.

Así mismo, las Disposiciones Prudenciales señalan los diferentes sistemas y requerimientos técnicos de los mismos con que deben contar las Bolsas, Cámaras de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores; entre otros, se señalan sistemas de control, negociación, monitoreo, información, vigilancia y seguridad, y se señalan disposiciones relativas a registros contables.

Las Disposiciones Prudenciales han sido modificadas en varias ocasiones, mediante resoluciones publicadas en el Diario Oficial de la Federación de:

1. 16 de agosto de 1998.
2. 13 de agosto de 2001.
3. 22 de noviembre de 2001.
4. 4 de enero de 2005.

3.2.3. Autorregulación

Se ha mencionado en numerosas ocasiones a lo largo de este trabajo, las facultades que tienen las Bolsas y Cámaras de Compensación en virtud de la figura de la autorregulación. Ahora bien, en este apartado trataremos dicha figura y situaciones jurídicas que ésta conlleva al aplicarla en el régimen jurídico de los mercados³³¹ de

³³¹ Se hace la referencia en plural, ya que las reglas y disposiciones contemplan la posibilidad de que existan varios mercados organizados de productos derivados, aunque de hecho sólo se ha constituido uno.

derivados en México y, particularmente, en MexDer, Mercado Mexicano de Derivados.

“La autorregulación es la combinación de la fuerza entre la regulación gubernamental y la regulación, auditoría y estrecha vigilancia que deben realizar en los procesos de negociación y liquidación de contratos, por organismos que no siendo gubernamentales (Bolsas de derivados y Cámaras de Compensación), se encuentran dotados de facultades para actuar como “autoridades de mercado”, procurando la cooperación y asistencia mutua entre los dos niveles de regulación, evitando la competencia, duplicidad y confusión de jurisdicciones.”³³²

Los orígenes de la autorregulación se remontan a la crisis bancaria de la década de los años ochenta en los Estados Unidos de América y actualmente reporta beneficios a los mercados más sólidos como los de Estados Unidos, Europa y Sudeste Asiático.³³³

La autorregulación se basa en el principio de autonomía de la voluntad. La iniciativa privada configura y diseña un tipo de mercado, cuyas normas de funcionamiento se plasman en un reglamento, al cual se adhieren voluntariamente por vía contractual quienes desean participar en el mercado; la emisión del consentimiento

³³² NEDA LAUDÁZURI, Carlos. MexDer: el primer Mercado Financiero Autorregulado en México. Cubriendo el Futuro. Publicación Especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, número 1. Octubre, 2002. México. p.3.

³³³ Idem.

individualizado asumiendo la totalidad de las reglas hace que éstas sean aplicables y exigibles a todo contratante.³³⁴

En la actualidad, la autorregulación se rige por diversos principios internacionalmente aceptados, los cuales son:³³⁵

- 1) El regulador debe hacer uso apropiado de los Organismos Autorregulatorios (OA) para que ejerzan responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia.
- 2) Los Organismos Autorregulatorios estarán sujetos a la supervisión del regulador y observarán normas de equidad y confidencialidad cuando ejerzan facultades y responsabilidades que les han sido delegadas.
- 3) El regulador deberá exigir que el Organismo Autorregulatorio cumpla con normas apropiadas antes de permitirle ejercer sus facultades.
- 4) El regulador debe preservar la facultad de investigar aspectos que afecten a los inversionistas o al mercado.
- 5) Como condiciones para el establecimiento de Organismos Autorregulatorios, el regulador deberá requerir lo siguiente:
 - a) Que el Organismo Autorregulador cuente con capacidad para cumplir con el objeto de la normatividad y las normas autorreguladoras.
 - b) Desarrollar reglas orientadas a establecer normas de comportamiento de sus miembros y promover la protección del inversionista.

³³⁴ MADRID PARRA, Agustín. Op. Cit. p. 56.

³³⁵ NEDA LAUDÁZURI, Carlos. Op. Cit. p. 3.

- c) Someter sus reglas al Regulador y asegurar que las mismas sean congruentes con los lineamientos y políticas establecidos por el propio Regulador.
- d) Cooperar con el Regulador y otros Organismos Autorregulatorios para investigar y hacer cumplir la normatividad.
- e) Obligar al cumplimiento de sus reglas e imponer sanciones por incumplimientos.
- f) Evitar dar lugar a situaciones no competitivas y evitar utilizar su papel de supervisor para permitir ventajas inequitativas.

Ahora bien, en nuestro marco jurídico la Ley del Mercado de Valores es la que reconoce en su capítulo XII artículo 125, a los organismos autorregulatorios señalando que se consideran como tales a "... las bolsas de valores, las contrapartes centrales y las asociaciones gremiales de intermediarios del mercado de valores y prestadores de servicios vinculados al mercado de valores, reconocidos por la CNBV, quienes deberán contribuir a la integridad y transparencia de dicho mercado."

Estos organismos autorregulatorios se encuentran sujetos a la supervisión y vigilancia de la CNBV en el cumplimiento de las normas autorregulatorias que expidan y, además, ésta tiene facultad de veto sobre dichas normas. (Artículo 126 de la Ley del Mercado de Valores)

El gobierno, por medio de las autoridades competentes, establece las reglas que rigen el mercado de derivados, así como los mecanismos y sistemas para que las Bolsas, las Cámaras de Compensación e intermediarios puedan realizar la función que tienen asignada de manera eficiente y competitiva.³³⁶

La Bolsa de derivados y la Cámara de Compensación, al estar dotados de libertad para generar mayores niveles de control de riesgos, tienen como objetivo principal cuidar la regularidad de las transacciones y tomar decisiones para asegurar el buen funcionamiento del mercado, adoptar políticas, medidas y criterios para promover su estabilidad y desarrollo, para lo cual tienen las siguientes facultades:³³⁷

- 1) Emitir normas de conducta y operación.
- 2) Sancionar las violaciones a las normas que dicten, esto es, a los reglamentos internos, manuales de políticas y prácticas, códigos de conducta.
- 3) Establecer estándares de información legal y financiera.
- 4) Atender quejas y denuncias.
- 5) Supervisar y vigilar la operación de mercado y a los participantes.
- 6) Conducir investigaciones.
- 7) Llevar a cabo auditorías a los participantes.
- 8) Definir y ejecutar procedimientos de redes de seguridad.
- 9) Administrar procesos arbitrales y disciplinarios.

³³⁶ NEDA LAUDÁZURI, Carlos. Op. Cit. p.3.

³³⁷ Idem.

10) Certificar y admitir Socios Liquidadores y Operadores.

3.2.3.1. Disposiciones emitidas por MexDer, Mercado Mexicano de Derivados

Con fundamento en la Cuarta de las Disposiciones Prudenciales, MexDer, Mercado Mexicano de Derivados en la consecución de su objeto y a fin de promover la competitividad del Mercado y la formación de precios, emitió normas a las que deben sujetarse los Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación, Operadores de Mesa y demás personas que realicen actividades previstas en las Reglas de Derivados y en las Disposiciones Prudenciales y procedimientos para salvaguardar los derechos de los Clientes (Artículo 1000.00 del referido Reglamento).

3.2.3.1.1. Reglamento Interior de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados

El Reglamento Interior de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, señala cómo sujetos obligados a los Socios Liquidadores, a los Operadores y en lo conducente a la Bolsa, a la Cámara de Compensación y a los auditores externos, por lo que se refiere a las actividades que realicen en o relacionadas con el mercado de Contratos de Futuro y de Opción negociados en la Bolsa.

El Reglamento detalla como se llevarán a cabo los procesos de admisión de Socios Liquidadores y Operadores, la acreditación del personal de éstos, sus responsabilidades, la autorización de nuevos contratos, la vigilancia del cumplimiento del mismo y del manual de políticas y prácticas, auditorías, la imposición de medidas disciplinarias y precautorias, situaciones de emergencia, suspensión temporal de actividades y solución de controversias.

El Título Tercero relativo a la Responsabilidad de los Socios Liquidadores y Operadores con el Mercado, tiene como objetivo determinar estándares mínimos de conducta y las obligaciones en materia operativa, administrativa, de información, de manejo de riesgos y de conflictos de interés, que permitan un adecuado funcionamiento y desarrollo del mercado.

Asimismo, establece la obligación a los Socios Liquidadores y Operadores de establecer mecanismos que les permitan verificar que, su personal acreditado y sus empleados cumplen con las obligaciones establecidas en las Reglas de Derivados, las Disposiciones Prudenciales, el Reglamento, el Manual Operativo y los sanos usos y prácticas de mercado.

En lo que respecta a la Vigilancia (Título Sexto), el Reglamento señala que la Bolsa vigilará por conducto del Contralor Normativo y de las personas que éste designe, el cumplimiento del Reglamento y del Manual Operativo y normatividad aplicable, por parte de los Socios Liquidadores y Operadores y su personal acreditado, así como, a

clientes, empleados, directivos, consejeros e integrantes de comités de la Bolsa y de la Cámara de Compensación.

En cuanto hace a la función disciplinaria, el Reglamento en su Título Séptimo, señala que las violaciones al Reglamento darán lugar a la aplicación de las medidas disciplinarias que impondrá el Consejo de Administración a través del Comité Disciplinario y Arbitral o del Director General.

Las medidas disciplinarias aplicables por el Comité Disciplinario y Arbitral consisten en amonestaciones, imposición de penas económicas, suspensiones, revocaciones y exclusiones.³³⁸

El Reglamento prevé la posibilidad de que los Socios Liquidadores y Operadores tengan el derecho de interponer un Recurso de Reconsideración por las penas económicas que la Bolsa imponga en ejercicio de sus facultades. El Director General resuelve los Recursos de Reconsideración interpuestos por los Socios Liquidadores y Operadores, que hubieren sido objeto de la imposición de alguna pena económica.

³³⁸ Artículo 7001.00 del Reglamento Interior de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados. El artículo 7003.00 del mismo, señala que "la exclusión de un Socio Liquidador implica la revocación de la aprobación otorgada por el Consejo,..." por lo que la diferencia entre la revocación y la exclusión no es clara.

No obstante que el Reglamento prevé un medio de impugnación, éste es deficiente, ya que de acuerdo con el mismo Reglamento, el Director es el facultado para imponer penas económicas, por lo que se convierte en juez y parte.³³⁹

El Reglamento también prevé un capítulo relativo a un procedimiento disciplinario, el cual deberá seguirse para determinar la existencia de violaciones y, en su caso, determinar la medida disciplinaria correspondiente; este procedimiento se lleva ante el Comité Disciplinario y Arbitral.

El procedimiento se inicia de oficio por la Bolsa, a través del Contralor Normativo cuando detecte un hecho presuntamente violatorio, y a petición de parte cuando cualquier persona denuncie ante la Bolsa hechos presuntamente violatorios que afecte sus intereses o los de un tercero. El Reglamento prevé la integración de la defensa de la parte denunciada, con un procedimiento ante el panel disciplinario, quien resolverá y emitirá una resolución debidamente fundada y motivada que contendrá, en su caso, la medida disciplinaria, y señalará la parte que cargará con los gastos y costas.

Asimismo, el Reglamento contempla un medio de impugnación denominado Recurso de Revisión ante el Comité Disciplinario y Arbitral, quien conoce de éste y resolverá

³³⁹ Artículos 7001.00. último párrafo señala "El Director General podrá aplicar medidas disciplinarias que consistirán en amonestaciones e imposición de penas económicas" y el artículo 7040.00. del Reglamento Interior de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados dispone "El Director General será la persona encargada de resolver sobre los recursos de reconsideración por las penas económicas que la Bolsa imponga en ejercicio de sus facultades."

confirmando, revocando o modificando la resolución impugnada. Las resoluciones adoptadas por el Comité Disciplinario y Arbitral no son impugnables.

El Título Octavo correspondiente a la Solución de Controversias prevé dos medios para dirimir controversias entre Operadores, Socios Liquidadores, entre ambos o entre un cliente y un Socio Liquidador u Operador, éstos son la Conciliación y el Arbitraje. Estos procedimientos son obligatorios para los Socios Liquidadores y Operadores, pero no para los clientes.

El Reglamento respecto de sus disposiciones finales hace referencia al uso y difusión de la información, señalando que la Bolsa será responsable del buen uso, manejo y almacenamiento de toda la información que reciba por parte de sus Socios Liquidadores y Operadores y de la Cámara de Compensación.

Finalmente, impone a los empleados, directivos, personas integrantes de comités, auditores y consejeros de la Bolsa, la obligación de guardar confidencialidad respecto de cualquier información entregada a la Bolsa con tal carácter por parte de los Socios Liquidadores y Operadores y de la cual tengan en alguna forma conocimiento.

3.2.3.1.2. Manual de Políticas y Procedimientos

Por su parte, el Manual de Políticas y Procedimientos detalla los procedimientos operativos y de gestión de aprobación de los Socios Liquidadores, certificación y acreditación de personal, la recepción de instrucciones de operación vía telefónica, concertación de operaciones, plan de contingencia y conflictos de interés, entre otros.

3.2.3.2. Disposiciones emitidas por Asigna, Cámara de Compensación

Asigna, Compensación y Liquidación, con fundamento en la disposición Trigésima de las Disposiciones Prudenciales dictó su Reglamento Interior y Manual de Políticas y Procedimientos, que habrán de observar los Socios Liquidadores en la liquidación de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, en los que implementa mecanismos y sistemas que procuran eliminar el riesgo de incumplimiento, a fin de otorgarle seguridad y confianza al mercado.

3.2.3.2.1. Reglamento Interior de Asigna, Compensación y Liquidación

El Reglamento Interior señala como sujetos obligados a los Socios Liquidadores y en lo conducente, a la Cámara de Compensación, a los Operadores y a los auditores

externos, por lo que se refiere a las actividades que realicen en o relacionadas con el mercado de futuros y opciones. Asimismo, impone la obligación a estas personas de hacer cumplir las Disposiciones Prudenciales a su personal acreditado, empleados y personas que les presten servicios relacionados.

Entre otros procedimientos regidos por el Reglamento Interior de Asigna se encuentran: el de admisión de Socios Liquidadores, liquidación de las operaciones, integración del patrimonio mínimo, fondo de aportaciones y fondo de compensación, medidas preventivas y declaración de situaciones de emergencia, el funcionamiento de la red de seguridad, vigilancia, medidas disciplinarias, y solución de controversias.

El Reglamento impone la obligación a la Cámara de Compensación de vigilar el cumplimiento del Reglamento y del Manual y la normatividad aplicable, por parte de los Socios Liquidadores, su personal acreditado, empleados, directivos y miembros de su Comité Técnico.

Las violaciones al Reglamento dan lugar a la aplicación de medidas disciplinarias que impondrá el Comité Técnico a través del Director General o del Subcomité Disciplinario y Arbitral, que podrán consistir en amonestaciones, imposición de penas económicas, suspensiones, revocaciones y exclusiones.

Las medidas disciplinarias consistentes en penas económicas pueden ser impugnadas por los Socios Liquidadores a través del Recurso de Reconsideración, el

cual resolverá el Director General. Dicha resolución será en el sentido de confirmar, modificar o revocar la pena económica y no será recurrible. Este procedimiento presenta la misma característica del Reglamento de la Bolsa: el recurso lo resuelve la misma persona que impone la medida disciplinaria que se discute.

Asimismo, el Reglamento proporciona un procedimiento para resolver sobre la existencia de violaciones que deba conocer el Subcomité Disciplinario y Arbitral. El Contralor Normativo es el encargado de realizar la denuncia de hechos ante el Responsable del Proceso. El procedimiento se inicia de oficio por la Bolsa, a través del Contralor Normativo cuando detecte un hecho presuntamente violatorio, y a petición de parte, cuando cualquier persona denuncie ante la Bolsa hechos presuntamente violatorios que afecte sus intereses o los de un tercero.

Referente a la solución de controversias, el reglamento contempla los procedimientos de conciliación y el de arbitraje, en el caso de controversias que se presenten entre Socios Liquidadores o entre un cliente y un Socio Liquidador. Estos procedimientos son obligatorios para los Socios Liquidadores, no para el cliente.

En ambos casos, el procedimiento se seguirá conforme a las disposiciones contenidas en el Reglamento Interior de la Bolsa.

El Reglamento señala como responsable a la Cámara de Compensación del buen uso, manejo y almacenamiento de la información recibida por parte de los Socios

Liquidadores y de la Bolsa. Asimismo, impone a los empleados, directivos, personas integrantes de subcomités, auditores y miembros del Comité Técnico, la obligación de guardar confidencialidad respecto de cualquier información entregada a la Cámara de Compensación con tal carácter por parte de los Socios Liquidadores y la Bolsa, y de la cual tengan en alguna forma conocimiento.

3.2.3.2.2. Manual de Políticas y Procedimientos

Por su parte el Manual de Políticas y Procedimientos detalla los requisitos operativos y de gestión para la admisión de fideicomitentes y autorización de Socios Liquidadores, acreditación de personal, condiciones generales de contratación, registro y compensación de operaciones, liquidación de operaciones, fondo de aportaciones y de compensación, información, procedimientos de transferencia de posiciones de Operadores o clientes y, cuotas y comisiones.

3.2.3.3. Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana

El Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana fue expedido por el Consejo de Administración de la Bolsa Mexicana de Valores en su sesión de fecha 26 de julio de 1997, a fin de elevar la calidad y competitividad del mercado bursátil

mexicano y complementar el marco regulatorio vigente con un esquema autorregulatorio integral a través del cual se norme, supervise y sancione la conducta de sus participantes.

Mediante las adhesiones Tercera y Cuarta, MexDer, Mercado Mexicano de Derivados y Asigna, Compensación y Liquidación, respectivamente, se adhirieron al Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana en el acto de su constitución, según lo acordado por el Consejo de Administración Preconstitutivo y por el Comité Técnico Preconstitutivo.

El Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana tiene como objetivo ser la base de actuación de todo Profesional en este mercado, promoviendo altos estándares de conducta ética y profesional a fin de preservar la integridad del mercado bursátil y proteger los intereses del público inversionista.

El Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana establece principios fundamentales a los que debe sujetarse la actuación de todas las personas que realizan en forma habitual y profesional actividades en o relacionadas con el mercado bursátil; al respecto, señala como principios fundamentales de actuación en el mercado bursátil los siguientes:

1. Actuar de acuerdo con las disposiciones aplicables y las sanas prácticas de mercado. Esto es, la actuación de los Profesionales debe estar apegada a las

leyes, reglamentos y disposiciones de carácter general expedidas por las autoridades competentes, así como a la normatividad de las Entidades Autorregulatorias, por lo cual requieren tener un conocimiento amplio de la normatividad en materia bursátil.

2. Actuar con base en una conducta profesional íntegra que permita el desarrollo transparente y ordenado del mercado. Este principio se materializa con la responsabilidad de los Profesionales para actuar con integridad personal, pues sus conductas no sólo afectan su reputación y la de la persona moral con la cual se encuentran vinculados, sino también la del mercado bursátil en su totalidad.
3. Hacer prevalecer el interés del cliente, es decir, el público inversionista es la razón de ser del mercado bursátil, por lo cual es indispensable que los Profesionales generen confianza entre sus clientes a través de una actuación transparente, imparcial y de buena fe, sin anteponer otros intereses.
4. Evitar los conflictos entre el interés personal y el de terceros, lo cual quiere decir que los Profesionales, en la realización de sus actividades, deberán evitar conflictos de interés con sus clientes, entre éstos o con la persona moral con la que se encuentren vinculados.
5. Proporcionar al mercado información veraz, clara, completa y oportuna. La eficiencia de un mercado bursátil depende en gran medida de la calidad de la información que se hace pública, así como de la amplitud y oportunidad con la cual se divulga.

6. Salvaguardar la confidencialidad de la información de los clientes. Este principio tiene como propósito fundamental salvaguardar la confidencialidad de la información que los Profesionales poseen de sus clientes como consecuencia de sus actividades y limitar su divulgación únicamente a las autoridades y Entidades Autorregulatorias competentes.
7. No usar ni divulgar información privilegiada. Este principio tiene como propósito fundamental evitar el uso y la difusión indebida de información privilegiada.
8. Competir en forma leal, o sea que, los Profesionales deben procurar que la competencia de servicios en materia bursátil se desarrolle en forma honrada y de buena fe.

3.2.4. Otras Disposiciones

La Ley de Concursos Mercantiles contiene algunas disposiciones referentes a operaciones financieras derivadas. Como se mencionó anteriormente, esta Ley contempla una definición legal que para efectos de la misma ha de entenderse por operaciones financieras derivadas.

Las disposiciones de la referida ley están encaminadas a dar por terminadas anticipadamente dichas operaciones en la fecha de la declaración de concurso mercantil. La resolución que declare en concurso al comerciante deberá comunicarse a este mercado o su contraparte para que cierre las posiciones abiertas

por el comerciante declarado en concurso. Dichas operaciones deberán compensarse en términos de esa ley.³⁴⁰

Lo anterior, a fin de determinar los derechos de crédito a favor o en contra de la masa concursal. En el primer caso, para que sea entregado el monto que resulte de la compensación al conciliador, en un término de 30 días naturales a partir de la

³⁴⁰ Artículo 104.- Los contratos diferenciales o de futuros y las operaciones financieras derivadas, que venzan con posterioridad a la declaración de concurso mercantil, se darán por terminadas anticipadamente en la fecha de declaración de concurso mercantil. Estos contratos y operaciones deberán compensarse en los términos de esta Ley.

En caso de que no exista previsión alguna en los convenios correspondientes para la compensación y liquidación de las prestaciones adeudadas, con el propósito de efectuar la compensación, el valor de los bienes u obligaciones subyacentes se determinará conforme a su valor de mercado el día de la declaración del concurso mercantil. A falta de valor de mercado disponible y demostrable, el conciliador podrá encargar a un tercero, experimentado en la materia, la valuación de los bienes u obligaciones.

El crédito que, en su caso, se genere en contra del Comerciante, será exigible mediante el reconocimiento de créditos. En caso de que el vencimiento anticipado a que se refiere este artículo genere un saldo a cargo del que hubiere contratado con el Comerciante, aquél deberá de entregarlo a la Masa dentro de un plazo máximo de treinta días naturales contados a partir de la declaración de concurso mercantil.

Para efectos de esta Ley se entenderá por operaciones financieras derivadas aquéllas en las que las partes estén obligadas al pago de dinero o al cumplimiento de otras obligaciones de dar, que tengan un bien o valor de mercado como subyacente, así como cualquier convenio que, mediante reglas de carácter general, señale el Banco de México.

Artículo 105.- Deberán compensarse, y serán exigibles en los términos pactados o según se señale en esta Ley, en la fecha de declaración del concurso mercantil, las deudas y créditos resultantes de ... operaciones financieras derivadas, ... operaciones de futuros u otras operaciones equivalentes, ... que puedan reducirse al numerario, aun cuando las deudas o créditos no sean líquidos y exigibles en la fecha de declaración del concurso mercantil pero que, en los términos de dichos convenios o de esta Ley, puedan hacerse líquidos y exigibles.

Las disposiciones de este artículo serán aplicables no obstante lo señalado en el artículo 92 de esta Ley, y aun cuando la compensación se realice dentro del periodo a que hace referencia el artículo 112 del presente ordenamiento, salvo que se probare que el convenio o convenios que dieron lugar a la compensación, fueron celebrados o modificados para dar preferencia a alguno o varios acreedores.

El saldo deudor que, en su caso, resulte de la compensación permitida por este artículo a cargo del Comerciante, podrá exigirse por la contraparte correspondiente mediante el reconocimiento de créditos. De resultar un saldo acreedor en favor del Comerciante, la contraparte estará obligada a entregarlo al conciliador para beneficio de la Masa, en un plazo no mayor a treinta días naturales, contados a partir de la fecha de la declaración del concurso mercantil.

declaración de concurso mercantil; y en el segundo caso, para que sea exigible el monto a cargo del comerciante declarado en concurso, mediante el reconocimiento de créditos.

Cabe hacer mención que en los mercados organizados, independientemente de lo arriba referido, en cuanto el cliente deje de entregar las liquidaciones diarias o liquidaciones extraordinarias, la Cámara de Compensación y el Socio Liquidador procederán a cerrar la posición del cliente incumplido³⁴¹ y, en su caso, los contratos abiertos sobre cualquier activo subyacente. El Socio Liquidador solicitará a la Cámara de Compensación que libere las Aportaciones Iniciales Mínimas correspondientes a los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones del cliente; éstas y cualquier otro recurso liberado serán utilizados para hacer frente a las obligaciones del cliente incumplido.³⁴²

La Ley refiere que en caso de no preverse la terminación anticipada, se tomará el valor de mercado del activo subyacente del día de la declaración de concurso mercantil; esta situación se presentaría en los instrumentos derivados operados en mercados OTC, no así en los mercados organizados, ya que en éstos los instrumentos están estandarizados y pueden darse por terminados en cualquier momento.

³⁴¹ Es importante señalar que, hasta la fecha no ha habido incumplimiento y no ha sido necesario hacer uso de este mecanismo (Red de Seguridad).

³⁴² Disposición Trigésima Séptima de las Disposiciones Prudenciales.

Por otra parte, la Ley del Impuesto sobre la Renta incluye algunas disposiciones relativas a este tipo de operaciones a efecto de señalar el régimen fiscal al que se encuentran sujetos los contribuyentes que realicen este tipo de operaciones. Esto es, para determinar cuando se considerarán como ingresos gravables o no y consecuentemente si se enterarán como ganancia acumulable o pérdida deducible, determinar el momento que deberán hacerse las deducciones, según se trate de personas físicas o morales.

3.3. Autoridades Competentes

Las autoridades reguladoras en materia de mercado de derivados son: la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Ésta última también dotada de facultades de supervisión.³⁴³

Asimismo, la primera de las Reglas de Derivados lo reitera indicando que se entenderá por autoridades “Conjunta o indistintamente, a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores SHCP y al Banco de México.”

³⁴³ También intervienen en menor medida la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas en la supervisión de las sociedades que participan en el mercado de derivados como clientes (no como intermediarios), de las cuales tienen encomendada la supervisión y vigilancia, en sus respectivos ámbitos de competencia.

3.3.1. Secretaría de Hacienda y Crédito Público

La SHCP representa la máxima autoridad federal en materia financiera; ésta se rige por la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, cuyo artículo 31 la faculta para entre otras cosas:

- VII. Planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país, que comprende al banco central, a la banca de desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito.
- VIII. Ejercer las atribuciones que le señalen las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y organizaciones y actividades auxiliares del crédito.

Particularmente, en materia de productos derivados, mercados organizados y en virtud de las Reglas de Derivados, la SHCP se encuentra facultada para:

- 1) Autorizar, contando con la previa opinión del Banco de México y de la CNBV:
 - a) La constitución y funcionamiento de las Bolsas de Futuros y Opciones.
 - b) La constitución y funcionamiento de las Cámaras de Compensación.
 - c) La adquisición de porcentajes mayores al 5% y menores al 20% del total de las acciones de la Bolsa de derivados o de constancias de derechos patrimoniales de la Cámara de Compensación.

- d) La actuación de personas diferentes de los Socios Liquidadores para actuar como fideicomitentes de la Cámara de Compensación.
- 2) Autorizar:
- a) La adquisición del control de Bolsas o Cámaras de Compensación por parte de personas vinculadas.
 - b) La fusión de dos o más Bolsas.
 - c) La transmisión del patrimonio fideicomitido de una Cámara de Compensación a otra u otras.
- 3) Aprueba, contando la previa opinión del Banco de México y de la CNBV:
- a) Las modificaciones a la documentación constitutiva de los Socios Liquidadores.
 - b) Los términos y condiciones de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción.
- 4) Aprueba:
- a) El acta constitutiva y las modificaciones a los estatutos de las Bolsas de derivados.
 - b) El contrato de fideicomiso Cámara de Compensación y modificaciones al mismo.
 - c) El reglamento interior de las Bolsas de derivados y sus modificaciones.
 - d) El reglamento interior de las Cámaras de Compensación y sus modificaciones.
- 5) Revocar la autorización para actuar como Bolsa de derivados o Cámara de Compensación, escuchando a la sociedad o fideicomiso afectado y oyendo la opinión de la CNBV y del Banco de México.

- 6) Vetar las aprobaciones a las instituciones de crédito y las casas de bolsa para actuar como Socios Liquidadores, cuando considere que:
 - a) Los fideicomitentes o los miembros del Comité Técnico no cuentan con la suficiente calidad técnica o moral para el desempeño de sus funciones, y
 - b) Cuando el procedimiento de aprobación no se haya ajustado a los reglamentos internos de la Bolsa y de la Cámara de Compensación de que se trate.

- 7) Solicitar información adicional a:
 - a) Instituciones de banca múltiple que deseen actuar como fiduciarias en fideicomisos que tengan por fin operar como Cámara de Compensación.
 - b) Personas que deseen constituir una Bolsa.
 - c) Sociedades, instituciones de crédito y casas de bolsa que actúen como fiduciarias en los fideicomisos que regulan las Reglas de Derivados relativa a las operaciones con Contratos de Futuro y Contratos de Opción (facultad que también pueden ejercer la CNBV y al Banco de México).

3.3.2. Banco de México

Este Instituto Central se encarga de emitir opinión sobre el ejercicio de ciertas facultades de la SHCP, señaladas previamente.

Por otra parte, en uso de las facultades concedidas por su ley y en términos de sus Circulares 2019/95 y 10-266 dirigidas a instituciones de banca múltiple y casas de

bolsa respectivamente, se encarga de autorizar a las instituciones de banca múltiple y casas de bolsa para actuar como intermediarios en mercados extrabursátiles o mercados reconocidos para llevar a cabo operaciones de futuro, opción o swap.

Asimismo, puede renovar dichas autorizaciones discrecionalmente, cuando considere que las instituciones continúan cumpliendo con los 31 requerimientos para participar en los mercados autorizados (Anexo 8 de la Circular 2019/95).

De igual forma, el Banco de México puede suspender o revocar la autorización a los intermediarios que:

- 1) Infrinjan las disposiciones aplicables a la operación de que se trate;
- 2) Dejen de reunir cualquier requerimiento del Anexo 8;
- 3) No tengan el capital mínimo básico requerido;
- 4) No le proporcionen la información que les solicite;
- 5) Realicen operaciones en contravención a los sanos usos o prácticas que correspondan a dichas operaciones, a juicio del propio Banco; ó
- 6) Celebren operaciones con personas miembros del consejo de administración, propietarios o suplentes y demás personas que puedan obligar a las citadas entidades, sociedades o empresas, de manera individual o mancomunada, vinculadas con ellos, participen en personas morales cuyo objeto preponderante sea la realización de las operaciones financieras conocidas como derivadas.

3.3.3. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) está facultada por las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales para:

- 1) Emitir:
 - a) Normas de carácter prudencial, oyendo previamente la opinión de la SHCP y del Banco de México.
 - b) Disposiciones de carácter general que señalen las bases a que se sujetará la aprobación de los estados financieros mensuales y del balance general anual de las Bolsas, Operadores, Socios Liquidadores y Cámaras de Compensación.
- 2) Supervisar las sociedades y fideicomisos a que se refieren las Reglas de Derivados.
- 3) Instruir a la Bolsa que suspenda de manera temporal o permanente las operaciones cuando éstas no se efectúen en términos de las disposiciones aplicables.
- 4) Designar a las personas que sustituirán al Consejo de Administración o al Comité Técnico y que se harán cargo, respectivamente, de la Bolsa, Socio Liquidador, Cámara de Compensación u Operador de que se trate, en caso de irregularidades que afecten la estabilidad o solvencia de éstas o pongan en peligro los intereses del público o acreedores.

- 5) Ordenar a la Bolsa y a la Cámara de Compensación la adopción de medidas para regularizar la situación del Operador, Socio Liquidador o Cliente de que se trate.
- 6) Solicitar la remoción de los integrantes del Consejo de Administración, al Director General, comisarios, Contralor Normativo, directores y gerentes, a los integrantes de los comités técnicos de que se trate, los delegados; con el fin de procurar el sano desarrollo del mercado de futuros y opciones.
- 7) Autorizar a las Bolsas para invertir su capital en títulos representativos del capital social de empresas que les presten servicios complementarios o auxiliares en su administración o en la realización de su objeto.
- 8) Ordenar la suspensión o rectificación de la propaganda o información que a su juicio impliquen inexactitud, oscuridad o competencia desleal o que por cualquier otra circunstancia pueda inducir al error, respecto de las operaciones o servicios.

3.4. Estructura de los Mercados de Derivados

La estructura de los mercados organizados de productos derivados en México está dada por las Reglas de Derivados a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa; la estructura dada sigue los modelos de mercados organizados como el de España. El mercado organizado de productos derivados en México está conformado por una única Bolsa, MexDer, Mercado Mexicano de Derivados.

A continuación se presenta la organización de este único mercado organizado de productos derivados, de acuerdo a lo dispuesto por la Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales.

3.4.1. Bolsa de Derivados

3.4.1.1. Concepto de Bolsa de Derivados

En general se entiende a la Bolsa de derivados como "el lugar donde se llevan a cabo las operaciones de compraventa de Contratos de Futuro y Contratos de Opción, su función es facilitar las transacciones con contratos, procurando el sano desarrollo del mercado."³⁴⁴

Desde un punto de vista jurídico, la Bolsa de derivados es una sociedad anónima, autorizada por SHCP, previa opinión de la CNBV y Banco de México, que tiene por objeto proveer las instalaciones y demás servicios para que se coticen y negocien los Contratos de Futuro y Contratos de Opción.³⁴⁵

La solicitud para obtener la autorización debe acompañarse, para su aprobación, de:

- 1) Proyecto de escritura constitutiva de la sociedad;
- 2) Relación de socios que constituirán la sociedad y el capital que cada uno de ellos aportará;

³⁴⁴ BMV Educación. *Inducción a Productos Derivados*. Op. Cit. p.35.

³⁴⁵ Regla Primera de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa.

- 3) Relación de los consejeros y directivos que se nombrarían;
- 4) Proyecto de reglamento de organización y funcionamiento interno;
- 5) Requerimientos para poder ser socio de la Bolsa;
- 6) Derechos y obligaciones que tendrán los socios de la Bolsa, los Operadores y los Operadores de Mesa;
- 7) Proyecto de contrato que regirá las operaciones entre la Bolsa y la Cámara de Compensación, entre la Bolsa, los Operadores y los Socios Liquidadores;
- 8) Proyecto de reglamento interior;
- 9) Manuales de políticas y procedimientos de operación;
- 10) Descripción de los programas de auditoría que efectuará a los Operadores y Socios Liquidadores, y;
- 11) Descripción de los programas que implementará para vigilar los procesos de formación de precios.

Aprobada la escritura constitutiva, se inscribirá en el Registro Público de Comercio. Asimismo, cualquier modificación que se realice a la documentación debe ser aprobada por la SHCP.

Las sociedades deben tener la duración necesaria para el cumplimiento de su objeto o de sus fines. (Regla Trigésimo Segunda)

El capital social de las Bolsas se integrará por acciones ordinarias, que serán de igual valor y conferirán los mismos derechos y obligaciones a sus tenedores, y

podrán ser adquiridas por Operadores, Socios Liquidadores y por las demás personas físicas o morales que autorice la Bolsa en términos de sus estatutos sociales.

El capital mínimo de una Bolsa debe ser el equivalente en moneda nacional a cuatro millones de Unidades de Inversión, estar totalmente suscrito y pagado, debiendo estar integrado por acciones sin derecho a retiro, mientras que el monto del capital con derecho a retiro no puede ser mayor al capital pagado sin derecho a retiro. (Reglas Cuarta, inciso a) y Sexta)

Las Bolsas podrán invertir su capital en títulos representativos del capital social de empresas que les presten servicios complementarios o auxiliares con autorización de la CNBV.

3.4.1.2. Estructura Corporativa de la Bolsa de Derivados

MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, tiene los siguientes órganos corporativos: una Asamblea de Accionistas, un Consejo de Administración, una Dirección General y una Contraloría Normativa.

La Asamblea de Accionistas es el órgano supremo de la sociedad y sus resoluciones legalmente adoptadas son obligatorias para todos los accionistas.

El Consejo de Administración es el encargado de la administración de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados y está integrado por Consejeros propietarios y sus respectivos suplentes. Entre sus funciones principales se encuentran (Disposición Séptima):

- a) Aprobar la naturaleza de los servicios que preste la sociedad;
- b) Resolver sobre las solicitudes de admisión de nuevos participantes;
- c) Autorizar o suspender la inscripción de Socios Liquidadores y Operadores;
- d) Tomar medidas necesarias para atender cualquier contingencia;
- e) Aprobar las condiciones generales de contratación de nuevos productos; y
- f) Establecer los lineamientos para la operación de la Cámara de Compensación.

El Consejo de Administración se apoya por diversos subcomités para el desahogo y resolución de asuntos de naturaleza específica, previstos en las Reglas de Derivados y Disposiciones Prudenciales, a saber:

- Comité Ejecutivo
- Comité de Administración y Nuevos Productos
- Comité Normativo y de Ética
- Comité de Auditoría
- Comité Disciplinario y Arbitral
- Comité de Certificación
- Comité de la Cámara de Compensación
- Comité de Promoción

El Director General, designado por el Consejo de Administración, establece los lineamientos generales para la elaboración de los programas de trabajo y de contingencia, objetivos y metas de funcionamiento de cada área.

El Contralor Normativo, designado por la Asamblea de Accionistas, es responsable de vigilar que la Bolsa y Cámara de Compensación, así como los Operadores y Socios Liquidadores, cumplan con las disposiciones emitidas por las autoridades financieras y MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, y con la demás normatividad aplicable al mercado.

3.4.1.3. Funciones y Obligaciones de las Bolsas de Derivados

La función de las Bolsas es facilitar las transacciones con contratos, procurando el sano desarrollo del mercado, por lo cual sirve para poner en contacto a los sujetos económicos superavitarios que desean desprenderse de sus contratos.³⁴⁶ Para llevar a cabo esta función las Bolsas deben contar con:

- Sistemas operativos de negociación de contratos e información de posturas que permitan igualdad de condiciones en el acceso a los sistemas electrónicos.
- Sistema de control interno capaz de identificar la información de cada transacción relativa a:

³⁴⁶ Cfr. BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p.35.

- Operador;
 - Socio Liquidador;
 - Fecha y hora de concertación;
 - Precio y monto de la operación;
 - Clase y tipo de Contratos de Futuro y Contratos de Opción;
 - Activo Subyacente;
 - Fecha de cancelación;
 - Forma y lugar de liquidación;
 - Número de Contratos Abiertos y volúmenes operados; y
 - Operaciones que provengan de Cuentas Globales.
- Sistemas de monitoreo y revisión de las operaciones celebradas diariamente que permitan detectar infracciones en los procedimientos de concertación, recepción de órdenes y asignación de operaciones.
 - Sistemas de información que al inicio de cada sesión difundan:
 - Precio de cierre del día hábil anterior de cada contrato;
 - Número de contratos abiertos;
 - Información en tiempo real de las operaciones y posturas;
 - Tipo de contrato, fecha de vencimiento, precio de mercado y de ejercicio;
 - Volumen de transacciones diarias y datos históricos relacionados.
 - Mecanismos que le permitan verificar el patrimonio mínimo que deben mantener los Operadores y Socios Liquidadores.

- Planes y procedimientos de seguridad en caso de contingencias por las que se interrumpa, altere o impida la negociación.
- Sistemas de divulgación sobre los mecanismos implementados en caso de incumplimiento.
- Mecanismos para vigilar que se observen los procedimientos que para el caso de incumplimiento haya instrumentado la Cámara de Compensación.
- Un código de ética aplicable al personal de la Bolsa, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores, incluyendo a los Operadores de Mesa.

Así mismo, las Bolsas tienen las obligaciones siguientes, de acuerdo con la Quinta de las Reglas de Derivados:

- 1) Proveer las instalaciones, mecanismos y procedimientos adecuados para celebrar los Contratos de Futuro y Contratos de Opción;
- 2) Crear los comités para atender al menos asuntos relativos a la Cámara de Compensación, finanzas, admisión, contencioso y disciplina, ética, autorregulación, y conciliación y arbitraje;
- 3) Conciliar y decidir a través de los comités o de paneles de árbitros, las diferencias que se presenten por las operaciones celebradas en la Bolsa;
- 4) Llevar programas permanentes de auditoría a Socios Liquidadores y Operadores;
- 5) Vigilar :

- a. la transparencia, corrección e integridad de los procesos de formación de precios;
 - b. la estricta observancia de la normativa aplicable en la contratación de las operaciones;
 - c. que las actividades en Bolsa no se alejen de los usos bursátiles y sanas prácticas del mercado y se ajusten a las disposiciones aplicables; y
 - d. establecer las penas convencionales correspondientes.
- 6) Diseñar e incorporar Contratos de Futuro y Contratos de Opción, con autorización de las autoridades;
- 7) Elaborar los requerimientos estatutarios que deben cumplir los Socios Liquidadores, con aprobación de las autoridades;
- 8) Vigilar las operaciones en la Bolsa y Cámara de Compensación;
- 9) Llevar la documentación de las actividades, registros históricos, e informar a las Autoridades sobre todas las operaciones realizadas en Bolsa;
- 10) Contar con un sistema de control interno que permita dar seguimiento preciso y conocer la información completa de cada transacción;
- 11) Dar a conocer los nombres de los Socios Liquidadores autorizados;
- 12) Publicar sus estados financieros y presentar a las Autoridades el resultado de una auditoría externa; y
- 13) Tomar las medidas para evitar la concentración de mercado por parte de Socios Liquidadores u Operadores.

Otras funciones de las Bolsas son definir los programas de capacitación y actualización de ética y los lineamientos para certificar la capacitación de personal de los Operadores, Socios Liquidadores y Cámara de Compensación que intervengan directamente en la celebración de operaciones, entre otras. (Décima Primera de las Disposiciones Prudenciales).

Sin embargo, la función más importante de las Bolsas es actuar como órgano autorregulado del mercado, es decir, como organismo que se encuentra dotado de facultades reguladoras, sancionadoras, de vigilancia y auditoría respecto de sí misma y de los demás participantes del mercado. Dicha función se encuentra materializada mediante la emisión de su Reglamento Interior y Manual de Políticas y Procedimientos, en los que detalla la forma de llevar a cabo sus funciones de vigilancia, auditoría, sancionadora y resolución de conflictos.

3.4.2. Cámara de Compensación

Los mercados de derivados estandarizados cuentan con una Cámara de Compensación, que funge como garante de todas las obligaciones financieras que se generan por las operaciones de productos derivados estandarizados.

3.4.2.1. Definición de Cámara de Compensación

La Cámara de Compensación, como previamente mencionamos, es una entidad independiente encargada de la liquidación y compensación de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción, que rompe el vínculo entre vendedor y comprador, actúa como contraparte en todas las operaciones concertadas en Bolsa, asegurando que todos los contratos serán cumplidos en tiempo y forma, eliminando el riesgo de contraparte.

La definición dada por la Primera de las Reglas de Derivados la señala como: "... fideicomiso³⁴⁷ que tenga por fin compensar y liquidar Contratos de Futuro y Contratos de Opción, así como actuar como contraparte en cada operación que se celebre en la Bolsa."

La naturaleza jurídica de esta figura en México es un fideicomiso³⁴⁸ con autorización de la SHCP, escuchando la opinión de la CNBV y Banco de México, cuyo fin es actuar como contraparte de cada operación con Contratos de Futuro y Contratos de Opción que se celebren en Bolsa, así como compensar y liquidar los mismos.

³⁴⁷ Artículo 381 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito. En virtud del fideicomiso, el fideicomitente transmite a una institución fiduciaria la propiedad o la titularidad de uno o más bienes o derechos, según sea el caso, para ser destinados a fines lícitos y determinados, encomendando la realización de dichos fines a la propia institución fiduciaria.

³⁴⁸ La imposibilidad de las instituciones para el depósito de valores de asumir riesgos y celebrar operaciones impedía a S.D. Indeval, S.A. de C.V. fungir como cámara de compensación por lo cual se crea una contraparte central como entidad encargada de la compensación y liquidación de contratos de opción y contratos de futuro. http://www.mexder.com/mexder/body_frame.html *citatum post* CANELA VALLE, Diana. El mercado de productos derivados mexicano. Tesis de Especialidad en Derecho Financiero. 2002. p. 32.

Sus elementos personales y materiales son:

- **Fideicomitentes**: Los fideicomitentes de la Cámara de Compensación pueden ser de dos tipos:

- a. Socios liquidadores, éstos tienen derechos corporativos y patrimoniales plenos, deben ser por lo menos cinco; y
- b. Personas físicas o morales que deseen invertir en tales fideicomisos, que autorice la SHCP, oyendo previamente la opinión de la CNBV y Banco de México. Éstos poseen derechos patrimoniales plenos y derechos corporativos restringidos: pueden nombrar en su conjunto como máximo al diez por ciento de los integrantes del Comité Técnico del fideicomiso, pero en todo caso nombran cuando menos un integrante, además no pueden formar parte de los comités a que se refieren las Reglas de Derivados.

Ninguna persona física o moral puede adquirir de manera directa o indirecta el control de las constancias de derechos fiduciarios de la Cámara de Compensación por más de del 5%, excepto en el caso de que lo autorice la SHCP, en cuyo caso dicho porcentaje no podrá ser mayor a 21% de dichas constancias. (Regla Vigésimo Segunda)

- **Fiduciaria**: pueden adoptar dicho carácter las instituciones de banca múltiple, con autorización de la SHCP, misma que deberá aprobar la documentación siguiente (Regla Decimoséptima):
 - a. Proyecto de contrato de fideicomiso;
 - b. Proyecto de reglamento interno;
 - c. Una descripción de los mecanismos que utilizará para efectuar la compensación y liquidación de las operaciones, así como la recepción y entrega de las Aportaciones Iniciales Mínimas y de la Liquidación Diaria;
 - d. Proyecto de los programas permanentes de auditoría que se aplicarán a los Socios Liquidadores y los mecanismos que permitan dar seguimiento a la situación patrimonial de dichos Socios Liquidadores;
 - e. Las medidas que se adoptarían en caso de incumplimiento o quebranto de alguno o algunos de los Socios Liquidadores, diseñando una red de seguridad para tales efectos;
 - f. Los manuales de políticas y procedimientos de operación, los sistemas de administración y control de riesgos, y los métodos de valuación que se utilizarían para medir las Aportaciones;
 - g. El proyecto de contrato que regirá las operaciones entre la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores, así como los proyectos de contratos que se utilizarán para la celebración de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción; y

h. Los Socios Liquidadores que pretendan constituir una Cámara de Compensación, deberán presentar además un documento que precise las políticas y procedimientos a seguir para resolver el probable conflicto de interés, que pudiera presentarse en la realización de sus operaciones como Socios Liquidadores y como fiduciarios en fideicomisos en los que actúen como Cámara de Compensación.

- **Fideicomisarios**: son los clientes e inversionistas.
- **Patrimonio Fideicomitado**: podrá ser aportado por Socios Liquidadores (por lo menos el 51%) y/o por las personas con autorización de la SHCP.

El fideicomiso debe ser irrevocable para los fideicomitentes mientras existan obligaciones pendientes de cubrir o la duración necesaria para el cumplimiento de su objeto o de sus fines. (Regla Trigésimo Segunda)

Asigna, Compensación y Liquidación está constituida como un fideicomiso de administración y pago constituido en 1998 en BBVA Bancomer, con el objeto de compensar y liquidar las operaciones de productos derivados que se realizan en MexDer, Mercado Mexicano de Derivados.

3.4.2.2. Estructura Patrimonial de las Cámaras de Compensación

El patrimonio de cada Cámara de Compensación está integrado cuando menos por:

1. **Patrimonio mínimo**: éste se constituye con las aportaciones de los fideicomitentes, el cual debe ser cuando menos el equivalente en moneda nacional a quince millones de Unidades de Inversión. El cien por ciento del patrimonio mínimo deberá aportarse en efectivo y mantenerse invertido en:
 - a. Depósitos bancarios de dinero a la vista;
 - b. Valores gubernamentales con plazo de vencimiento menor a 90 días; y
 - c. Reportos al referido plazo sobre dichos títulos.

Hasta el diez por ciento del patrimonio mínimo referido y el excedente de éste podrán estar invertidos en otros activos que aprueben las Autoridades.

2. **Fondo de Aportaciones**: es el fondo constituido con las Aportaciones Iniciales Mínimas entregadas por los Socios Liquidadores a la Cámara de Compensación por cada contrato abierto.

Los Socios Liquidadores deben entregar diariamente las Aportaciones Iniciales Mínimas respecto de los contratos abiertos para que puedan registrar, compensar y liquidar operaciones.

3. **Fondo de Compensación**: es el fondo constituido en la Cámara de Compensación con recursos adicionales a las Aportaciones Iniciales Mínimas que la propia Cámara de Compensación solicita a los Socios Liquidadores por

el equivalente al diez por ciento de las citadas Aportaciones Iniciales Mínimas, así como con cualquier otra cantidad que les requiera para este fondo.

Los Socios Liquidadores tienen la obligación de constituir y reconstruir diariamente el Fondo de Compensación con relación al aumento o reducción de los contratos abiertos.

Los fondos líquidos, valores, rendimientos y demás accesorios que se generen con motivo de la inversión del patrimonio del fideicomiso, así como los derechos y demás recursos que sean entregados al fideicomiso para el cumplimiento de sus fines, deberán estar plenamente identificados y separados por cada fideicomitente.

3.4.2.3. Estructura Corporativa de la Cámara de Compensación

La Cámara de Compensación cuenta con una Junta de Fideicomitentes -órgano supremo-, un Comité Técnico y una Dirección General. El Comité Técnico es responsable de administrar la Cámara de Compensación y llevar a cabo las decisiones de la Junta de Fideicomitentes; adicionalmente, cuenta con otros órganos colegiados para la toma de decisiones:

- Subcomité de Admisión y Administración de Riesgos;
- Subcomité de Administración;
- Subcomité de Auditoría;
- Subcomité Disciplinario y Arbitral; y

- Subcomité Normativo y de Ética.

Para llevar a cabo sus facultades, la Trigésima Segunda de las Disposiciones Prudenciales señala como obligaciones del Comité Técnico:

1. Resolver sobre las solicitudes de admisión de fideicomitentes, así como determinar el monto que deberán aportar al fideicomiso;
2. Autorizar y suspender la inscripción en el Registro de Socios Liquidadores de la Cámara de Compensación;
3. Establecer horarios en que se llevará a cabo la compensación y liquidación de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción;
4. Fijar las tarifas, cuotas o comisiones que cobrará la Cámara de Compensación por los servicios que preste;
5. Expedir el reglamento interior de la Cámara de Compensación;
6. Vigilar las actividades de los Socios Liquidadores;
7. Establecer los comités que estime necesarios;
8. Realizar coordinadamente con la Bolsa auditorías a sus Socios Liquidadores;
9. Determinar conjuntamente con la Bolsa las posiciones límites por Socio Liquidador, Cliente y Cuenta Global para cada tipo de Contrato de Futuro y Contrato de Opción, así como los supuestos en que los Socios Liquidadores deberán incrementar las Aportaciones Iniciales Mínimas; y
10. Imponer sanciones por infracciones a las normas que emita la Cámara de Compensación.

3.4.2.4. Funciones y obligaciones de las Cámaras de Compensación

La función de las Cámaras de Compensación es determinar diariamente el saldo de las operaciones realizadas por cada Socio Liquidador, calcular las aportaciones correspondientes, abonándolas en la cuenta del socio correspondientes cuando éstas sean positivas o cargándolas en el caso de que sean negativos, exigiendo además aportaciones para los fondos complementarios y liquidando las posiciones de los Operadores cuan ello sea necesario.³⁴⁹

Para llevar a cabo su función, de acuerdo con la Trigésima Cuarta de las Disposiciones Prudenciales, las Cámaras de Compensación deben contar con:

- Un Sistema que compense y liquide los Contratos de Futuro y Contratos de Opción, que les permita la segregación de cuentas, valorar diariamente a precios de mercado y las posiciones que mantienen los Operadores, Socios Liquidadores y Clientes.
- Sistemas de monitoreo que identifiquen las posiciones y posiciones límites de los Operadores, Socios Liquidadores y Clientes.
- Sistema de medición de riesgos que les permitan verificar la situación que guardan sus Socios Liquidadores respecto al patrimonio mínimo, Aportaciones Iniciales Mínimas, Liquidaciones Diarias y Liquidaciones Extraordinarias.

³⁴⁹ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 37.

- Planes y procedimientos de seguridad en caso de contingencias por virtud de las cuales se interrumpa o altere el sistema de compensación y liquidación.
- Mecanismos que procuren la entrega del activo subyacente y que verifiquen que los almacenes generales de depósito y cualquier entidad que reciba bienes para ser entregados físicamente, mantengan registros que describan las cantidades, calidades, clasificación, condiciones de almacenamiento y espacio requerido del Activo Subyacente respectivo.
- Mecanismos que coordinadamente con la Bolsa, permitan el adecuado tratamiento de las posiciones, fondos y activos de los Socios Liquidadores en caso de incumplimiento.
- Sistemas de información a la Bolsa y a los Socios Liquidadores relativa al número y monto de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones compensados y liquidados diariamente, clasificados por clase y tipo, así como por el Activo Subyacente al que se encontraban referidos, y que identifique las transacciones efectuadas por cada Socio Liquidador.

Por lo anterior, las obligaciones de las Cámaras de Compensación, siguiendo lo dispuesto por la Vigésima de las Reglas de Derivados son:

1. Establecer los mecanismos necesarios para efectuar la compensación y liquidación de las operaciones;
2. Actuar como contraparte ante instituciones de crédito, casas de bolsa o clientes por las operaciones que por cuenta de tales personas les lleven los Socios Liquidadores;

3. Exigir, recibir y custodiar las aportaciones iniciales mínimas, las liquidaciones diarias y las liquidaciones extraordinarias que les entreguen los Socios Liquidadores;
4. Administrar y custodiar el Fondo de Compensación y el Fondo de Aportaciones;
5. Elaborar requerimientos estatutarios y demás requisitos que tendrán que cumplir los Socios Liquidadores;
6. Pactar la posibilidad de intercambio de información con otras Cámaras de Compensación;
7. Contar con mecanismos que les permitan dar seguimiento a la situación patrimonial de los Socios Liquidadores;
8. Establecer programas permanentes de auditoría a los Socios Liquidadores y a los Operadores que administren cuentas globales;
9. Establecer los controles internos para que los funcionarios y empleados encargados de su administración y operación, no puedan encargarse de la administración y operación de ningún Socio Liquidador;
10. Instrumentar, vigilar y sancionar las medidas que deberán adoptarse para procurar la integridad financiera de la Cámara de Compensación, como:
 - a. la determinación de las Aportaciones;
 - b. la *mutualización*³⁵⁰ de riesgos entre los Socios Liquidadores; y
 - c. demás medidas complementarias de corrección.

³⁵⁰ Las Reglas y las Disposiciones no definen este término. tampoco lo hacen los Reglamentos Interiores, ni Manuales de Políticas y Procedimientos de la Bolsa y la Cámara de Compensación. En general, la *mutualización* se refiere a que las aportaciones que conforman los diferentes fondos serán utilizadas para cubrir las llamadas de margen y cerrar la posición de un Socio Liquidador incumplido.

11. Pactar en los contratos de fideicomiso que la Cámara de Compensación podrá intervenir administrativamente a los Socios Liquidadores, con el objeto de aplicar las medidas correctivas necesarias para la sana operación de la Cámara de Compensación y de la Bolsa;
12. Definir las medidas que deberán adoptarse en caso de incumplimiento o quebranto de algún Socio Liquidador e incumplimiento de los Clientes de las cuentas globales, diseñando una red de seguridad;
13. Definir coordinadamente con la Bolsa, un límite por Cliente para cada tipo de Contrato de Futuro y Contrato de Opción celebrados por un Socio Liquidador;
14. Fijar coordinadamente con la Bolsa, un número máximo total de contratos abiertos;
15. Crear al menos un comité de administración de riesgos y un comité de auditoría;
16. Proporcionar la información sobre su actividad y la de los Socios Liquidadores a las Autoridades;
17. Someterse a la supervisión y vigilancia de la Bolsa;
18. Publicar sus estados financieros y presentar a las Autoridades el resultado de una auditoría externa a la que ella misma se someta; e
19. Informar al público trimestralmente sobre su situación financiera, sus fuentes de financiamiento y los mecanismos de protección que utilizarán en sus operaciones.

Así mismo, podrá ceder por cuenta de los Socios Liquidadores los contratos abiertos de un Socio Liquidador a otro u otros Socios Liquidadores, para lo cual deberá obtener de éstos un mandato irrevocable, antes de que inicien operaciones y el Socio Liquidador que corresponda, deberá actuar conforme a las instrucciones que reciba de la propia Cámara de Compensación. (Regla Vigésimo Primera)

3.4.3. Socios Liquidadores

3.4.3.1. Concepto de Socio Liquidador

Los Socios Liquidadores se definen como fideicomisos³⁵¹ que sean socios de la Bolsa y que participen en el patrimonio de la Cámara de Compensación, teniendo como finalidad liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes, Contratos de Futuro y Contratos de Opción operados en Bolsa. (Regla Primera)

Las instituciones de crédito y las casas de bolsa que deseen actuar como fiduciarias en fideicomisos que tengan como fin operar como Socios Liquidadores, deberán obtener la aprobación de la Bolsa y de la Cámara de Compensación, en los términos previstos en los reglamentos internos.(Regla Séptima)

³⁵¹ Se eligió la figura del fideicomiso a fin de evitar la contaminación de riesgos y quebrantos de las instituciones de crédito y casas de bolsa, a causa de la operación con instrumentos financieros derivados, y que dichos quebrantos ocasionaran el cumplimiento de sus demás obligaciones, ya que estas operaciones no contarían con la protección de los entonces Fondo Bancario de Protección al Ahorro Bancario (FOBAPROA) y el Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL). Adicionalmente, se pensó que la introducción de la figura de fideicomiso segmentaría el capital que los intermediarios financieros destinarían a la operación con instrumentos derivados. Cfr. http://www.mexder.com/mexder/body_frame.html *citatum post* CANELA VALLE. Op. Cit. p. 32.

De lo anterior, podemos señalar que los Socios Liquidadores son fideicomisos de administración y pago, con las siguientes:

a. Características:

- i) participan como accionistas de MexDer; y
- ii) participan como fideicomitentes en los fideicomisos que operan como Cámara de Compensación.

b. Funciones:

- i) realizan la liquidación de las operaciones realizadas en el mercado; y
- ii) celebran, por cuenta de clientes o por cuenta propia, Contratos de Futuro y Contratos de Opción operados en MexDer.

c. Con aprobación de:

- i) Bolsa; y
- ii) Cámara de Compensación.

Los Socios Liquidadores son intermediarios capaces de liquidar operaciones por cuenta de clientes o por cuenta propia, constituyéndose en obligados solidarios frente a la Cámara de Compensación, respecto de las obligaciones que lleve de sus clientes y Operadores. (Decimoquinta y Vigésimo Segunda de las Reglas de Derivados)

Los Socios Liquidadores requieren cubrir requisitos financieros, crediticios y operativos que se establecen en las Disposiciones Prudenciales, Reglamentos y Manuales de la Bolsa y de la Cámara de Compensación. Los Socios Liquidadores

tienen capitalización independiente, son especialistas en evaluación de riesgos de contraparte, segmentan las aportaciones y evitan conflictos de interés al diferenciar las operaciones de cuenta propia de las operaciones por cuenta de terceros.³⁵²

En cuanto a la naturaleza jurídica de esta figura, ésta es un fideicomiso, cuyos elementos personales son:

- **Fideicomitentes**: pueden actuar con esta calidad las instituciones de crédito, las casas de bolsa y demás entidades de grupos financieros, personas físicas y morales.
- **Fiduciaria**: invariablemente serán casas de bolsa e instituciones de crédito con aprobación de la Bolsa y la Cámara de Compensación; y deberán presentar ante la SHCP los siguientes documentos:
 - a. Proyecto de contrato de fideicomiso;
 - b. Plan general de funcionamiento y los manuales de políticas y procedimientos de operación y de liquidez;
 - c. Informe detallado sobre los sistemas de administración y control de riesgos;
 - d. Proyectos de contratos que utilizarán con sus clientes para la celebración de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción; y
 - e. Cualquier otra información que dicha Secretaría estime conveniente.

³⁵² MexDer, Mercado Mexicano de Derivados. Una Introducción.
http://www.mexder.com/inter/info/mexder/avisos/MexDer_Mercado_Mexicano_de_Derivados.pdf

La SHCP oyendo previamente la opinión de la CNBV y Banco de México, se reserva el derecho de vetar las aprobaciones, cuando considere que los fideicomitentes, o bien, los miembros del Comité Técnico, no cuentan con la suficiente calidad técnica o moral para el desempeño de sus funciones, o cuando el procedimiento de aprobación no se haya ajustado a los reglamentos internos de la Bolsa y de la Cámara de Compensación. (Regla Décima)

- **Fideicomisario:** son los mismos fideicomitentes en el caso de fideicomisos que únicamente liquidan y compensan los Contratos de Futuro y Contratos de Opción por cuenta propia; y los clientes cuando se trata de Socios Liquidadores por cuenta de terceros.

Los fideicomisos tienen el carácter de irrevocables para los fideicomitentes mientras existan obligaciones pendientes de cubrir o la duración necesaria para el cumplimiento de su objeto o de sus fines.

3.4.3.2. Clases de Socios Liquidadores

En una primera clasificación los Socios Liquidadores pueden ser:

- a. Fideicomisos cerrados, es decir, no permiten la adhesión de terceros una vez constituidos Los Socios Liquidadores por cuenta propia
- b. Fideicomisos abiertos, esto es, prevén la posibilidad de que se adhieran terceros con el carácter de fideicomitentes y fideicomisarios

Existen dos tipos de Socios Liquidadores:

a. Los Socios Liquidadores por cuenta propia:

- i. Éstos compensan y liquidan exclusivamente las operaciones de sus fideicomitentes (instituciones integrantes del grupo financiero al que pertenezcan y, en su caso, el Operador en cuyo capital participen éstas).
- ii. Su patrimonio debe ser el mayor de:
 - (a) El equivalente en moneda nacional de 2'500,000 de Unidades de Inversión; ó
 - (b) El 4% de las Aportaciones Iniciales Mínimas.
- iii. Su patrimonio debe estar invertido en:
 - (a) Depósitos en dinero a la vista;
 - (b) Valores gubernamentales con plazo menor a 90 días; y
 - (c) Reportos sobre éstos valores.

Podrán computar como parte del patrimonio mínimo hasta el 30% en constancias de derechos fiduciarios de la Cámara de Compensación y de las acciones de la Bolsa.

b. Los Socios Liquidadores por cuenta de terceros:

- i. Éstos compensan y liquidan las operaciones por cuenta de sus clientes;
- ii. Su patrimonio mínimo debe ser el mayor de:

- (a) El equivalente en moneda nacional de 5'000,000 de Unidades de Inversión; ó
 - (b) El 8% de las Aportaciones Iniciales Mínimas.
- iii. Debe estar invertido en los mismos instrumentos arriba mencionados.

3.4.3.3. Funciones y obligaciones de los Socios Liquidadores

Como se ha mencionado, la función de los Socios Liquidadores es liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes, Contratos de Futuros y Contratos de Opciones operados en Bolsa.

Para llevar a cabo su función, los Socios Liquidadores deben contar con:

- Sistema de recepción, registro y ejecución de órdenes y asignación de operaciones (Disposición Cuadragésima Cuarta);
- Sistemas que les permitan tener un control diario de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones liquidados (Disposición Cuadragésima Quinta);
- Sistemas que les permitan valuar los contratos abiertos que mantengan y Aportaciones; así como recolectar y devolver Aportaciones (Disposición Cuadragésima Sexta).

De acuerdo con la Decimoquinta de las Reglas de Derivados, los Socios Liquidadores tienen las siguientes obligaciones:

1. Liquidar y celebrar las operaciones con Contratos de Futuro y Contratos de Opción;
2. Satisfacer los requerimientos patrimoniales de la Cámara de Compensación;
3. Solicitar y entregar a sus clientes, las liquidaciones diarias y extraordinarias que les correspondan;
4. Devolver a sus clientes las Aportaciones una vez que se haya extinguido su obligación;
5. Responder hasta por el límite de su patrimonio a la Cámara de Compensación de las operaciones que celebren;
6. Responder solidariamente ante la Cámara de Compensación por el incumplimiento de las operaciones que lleve;
7. Evaluar la situación financiera de sus clientes;
8. Informar a la Cámara de Compensación en un plazo no mayor de un día hábil, si su patrimonio se encuentra por debajo del mínimo;
9. Informar a la Cámara de Compensación en un plazo no mayor de un día hábil, cuando alguno de sus clientes incumpla con sus obligaciones;
10. Someterse a los programas permanentes de auditoría que establezcan la Bolsa y la Cámara de Compensación;
11. Pactar en los contratos de fideicomiso que deberán:
 - a. Cumplir las medidas que instrumente la Cámara de Compensación para procurar la integridad financiera (mutualización de riesgos entre los Socios Liquidadores);

- b. Someterse a la intervención administrativa de la Cámara de Compensación cuando el patrimonio del Socio Liquidador de que se trate se encuentre por debajo del mínimo establecido;
- c. Aceptar que la Cámara de Compensación podrá ceder, por cuenta suya, contratos abiertos a otro u otros Socios Liquidadores, cuando se presente el supuesto señalado en el numeral inmediato anterior, para lo cual deberán otorgar a aquélla un mandato irrevocable, antes de que inicien operaciones; y
- d. Observar las instrucciones que les dé la propia Cámara de Compensación respecto de la liquidación de los Contratos de Futuro y Contratos de Opción, cuando no sea posible o conveniente celebrar la cesión.

12. Publicar trimestralmente sus estados financieros; y

13. Notificar a la CNBV la apertura y el cierre de Cuentas Globales.

Adicionalmente, los Socios Liquidadores deberán:

- a. Obtener su inscripción en el Registro de Operadores y Socios Liquidadores de la Bolsa (Disposición Vigésima Segunda);
- b. Obtener su inscripción en el Registro de Socios Liquidadores de la Cámara de Compensación. (Disposición Cuadragésima Tercera);
- c. Entregar a la Cámara de Compensación para procurar el cumplimiento de las operaciones en las que intervengan (Regla Decimotercera):
 - i) Aportaciones Iniciales Mínimas;

- ii) Liquidaciones Diarias; y
 - iii) Liquidaciones Extraordinarias.
- b. Aportar a la Cámara de Compensación, las cantidades que ésta les requiera para el Fondo de Compensación;
 - c. Llevar sistemas de registro que les permitan identificar individualmente en su contabilidad las cantidades que les entreguen los Clientes por concepto de Aportaciones Iniciales Mínimas o Excedentes de las Aportaciones Iniciales Mínimas, así como cualquier otra cantidad que reciban de personas distintas a los Clientes (Regla Decimocuarta);
 - d. Invertir los Excedentes de las Aportaciones Iniciales Mínimas en:
 - i) depósitos bancarios de dinero a la vista;
 - ii) valores gubernamentales con plazo de vencimiento menor a 90 días;
 - iii) reportos al referido plazo sobre dichos títulos;
 - iv) en los demás valores que aprueben las Autoridades.
 - e. Elaborar una boleta o comprobante de cada transacción (Disposición Quincuagésima Primera);
 - f. Enviar a los clientes un estado de cuenta mensual (Disposición Quincuagésima Segunda); y
 - g. Elaborar prospectos de información relativa a la clase y tipo de Contratos de Futuro y Contratos de Opción que celebren y liquiden (Disposición Quincuagésima Segunda).

3.4.4. Operadores

3.4.4.1. Concepto de Operador

Los Operadores son intermediarios, que pueden negociar por cuenta propia y ajena, pero necesita liquidar las operaciones con la Cámara de Compensación a través de un Socio Liquidador.³⁵³

Pueden actuar directamente como Operadores las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales, que pueden o no ser socios de la Bolsa, cuya función sea actuar como comisionista de uno o más Socios Liquidadores y, en su caso, como administradores de Cuentas Globales, en la celebración de Contratos de Futuro y Contratos de Opción, y que pueden tener acceso al sistema electrónico de negociación de la Bolsa para la celebración de dichos contratos. (Regla Primera)

Cuando los Operadores celebran Contratos de Futuro y Contratos de Opción por cuenta propia, se consideran que actúan como Clientes.

Las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales podrán actuar directamente como Operadores y Formadores de Mercado, esto es, sin necesidad de constituir una subsidiaria para ese único fin, como antes se encontraba establecido.³⁵⁴

³⁵³ Cfr. HERNÁNDEZ, Pablo. Op. Cit. pp. 38-39

³⁵⁴ BMV Educación. Inducción a Productos Derivados. Op. Cit. p. 43.

Los Operadores son intermediarios facultados para tener acceso a las instalaciones de la Bolsa y por tal motivo celebrar operaciones con contratos. Sin embargo, al momento de liquidar dichos contratos deberán hacerlo necesariamente a través de un Socio Liquidador, debido a que no son miembros de la Cámara de Compensación y, por tanto, no les está permitido realizar esa función.³⁵⁵

Los Operadores deben formalizar un contrato con al menos un Socio Liquidador a través del cual éste se obligue a responder solidariamente frente a la Cámara de Compensación por las operaciones que el Operador realice por su cuenta. (Regla Vigésimo Segunda)

Los Contratos de Futuro y Contratos de Opción que los Operadores lleven a la Cámara de Compensación por cuenta de sus clientes, deberán ser ejecutados a través de un Socio Liquidador en la Bolsa, el mismo día en que se celebren. (Regla Vigésimo Cuarta)

Los Operadores no pueden administrar o mantener las Aportaciones que les entreguen los Clientes; sin embargo, cuando lleven cuentas globales pueden realizar la administración de los Excedentes de las Aportaciones Iniciales Mínimas.

³⁵⁵ Idem.

Los Operadores tienen que cumplir con los requisitos que al efecto establezca el Reglamento Interior de la Bolsa, para poder celebrar las operaciones y contar con un capital mínimo equivalente en moneda nacional a cien mil Unidades de Inversión, salvo cuando administren Cuentas Globales será por lo menos un millón de Unidades de Inversión (Regla Vigésimo Tercera).

El capital referido deberá estar invertido en:

- a) depósitos bancarios de dinero a la vista;
- b) valores gubernamentales con plazo de vencimiento menor a 90 días; ó
- c) reportos sobre dichos títulos al mencionado plazo.

Las inversiones que el Operador efectúe en el capital de la Bolsa, computarán como parte del capital.

Los Operadores personas físicas deben acreditar por cualquier medio contar con la solvencia económica y garantías necesarias para respaldar el cumplimiento de sus obligaciones derivadas de la celebración de Contratos de Futuro y Contratos de Opción.

3.4.4.2. Funciones y obligaciones de los Operadores

Los Operadores para llevar a cabo su función deben contar con:

- Sistemas de recepción, registro y ejecución de órdenes y asignación de operaciones de compra o venta, salvo que realicen exclusivamente operaciones por cuenta propia, incluyendo cuando actúen como Formadores de Mercado.
- Sistemas de administración de riesgos capaces de calcular diariamente los movimientos en los precios de los Contratos de Futuros y Contratos de Opciones que mantienen, así como los de sus Activos Subyacentes, salvo en los casos que lo establezca el Reglamento Interior de las Bolsas cuando realicen exclusivamente Operaciones por cuenta propia.
- Sistemas contables que les permitan identificar individualmente en su contabilidad las cantidades que reciban de Clientes; asimismo, tendrán la obligación de registrar en su contabilidad las cantidades que entreguen a los Socios Liquidadores a nombre y por cuenta de Clientes.

Las obligaciones de los Operadores de acuerdo con la Regla Vigésimo Sexta son:

1. Solicitar y entregar a los clientes las liquidaciones diarias que les correspondan, cuando así se haya convenido en el contrato de comisión respectivo;
2. Solicitar a los Socios Liquidadores las Aportaciones que correspondan devolver a los Clientes, una vez que se haya extinguido su obligación, cuando así se haya convenido en el contrato de comisión;
3. Informar a la Bolsa en un plazo que no será mayor de un día hábil, si su capital se encuentra por debajo del exigido,

4. Someterse a los programas permanentes de auditoría que establezca la Bolsa y la Cámara de Compensación;
5. Responder solidariamente ante los Socios Liquidadores por el incumplimiento de las operaciones que realicen como administradores de Cuentas Globales;
- y
6. Notificar a la CNBV la apertura y el cierre de Cuentas Globales.

Formadores de Mercado

Los formadores de mercado son Operadores con aprobación por parte de la Bolsa para actuar con tal carácter y que deberán mantener en forma permanente y por cuenta propia, cotizaciones de compra y venta de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones, respecto de la clase en que se encuentran registrados, con el fin de promover su negociación.

Puede desempeñarse con tal carácter las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales.

Operadores de Mesa

Un Operador de mesa es la persona física contratada por un Operador o por un Socio Liquidador, para ejecutar órdenes para la celebración de Contratos de Futuros

y Contratos de Opciones por medio de los sistemas electrónicos de negociación de la Bolsa.

3.4.7. Disposiciones Generales

3.4.7.1. Cuentas Globales

Ésta es una figura recién integrada al régimen aplicable a las operaciones derivadas, mediante la cual personas con pocos recursos pueden acceder a los mercados de derivados.

Se trata de una cuenta administrada por un Operador o por un Socio Liquidador en donde se registran las operaciones de uno o varios clientes siguiendo sus instrucciones en forma individual y anónima.

Pueden ser administradores de cuentas globales los Operadores, excepto los que sean personas físicas, y los Socios Liquidadores, cuando obtengan la aprobación de la Bolsa y de la Cámara de Compensación, acreditando el cumplimiento de los requisitos que establezcan.

Los Operadores y los Socios Liquidadores que cuenten con la mencionada aprobación podrán administrar una o más Cuentas Globales.

3.4.7.2. Revocación de la Autorización

La SHCP, escuchando a la sociedad o fideicomiso afectado, y oyendo la opinión de la CNBV y Banco de México, podrá declarar la revocación de las autorizaciones concedidas a las personas que actúen como Bolsa y a las instituciones de banca múltiple que actúen como fiduciarias en fideicomisos que tengan por fin operar como Cámara de Compensación, en los casos siguientes:

1. Si no se presenta la escritura constitutiva o el contrato de fideicomiso debidamente protocolizado para su aprobación dentro de los tres meses siguientes a la fecha del otorgamiento de la autorización;
2. Si no se inician operaciones dentro del plazo de seis meses contado a partir de la aprobación de la escritura o contrato, o si al darse estos últimos no estuviere pagado el capital o patrimonio mínimos, según sea el caso;
3. Si la sociedad o fideicomiso arroja pérdidas que afecten su capital o patrimonio mínimos;
4. Si la sociedad o fideicomiso proporcionan información falsa, imprecisa o incompleta, dolosamente a las Autoridades;
5. Cuando por causas imputables a la sociedad o a los fideicomisos no aparezcan debida y oportunamente registradas en su contabilidad las operaciones que hayan efectuado, y por tanto no reflejen su verdadera situación financiera; y
6. Si las sociedades o fideicomisos transgreden en forma grave o reiterada las disposiciones que les son aplicables.

3.4.7.3. Obligación de proporcionar información

- a. **Al público:** La Bolsa deberá mantener a disposición del público la información sobre las operaciones que realicen en la misma para fines estadísticos y de información general, guardando confidencialidad sobre aquella información que pudiere llegar a influir en el mercado.

Los Socios Liquidadores y la Cámara de Compensación deberán mantener a disposición del público información sobre las operaciones que realicen en la Bolsa para fines estadísticos y de información general, guardando en todo momento los secretos previstos en la Ley de Instituciones de Crédito y en la Ley del Mercado de Valores, según corresponda.

- b. **A las Autoridades:** Las sociedades, así como las instituciones de crédito y casas de bolsa que actúen como fiduciarias en los fideicomisos que regulan las Reglas de Derivados, deberán proporcionar a la SHCP, a la CNBV y al Banco de México, la información relativa a las operaciones previstas en las Reglas de Derivados, en los términos que para tal efecto establezcan las Autoridades.

En los contratos que suscriban los Socios Liquidadores y Operadores con los Clientes, se deberá recabar su autorización para que la información derivada de las operaciones que se celebren por cuenta de estos últimos, pueda ser proporcionada a

las Bolsas, a entidades de supervisión y regulación financiera de otros países por conducto de las Autoridades, así como a los Socios Liquidadores en los casos de incumplimiento de Contratos de Futuro o Contratos de Opción, cesión de Contratos Abiertos por cuenta de un Socio Liquidador que lleve a cabo la Cámara de Compensación, y en cualquier otro supuesto que autorice la CNBV.

Finalmente, en el siguiente capítulo presento algunas consideraciones que justifican la necesidad de una ley que regule los mercados organizados de instrumentos financieros derivados y una propuesta de lo que debería contener la misma.

CAPITULO 4

PROPUESTA DE

LEY QUE REGULE LOS

MERCADOS

ORGANIZADOS DE

PRODUCTOS

DERIVADOS

4.1. Justificación de la necesidad de una Ley que regule los Mercados Organizados de Productos Derivados

A lo largo de este trabajo he analizado la regulación que rige a los mercados organizados de productos derivados en otros países, a fin de presentar un marco de referencia sobre las condiciones regulatorias de los mismos en comparación con la situación que guardan en México.

De igual forma, mostré que en el mayor y más evolucionado de los mercados de derivados, es decir, el de Estados Unidos de América, en sus inicios fue desarrollándose sin control estatal, y posteriormente, las autoridades intervinieron en su regulación, con el propósito de controlar los efectos negativos de la especulación y los intentos de manipulación o acaparamiento de mercado. La primera disposición legal federal relativa a instrumentos derivados prohibía este tipo de operaciones (*Anti-Gold Futures Act*, 1864). Inicialmente, los gobiernos estatales regularon el comercio de instrumentos derivados, debido principalmente a los efectos negativos de la especulación en los precios de mercancías agrícolas, que eran utilizadas como activos subyacentes.

Posteriormente, el Gobierno Federal de los Estados Unidos de América emitió una ley para regular este mercado, *Futures Trading Act* en 1921. A lo largo del periodo comprendido desde el siglo XX hasta nuestros días, las autoridades de dicho país han emitido varias leyes con la finalidad de regular los mercados de derivados. La

regulación ha cambiado, teniendo siempre como propósito la protección del interés público, la cual se lleva a cabo mediante la prevención de la manipulación del mercado y cualquier otra distorsión que pueda afectar la integridad del mismo, evitando riesgos sistémicos, protegiendo a los participantes del mercado de fraudes, ventas abusivas, malversación de fondos y por otra parte, promoviendo una competencia justa entre las Bolsas de derivados, entre otros mercados y entre los participantes.

Para tales efectos, los Estados Unidos de América cuentan con dos autoridades en materia de productos derivados, una de ellas con jurisdicción exclusiva sobre futuros y opciones sobre futuros, ésta es la *Commodity Futures Trading Commission*; la otra autoridad es la *Securities Exchange Commission* se encarga de regular los mercados de opciones sobre acciones, índices accionarios, divisas y títulos emitidos por el gobierno federal. Estas autoridades tienen facultades para emitir disposiciones de carácter obligatorio que deberán observar los participantes en los mercados de derivados, así como, facultades de vigilancia y sanción.

Asimismo, para complementar la regulación emitida por las autoridades, los mercados de productos derivados cuentan con una asociación gremial dotada de facultades de autorregulación para emitir normas obligatorias para sus agremiados, llevar a cabo la supervisión, vigilancia, sanción y solución de controversias entre sus asociados.

Por lo que se refiere al Reino Unido de la Gran Bretaña (Inglaterra), la Ley de Servicios y Mercados Financieros está enfocada a regular a los intermediarios, los requerimientos técnicos que deben cubrir y señalar las facultades de supervisión y regulación de los mercados que puede ejercer la *Financial Services Authority*, quedando la regulación específica de los mercados organizados de derivados a los organismos autorreguladores y bolsas de derivados.

En el caso de España, a partir de 1998 los mercados organizados de productos derivados se encuentran regulados mediante disposiciones con el rango de ley, esto es mediante la Ley del Mercado de Valores 37/1998, en la que se contempla el régimen fundamental, su estructura y normas básicas, dejando la regulación específica y detallada en otras disposiciones de carácter secundario.

Si bien es cierto que estos mercados se encuentran regulados mediante disposiciones con el rango de ley, es de señalarse que no se trata de una ley especial, sino de un apartado de la Ley del Mercado de Valores.

Adicionalmente y como lo señala la misma ley, los mercados organizados de productos derivados se encuentran regulados también por el Real Decreto 1814/1991, y en segundo término por los reglamentos interiores de las bolsas.

Por otra parte, la supervisión del desarrollo de estos mercados es realizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Así mismo y sin perjuicio de las

facultades que ésta ejerce, las bolsas de derivados también realizan algunas funciones de supervisión del mercado, a fin de salvaguardar los derechos de los inversionistas, corrección y transparencia de procesos de formación de precios.

De lo anterior se desprende que, cada país ha encontrado un régimen particular para regular los mercados organizados de instrumentos financieros derivados, aunque un factor común es la presencia de la figura de la autorregulación por parte de las bolsas y cámaras de compensación. En nuestro caso, los mercados organizados de futuros y opciones se encuentran regulados mediante disposiciones administrativas emitidas conjuntamente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México (las autoridades financieras), o sólo por algunas de éstas.

Como se observó en el Capítulo Tercero, el surgimiento de un mercado organizado de futuros y opciones en México fue un hecho promovido por la Bolsa Mexicana de Valores, la S.D. Indeval, Institución para el Depósito de Valores, algunas casas de bolsa, instituciones de crédito y las autoridades financieras.

Las autoridades financieras advirtiendo la existencia de una demanda real de instrumentos financieros que permitieran controlar riesgos y administrar portafolios y, siguiendo los estándares propuestos por organismos internacionales como el Grupo de los 30, la *Internacional Organization of Securities Commissions* (IOSCO), la *Internacional Federation of Stock Exchanges* (actualmente *World Federation of*

Exchanges, WFE) y la *Futures Industry Associations* (FIA), procedieron a la emisión de las normas que permitieran el establecimiento de un mercado organizado de productos derivados en México.

Así, el 31 de diciembre de 1996, se publicaron en el Diario Oficial de la Federación las "Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa" (las Reglas de Derivados), emitidas conjuntamente por las autoridades financieras, cada una en el ejercicio de sus atribuciones; y el 16 de mayo de 1997, fueron publicadas en el Diario Oficial de la Federación las "Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa" (las Disposiciones Prudenciales), emitidas por la CNBV.

Las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales desde la fecha de su emisión, durante el proceso de creación del mercado de futuros y opciones y aún después de su constitución, han estado evolucionando para adecuar sus requerimientos a las necesidades del mercado, a fin de hacer viable y eficiente el desarrollo del mismo. Para tal efecto, los intermediarios han estado en constante comunicación con las autoridades, tal situación se encuentra reflejada en los informes anuales de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles,³⁵⁶ en los

³⁵⁶ Cfr. ASOCIACIÓN MEXICANA DE INTERMEDIARIOS BURSÁTILES, Informes anuales de 1996, 1997 y 1998.

cuales se señala la integración de grupos de trabajo con los intermediarios y las autoridades financieras.

Ahora bien, a casi nueve años de que se emitieran las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales relativas a este tipo de mercados y a siete años de que comenzara a operar MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, no existe una ley especial para regular los mercados de Contratos de Futuro y Contratos de Opción estandarizados. El mercado continúa sin una ley que brinde seguridad jurídica a los participantes, ya sea intermediarios o clientes. Cabe señalar que, por su especialidad no podría incluirse dentro de la Ley del Mercado de Valores, ya que como señalamos anteriormente no se trata de valores, aunque comparta algunas características de los mercados bursátiles, aunado a lo anterior, los mercados de derivados tienen funciones específicas.

Con base en lo anterior, la emisión de un ordenamiento legal que regule al mercado de instrumentos derivados es conveniente y necesaria por las siguientes razones:

1. Permitiría incorporar los mecanismos necesarios para la protección de los intereses del público inversionista a nivel de ley.
2. Permitiría impulsar el desarrollo de un mercado seguro, eficiente y accesible a todo aquel con necesidades de cobertura de riesgos o, en su caso, especulación, fijar las atribuciones de las autoridades en la materia, ya sea de interpretación, administración, supervisión y vigilancia, así como promover el

perfeccionamiento de las figuras ya existentes, como la autorregulación, cuya aplicación es incipiente y limitada.

3. Recogería la experiencia regulatoria adquirida a lo largo de casi una década, lo que dotaría al mercado de la fortaleza necesaria para expandirse y alcanzar un óptimo desarrollo.³⁵⁷

4. Permitiría unificar conceptos como los de *futuro*, *opción* y otros relacionados con la operación de estos instrumentos, precisando la terminología aplicable. Al respecto, cabe señalar que las Reglas de Derivados y la Circular 2019/95 dictada por el Banco de México, respecto de futuros y opciones proporcionan definiciones diferentes, aunque en esencia son muy parecidas, por lo que podría aprovecharse esta oportunidad para fijar la definición legal de este tipo de instrumentos y evitar la duplicidad de definiciones y situaciones confusas.

5. Podría definirse la naturaleza jurídica de estos instrumentos, ya que debido a que no existe una definición legal, tampoco puede determinarse su naturaleza, a su vez, la expedición de una ley permitiría el desarrollo del estudio jurídico de estos instrumentos.

Cabe hacer mención que, en general no existe una definición legal de derivados, salvo la dada para efectos de la Ley de Concursos Mercantiles, la

³⁵⁷ Cfr. ATHIÉ MORALES, Alejandro. Op. Cit. p.3.

cual no es muy clara, ni precisa, por lo que, nos referimos a estos instrumentos con diversas denominaciones.

6. La falta de una legislación adecuada podría aumentar el riesgo legal,³⁵⁸ esto es, aunado a los riesgos de mercado, los inversionistas podrían inhibir su participación debido a la falta de una adecuada regulación que les permitiera hacer cumplir las obligaciones derivadas de un contrato a su contraparte. Así, la conveniencia de contar con una ley especial en la materia sería que ésta aportaría mayor seguridad jurídica a los participantes, en comparación con la que otorgan las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales. Pensemos en el caso de una controversia llevada a tribunales, un juez podría resolver de manera errónea basándose en otras leyes, ya que la regulación existente es de carácter administrativo, las cuales tienen menor jerarquía y por prelación se aplicaría primero la ley. Por el contrario, de existir una ley especial que regulara los mercados organizados de productos derivados, el juez resolvería con base en ella y la misma podría señalar los principios para su interpretación o señalar, en su caso, la autoridad facultada para ello.

7. Resulta poco atractivo para posibles inversionistas extranjeros no contar con un adecuado marco regulatorio. A este respecto se ha señalado que, la creación del mercado de derivados en México ha permitido modernizar y elevar la competitividad de nuestro sistema financiero en el ámbito

³⁵⁸ Como se mencionó, el Riesgo Legal es la posibilidad de que un contrato no pueda ser cumplido por la vía legal. Cfr. REUTERS. Curso sobre Derivados. Op. Cit. p. 153.

internacional, ha propiciado la permanencia de capitales que ya no tienen que migrar ante eventos de volatilidad, y ha contribuido a la estabilidad macroeconómica, que es una condición necesaria para el desarrollo.³⁵⁹

8. Como otros beneficios adicionales, se tiene la existencia de una ley especial de la materia impulsaría el desarrollo, competitividad, eficiencia y expansión de estos mercados, considerados por algunos autores como social y económicamente deseables, y así garantizar la seguridad y sanas prácticas de comercio de este tipo de instrumentos.

4.2. Aspectos que deben regularse por la Ley que regule los Mercados Organizados de Productos Derivados

Entre los principales puntos que la ley que regule los mercados organizados de instrumentos derivados (a continuación nos referiremos a ella como la Ley) debe contener están:

En un primer apartado referente a cuestiones preliminares, como en toda ley debe establecer el objeto, los sujetos obligados y definiciones que se emplearán, en torno a estos aspectos, las propuestas son las siguientes:

³⁵⁹ Cfr. JIMÉNEZ ROJAS, Juan Carlos. La Reactivación del Crédito y el Uso de Productos Derivados. Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, No. 5, Junio, 2003. México. p. 3.

OBJETO

El objeto de la Ley sería proteger los intereses del público inversionista, así como impulsar el desarrollo y competitividad de los mercados organizados de productos derivados, promover la participación de inversionistas nacionales y extranjeros, y garantizar que la negociación se lleve a cabo con equidad, transparencia y de acuerdo a las sanas prácticas de mercado.

PRINCIPIOS RECTORES

Como principios rectores de los mercados de instrumentos financieros derivados se incluirían a: la Equidad, Transparencia, Autorregulación y el Control de Riesgos, mismos que a continuación explicamos.

La **Equidad** como principio rector garantiza la igualdad de trato y condiciones entre los participantes, sin importar si se trata de operaciones por cuenta de terceros o por cuenta propia, sino de acuerdo al orden cronológico en que son recibidas las órdenes de los participantes.

En cuanto al principio de **Transparencia**, éste comprendería el otorgamiento de información oportuna y en tiempo real de posturas, cotizaciones, precios de cierre, precios de liquidación, riesgos, acceso a los estados financieros de la Bolsa, de la Cámara de Compensación, de los Socios Liquidadores.

El principio de **Autorregulación** se refleja actualmente en la facultad de las Bolsas y Cámara de Compensación de emitir sus Reglamentos Interiores, para llevar a cabo acciones a fin de supervisar su cumplimiento y, en su caso, tomar medidas a fin de hacerlos cumplir; así mismo cuentan con la facultad de dirimir controversias que surjan entre los diferentes participantes en el mercado.

Por su parte, el principio de **Control de Riesgos** estaría encaminado a vigilar la capacidad crediticia de los participantes y su tolerancia para soportar riesgos, verificar que no rebasen las posiciones límites señaladas para cada tipo de contrato, y separar las operaciones realizadas por cuenta propia de las realizadas por cuenta de terceros.

Por otra parte, en este apartado de definiciones debe fijarse el término gramatical para referirse a la figura de los derivados, debido a que en la actualidad los diferentes ordenamientos hacen referencia a "operaciones financieras conocidas como derivadas", "operaciones financieras derivadas", mientras que en la teoría suelen llamárseles también "instrumentos financieros derivados", "productos financieros derivados" o simplemente "derivados".

Consideramos que el término de "operación financiera derivada" es poco adecuado, ya que se presta a confusiones debido a que se puede realizar, ya sea una operación de venta, o una operación de compra de una operación financiera

derivada; esto es, se utiliza el mismo término para referirse a la acción y al objeto de la acción.

Por otra parte, la designación de "producto" hace referencia al "resultado de una operación", lo que crea cualquier actividad de la naturaleza o del hombre,³⁶⁰ en este sentido, no se trata de un resultado, sino de un medio a través del cual se pretende un objetivo, el de cobertura o especulación. Por lo antes referido, consideramos conveniente y sugerimos que se utilice el término "instrumentos financieros derivados" ya que en su acepción figurada "instrumento" significa "lo que se emplea para alcanzar un resultado",³⁶¹ que es más acorde a lo que es un derivado, un medio o herramienta para alcanzar un fin.

De acuerdo a lo anterior, propongo la siguiente definición de:

***Instrumento Financiero Derivado.**- es un contrato en virtud del cual las partes se deben prestaciones que dependen del precio de un bien o del valor de referencia, denominado Activo Subyacente, en un momento futuro, por medio del cual se cubren riesgos.*

Señalo en la definición que se trata de un contrato porque es un acuerdo de voluntades para vender, comprar, intercambiar bienes o la diferencia en dinero del precio del bien o del valor de referencia, denominado Activo Subyacente. El Activo

³⁶⁰ Cfr. Larousse, Diccionario Manual Ilustrado. Ramón García Pelayo. México, 1990. p. 697.

³⁶¹ Ibidem. p. 450.

Subyacente pueden ser: valores, tasas de interés o índices bursátiles, tipos de cambio, créditos o mercancías o cualquier variable que se pueda utilizar como medida de valor de referencia. Por los sujetos que intervienen y objetos que se negocian, es un contrato eminentemente mercantil.

La diferencia entre el valor pactado del Activo Subyacente y al valor de éste en el momento futuro convenido es el que determina la ganancia o pérdida que las partes sufren, dicho en términos jurídicos, se determinan las prestaciones que las partes se deben. En razón a que la determinación de depende de un acontecimiento futuro que hace que no sea posible la evaluación de la ganancia o pérdida, sino hasta que ese acontecimiento se realice, se trata de un contrato aleatorio.

Este tipo de contrato sirve como medio para la cobertura de riesgos, que como se señalé en el primer capítulo, consiste en tomar una posición en el mercado de futuros contrario a la posición en el mercado al contado, y de esta forma compensar las pérdidas en el mercado al contado con las ganancias en el mercado a futuro y viceversa la cual consiste en la compensación de las pérdidas. Es importante señalar la finalidad de este tipo de contratos en la definición, porque es la que hace la diferencia de los demás contratos mercantiles y bursátiles.

Esta definición abarca a los instrumentos financieros derivados operados tanto en mercados organizados, como en mercados no organizados.

Por otra parte, convendría que la Ley incluyera la definición de lo que ha de entenderse por “*mutualización*” o “*mutualizar*”, ya que este término es utilizado tanto en las Reglas de Derivados como en las Disposiciones Prudenciales, pero ninguna de ellas señala en qué consiste. Como anteriormente señalamos, la mutualización consiste en la utilización del Fondo de Compensación, constituidos por aportaciones de los diferentes Socios Liquidadores, para cubrir los adeudos en los que incurrió algún Socio Liquidador incumplido.

En un segundo apartado referente a las Bolsas de derivados, las disposiciones relativas señalarían que continuarían constituidas como sociedades anónimas, indicando los requerimientos para obtener la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y opiniones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y del Banco de México.

En este mismo apartado, es importante que la Ley señale los límites porcentuales para adquirir acciones representativas del capital social de las Bolsas y los supuestos en los cuales, las autoridades podrán autorizar un porcentaje mayor; de igual forma, se incluirían los casos en que sería necesaria la aprobación de las autoridades, tales como el hecho de adquirir acciones de sociedades que les presten servicios complementarios o auxiliares y para que un grupo de personas consideradas vinculadas adquieran el control de las Bolsas. Así mismo, se incluirían disposiciones relativas a su duración, fusión y capital mínimo, las facultades de

carácter normativo, disciplinarias y de vigilancia que, como órgano autorregulatorio, le corresponderían.

Por cuanto hace a las Cámaras de Compensación, la Ley señalaría los requisitos que las instituciones de banca múltiple deberán cubrir para actuar como fiduciarias en fideicomisos que tengan como fin operar como Cámara de Compensación, o tal vez sociedades anónimas con este único objeto; en ambos casos sería necesario obtener la autorización de la SHCP, previa opinión de la CNBV y Banco de México; de igual forma, indicaría quiénes pueden participar como accionistas o socios de estos fideicomisos o sociedades, el número mínimo de ellos, su participación en el patrimonio, señalar sus derechos patrimoniales y corporativos, límite para adquirir acciones o constancias fiduciarias, autorización para que un grupo de personas consideradas vinculadas adquieran el control de la misma, la estructura patrimonial (patrimonio mínimo, fondo de aportaciones y fondo de compensación), su duración, señalar sus obligaciones así como las facultades de autorregulación y de intervención administrativa, reducción de las aportaciones e imposición de límites de operación.

En el apartado referente a los Socios Liquidadores, éstos continuarían recibiendo la aprobación para actuar como tales, por las Bolsas y las Cámaras de Compensación, siempre que cumplan con los requisitos que establezcan las mismas.

Si bien en su momento se estimó conveniente que los Socios Liquidadores se constituyeran como fideicomisos a fin de evitar la contaminación de riesgos y que la pérdida en este tipo de operaciones afectaran las demás actividades de las instituciones de crédito y casas de bolsa, ésta misma naturaleza hace más complicada la operación y vigilancia del mercado; así mismo, al tratarse de fideicomisos, éstos no cuentan con personalidad jurídica. Por lo que, consideramos pertinente evaluar la posibilidad de que los Socios Liquidadores se constituyan como sociedades anónimas con el objeto único liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes y/o propia, Contratos de Futuro y Contratos de Opción operados en Bolsa, ya que se trata de una figura más sencilla, con una regulación más completa, contarían con personalidad jurídica y sería diferente de las instituciones de crédito o casas de bolsa. Así mismo, se facilitaría la vigilancia de estos participantes y se evitaría la complejidad en la estructura del mercado.

Así mismo, la SHCP conservaría su derecho de vetar la aprobación para operar como Socio Liquidador, otorgada por la Bolsa y la Cámara de Compensación.

Respecto de la diferenciación entre Socios Liquidadores por cuenta propia y Socios Liquidadores por cuenta de terceros, las divisiones fiduciarias de los bancos que han constituido Socios Liquidadores por cuenta propia y Socios Liquidadores por cuenta de terceros son quienes administran ambos fideicomisos, y en algunos casos los delegados fiduciarios son los mismos; pero para efectos contables y separar los riesgos, es importante distinguir entre las operaciones realizadas por entidades

pertenecientes al mismo grupo financiero, de las realizadas por cuenta de los clientes. Por lo tanto, lo importante es distinguir las operaciones realizadas por cuenta de los mismos Socios Liquidadores o instituciones del mismo grupo financiero, de las realizadas por personas distintas a éstas, no así, que se distinga entre Socios Liquidadores por cuenta propia y Socios Liquidadores por cuenta de terceros.

Tanto la Cámara de Compensación como los Socios Liquidadores estarían sujetos a un régimen que los obligue a contar con el capital necesario para realizar operaciones en este mercado, proporcional al riesgo al que estén expuestos (posiciones abiertas).

Como hasta ahora lo señalan las Reglas de Derivados, los Socios Liquidadores entregarían a la Cámara de Compensación las liquidaciones diarias, las liquidaciones extraordinarias, las aportaciones iniciales mínimas y las demás que le requiera para conformar el Fondo de Compensación; para lo cual, la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores contarán con sistemas de registro que permitan identificar tales cantidades individualmente por cada Socio Liquidador o cliente, según sea el caso, y señalar además cómo se invertirán dichas aportaciones.

De igual forma, la Ley señalaría la red de seguridad,³⁶² la cual operaría de forma diferente dependiendo de si el incumplimiento de obligaciones es por parte de algún cliente o de las entidades financieras que formen parte del mismo grupo financiero al que pertenece el Socio Liquidador. Así mismo, la Ley señalaría las demás obligaciones que deben cumplir los Socios Liquidadores, que actualmente se señalan en las Reglas de Derivados, incorporando en esta parte las relativas a las cuentas globales.

Por cuanto hace a los Operadores y Formadores de Mercado, éstos serían aprobados por la Bolsa y la Cámara de Compensación en la que pretendieran participar, pudiendo participar con tal carácter directamente las instituciones de crédito, casas de bolsa y personas físicas o morales, debiendo cumplir con los requisitos establecidos por la Bolsa.

Los Operadores continuarían ejecutando los Contratos de Futuro y Contratos de Opción por cuenta de sus Clientes a través de un Socio Liquidador, para lo cual celebrarían un contrato, en el que éste se obligue a responder solidariamente frente a la Cámara de Compensación por las operaciones que realice el Operador por su cuenta.

³⁶² Cabe resaltar la importancia de la Red de Seguridad en los mercados de futuros y opciones, ya que es esta figura la que permite que las pérdidas en este tipo de operaciones no afecte la operación de los demás intermediarios y no permite que las pérdidas se vayan incrementado. Por el objetivo de este trabajo no se incluyó en el mismo, pero aclarar que este mecanismo es de suma importancia y debe ser considerado cómo operaría en caso de cambiar la naturaleza jurídica de los Socios Liquidadores. Para mayor referencia véase las Reglas Vigésima, Vigésimo Sexta Bis 1 a Vigésimo Sexta Bis 3 de las Reglas de Derivados y las Disposiciones Trigésima Séptima a Trigésima Octava de las Disposiciones Prudenciales.

Las Bolsas continuarían dictando los requisitos para actuar con tal calidad en el mercado y los adicionales en caso de que pretendan administrar cuentas globales, señalando el patrimonio mínimo, así como los sistemas contables mediante los cuales identifiquen las cantidades recibidas por los clientes y mantener la prohibición de administrar o mantener aportaciones que les entreguen los clientes, salvo tratándose de cuentas globales.

En el apartado relativo a autoridades podría fijarse las atribuciones que corresponderían a cada una, de esta forma podría preverse que la SHCP pudiera llevar a cabo la interpretación de la Ley que se propone; así mismo, conservaría el derecho de veto respecto de la aprobación otorgada por la Bolsa y Cámara de Compensación para la participación de los Socios Liquidadores, tomando en consideración la opinión de la CNBV y de Banco de México; estableciéndose también los supuestos en los que podría revocarse la autorización a la Bolsa y/o la Cámara de Compensación.

En cuanto a la CNBV, la ley determinaría las atribuciones de supervisión y vigilancia, sin perjuicio de las facultades que pudieran tener la Bolsa, la Cámara de Compensación y, en su caso, otro organismo autorregulatorio. Así mismo, la CNBV adecuaría las Disposiciones Prudenciales para el eficaz funcionamiento del mercado y aplicación de la Ley que se propone.

Tanto la SHCP, como la CNBV y Banco de México tendrían en todo momento facultades para solicitar información de cualquiera de los participantes, esto es, de la Bolsa, la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores y Operadores, a su vez, éstos tendrían la obligación de someter a la consideración de las autoridades cualquier modificación a los documentos requeridos cuando presentaron su solicitud para participar como intermediarios en este mercado.

En la parte relativa a la protección de los intereses del público inversionista, se establecería la obligación de confidencialidad respecto de las operaciones realizadas por los clientes, una figura equivalente al secreto bancario y fiduciario, al que estarían constreñidos la Bolsa, la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores, Operadores, sus empleados, auditores externos y demás personas que tengan acceso a dicha información.

Lo anterior sin perjuicio de la información de mercado que la Bolsa y la Cámara de Compensación están obligadas a proporcionar y mantener a disposición del público sobre las operaciones que realicen en las mismas para fines estadísticos y de información general, lo cual constituiría otro derecho imprescindible para la protección de los inversionistas.

Así mismo, en aras de la protección de los intereses de los inversionistas, se establecería un apartado de sanciones en el que se establecerían las infracciones, su respectiva sanción y las entidades encargadas de imponerlas, esto es, algunas de

ellas las impondrían la Bolsa o la Cámara de Compensación en uso de sus facultades de autorregulación y otras la serían impuestas por la CNBV, dependiendo de la gravedad de la infracción.

Así, entre las infracciones graves se encontrarían la concentración de mercado, la difusión de información falsa con la finalidad de distorsionar la correcta formación de precios, los intentos de fraude, de manipulación del mercado, el uso indebido de información privilegiada, entre otras.

Se mantendría la prohibición a los Socios Liquidadores y las Cámaras de Compensación para recibir u otorgar financiamientos o crédito, con la salvedad y limitación que actualmente señalan las Reglas de Derivados.

Finalmente, la prohibición a los Socios Liquidadores y Operadores para que, directamente, o a través de un Operador o mediante un Operador de Mesa, realicen transacciones consigo mismo, celebren operaciones fuera de la Bolsa, tomen el carácter de contraparte de algún Cliente respecto de los Contratos de Futuros o Contratos de Opción, utilicen cualquier mecanismo que distorsione los procesos de formación de precios o, en general, se aparten de los usos bursátiles y sanas prácticas de mercado.

Respecto de la figura de la Autorregulación, esta ley permitiría en forma colateral fortalecerla, ya que podría promover el establecimiento de una asociación gremial en

materia de derivados que pudiera equiparse con la *National Futures Association* con facultades autorreguladoras, o mejor aún, consolidar las ya existentes en materia bursátil.

Al respecto, es importante señalar que actualmente existe la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles como organismo gremial autorregulatorio, y por otra parte está la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros, la cual se equipara con el ombudsman financiero que existe en otros países; ambas instituciones pudieran tener una participación más activa en los mercados de productos derivados, ya que no se trata de saturar el desarrollo del mercado con autoridades o asociaciones con poca o nula efectividad. Por tal razón señalamos que se podría fortalecer las instituciones ya existentes.

De esta forma, la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros encargarse del arbitraje de las diferencias que surjan entre los mismos Socios Liquidadores y Operadores, o entre éstos y sus clientes, para que la Bolsa enfoque su atención a la operación del mercado y así especializar a los organismos existentes en funciones específicas del mercado.

Por su parte, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles podría encargarse de los servicios de educación, certificación, investigación de los antecedentes de las

personas certificadas (funciones que actualmente ya realiza),³⁶³ imponer medidas disciplinarias en cuanto a las normas y código de conducta para hacer más efectiva las disposiciones que ésta emite.

De acuerdo a lo anteriormente señalado y de conformidad con lo que actualmente señalan las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales, propongo el siguiente esquema para la Ley que regule los Mercados Organizados de Instrumentos Derivados:

LEY DE MERCADOS ORGANIZADOS DE PRODUCTOS DERIVADOS

TÍTULO PRIMERO

DISPOSICIONES PRELIMINARES

1. Objeto de la Ley
2. Supletoriedad de la Ley
3. Principios
4. Definiciones

³⁶³ Actualmente, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, en materia de Derivados, certifica por cuenta de MexDer al personal de los Socios liquidadores y Operadores, además, cuenta con un sistema de cada persona que haya obtenido su certificación y sean autorizados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, conformando un expediente electrónico. Adicionalmente, podría encargarse del arbitraje de las diferencias que surjan entre los mismos Socios Liquidadores y Operadores, o entre éstos y sus clientes. BALMORI IGLESIAS, Ángela. El Nuevo Esquema de Certificación del Personal de los Mercados de Valores y Derivados. Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, No. 4, Abril 2003. México p. 6.

TÍTULO SEGUNDO

DE LOS ORGANISMOS AUTORROGULATORIOS

CAPÍTULO I

DE LAS BOLSAS DE DERIVADOS

5. Requisitos para la constitución de Bolsas
6. Límites a la participación accionaria de los socios
7. Posibilidad de adquirir acciones de empresas que les presten servicios complementarios o auxiliares
8. Autorización para que un grupo de personas consideradas vinculadas adquieran el control societario
9. Duración
10. Capital mínimo
11. Obligaciones
12. Bases para la fusión de dos o más Bolsas

CAPÍTULO II

DE LAS CÁMARAS DE COMPENSACIÓN

13. Solicitud de autorización y aprobación de documentos
14. Requisitos para actuar como fideicomitentes y fiduciaria
15. Control de constancias fiduciarias
16. Patrimonio mínimo
17. Fondo de Aportaciones y Fondo de Compensación

18. Posibilidad de reducir las aportaciones iniciales mínimas

19. Obligaciones

20. Intervención Administrativa

21. Duración

TÍTULO TERCERO

DE LAS ENTIDADES OPERATIVAS

CAPÍTULO I

DE LOS SOCIOS LIQUIDADORES

22. Solicitud de aprobación

23. Clases (abiertos y cerrados)

24. Quienes pueden actuar como fideicomitentes y fiduciaria

25. Documentación que deberá someter a las autoridades

26. Patrimonio mínimo

27. Aportaciones que realizarán a la Cámara de Compensación

28. Sistemas de registro

29. Red de Seguridad - Mutualización

CAPÍTULO II

DE LOS OPERADORES

30. Solicitud de aprobación

31. Contrato con Socio Liquidador quien responderá solidariamente

- 32. Patrimonio mínimo
- 33. Liquidación a través de Socio Liquidador
- 34. Sistemas contables
- 35. Obligaciones

TÍTULO CUARTO

DE LAS AUTORIDADES

- 36. Facultades (interpretación en materia administrativa)
- 37. Autorización de las autoridades, derecho de veto
- 38. Revocación de las autorizaciones
- 39. Facultad para requerir Información
- 40. Suspensión de operaciones
- 41. Ordenar modificaciones a instrumentos constitutivos, remoción de integrantes
- 42. Supervisión del mercado

TÍTULO QUINTO

DE LA PROTECCIÓN DE LOS INTERESES DEL PÚBLICO

- 43. Igualdad de trato y oportunidad en la atención de sus instrucciones
- 44. Confidencialidad de operaciones celebradas
- 45. Información del mercado a disposición del público
- 46. Recepción de confirmación de órdenes e informes de operaciones realizadas

47. Transferencia a otro Socio Liquidador u Operador cuando aquel con quien
contrató incumpla sus obligaciones

TÍTULO SEXTO

DE LAS PROHIBICIONES Y SANCIONES

48. Concentración de mercado

49. Financiamiento

50. Distorsión de procesos de formación de precios

TÍTULO SÉPTIMO

DE LAS ASOCIACIONES GREMIALES

51. Reconocimiento

52. Facultades

CONCLUSIONES

PRIMERA.- La regulación financiera existente no proporcionan una definición de lo que se entiende por operaciones derivadas, sino que describen algunas de sus variantes. Es la Ley de Concursos la que señala para efectos de la misma que se entenderá por "*operaciones financieras derivadas*".

SEGUNDA.- Los derivados son instrumentos financieros, cuyo precio o valor depende del precio o cotización de otro instrumento empleado como valor de referencia, denominado activo subyacente. A través de los derivados se busca eliminar o transmitir riesgos, así como disminuir la incertidumbre que se presentan debido a movimientos inesperados del precio del producto de referencia. Estos instrumentos sirven para cubrir riesgos y para especular.

TERCERA.- Las principales operaciones derivadas son los futuros, opciones, *warrants*, *swaps* y contratos adelantados o *forwards*. Las operaciones que se negocian en bolsas de derivados son los futuros y opciones.

CUARTA.- Los Futuros son contratos estandarizados en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un Activo Subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura. Sus principales características son que se negocia en mercados organizados, son acuerdos estandarizados, lo único negociable es el precio, la contraparte siempre es una cámara de compensación

quien absorbe el riesgo de crédito, existe un sistema de aportaciones iniciales, se lleva a cabo una liquidación diaria de pérdidas y ganancias, el cierre de posiciones se lleva a cabo mediante la celebración de la operación en sentido contrario y la cobertura es aproximada.

QUINTA.- Las Opciones son contratos estandarizados en los cuales el comprador, mediante el pago de una prima adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un Activo Subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el Activo Subyacente al precio convenido. Las opciones de acuerdo al derecho que confieren al comprador puede ser tipo Call, éstas otorgan al comprador el derecho de comprar, mediante el pago de una prima, cierta cantidad del activo subyacente al precio convenido. Por otra parte, las opciones tipo Put confieren el derecho, a vender cierta cantidad del activo subyacente al precio convenido, en el plazo predeterminado. Las opciones de acuerdo al momento en que se ejercen, pueden ser Americanas, las cuales son ejercidas en cualquier momento a partir de que son adquiridas hasta su fecha de vencimiento, a diferencia de las Europeas que sólo pueden ser ejercidas en una sola fecha, al vencimiento

SEXTA.- La naturaleza jurídica de este tipo de instrumentos aún no está definida. De acuerdo con nuestro marco legal, los instrumentos financieros no son títulos de crédito, ni valores, sino contratos cuyo valor depende de un valor subyacente al que estén referidos, y son de carácter mercantil si atendemos al objeto del contrato, ya

que se acuerda la compraventa de mercancías o cosas mercantiles tales como las acciones; y atendiendo a un criterio subjetivo, quienes realizan estas operaciones en su mayoría son comerciantes e invariablemente persiguen un lucro y especialmente evitar una pérdida. La característica determinante es su fin, este es, la gestión de riesgo a fin de reducir o eliminar las pérdidas derivadas de la materialización de los riesgos financieros inherentes a la operación de otros instrumentos financieros que manejan las unidades económicas.

SÉPTIMA.- Un mercado de derivados es el lugar físico o virtual, donde concurren personas físicas y morales para ofrecer y demandar operaciones con instrumentos cuyo precio está basado en otros bienes o activos subyacentes. Los instrumentos financieros derivados pueden ser negociados en dos tipos de mercados: en mercados organizados o bursátiles, y los no organizados también llamados extra-bursátiles u OTC por sus siglas en inglés (*over the counter*).

OCTAVA.- Los mercados organizados de productos derivados son aquellos en los que interviene una bolsa, la cual proporciona toda la infraestructura necesaria para que se celebren operaciones con futuros y opciones (instrumentos altamente estandarizados), y en los cuales la liquidación se realiza a través de una cámara de compensación, que actúa como contraparte de todos los compradores y vendedores; existe un régimen de márgenes o aportaciones, se utilizan sistemas de medición de riesgos, tecnología para el acceso a información en línea y precios en tiempo real, y gozan de gran liquidez, entre otras notas distintivas.

NOVENA.- Los mercados de futuros y opciones en Estados Unidos de América están regulados por disposiciones emitidas por entidades correspondientes a tres niveles: bolsas y cámaras de compensación; la *National Futures Association* (NFA, una asociación gremial autorreguladora); y la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC, un organismo de gobierno).

DÉCIMA.- Las bolsas y las cámaras de compensación fijan las especificaciones de los contratos y términos para su negociación. La regulación emitida por la NFA, como asociación autorreguladora, tiene como fin fijar estándares financieros y éticos, proteger a los clientes, y por tal razón puede imponer medidas disciplinarias a cualquier firma o individuo que no se conduzca conforme a sus reglas. La regulación emitida por las cámaras de compensación, bolsas y la NFA tiene dos funciones principales: asegurar que el comercio de futuros sea conducido de forma justa y adelantarse a la regulación gubernamental.

DÉCIMA PRIMERA.- Los mercados de instrumentos financieros derivados en Estados Unidos de América se encuentran regulados por la *Commodity Futures Trading Act* de 1974, la cual estableció un organismo administrativo, la CFTC, con amplias facultades para regular el comercio de futuros, actividades en bolsa y supervisar el cumplimiento de la regulación federal. El objetivo de la regulación gubernamental es asegurar que el comercio de futuros sirva con propósitos económicos y proteger a los usuarios de futuros. La CFTC tiene una amplia

jurisdicción sobre mercancías, y técnicamente tiene jurisdicción sobre todos los futuros y opciones sobre futuros comerciados en bolsa; por su parte, la *Securities Exchange Commission* (SEC) regula opciones sobre acciones, índices accionarios, divisas y valores emitidos por el gobierno. La SEC actualmente tiene derecho de veto sobre la aprobación de nuevos contratos de futuro sobre índices de bonos y acciones, sin embargo, la responsabilidad de los futuros y opciones sobre futuros básicamente descansa en la CFTC.

DÉCIMA SEGUNDA.- En el Reino Unido de la Gran Bretaña (Inglaterra), la *Financial Services and Markets Act* está enfocada a regular a los intermediarios, señalando los requerimientos técnicos que deben cubrir, las facultades de supervisión y regulación de los mercados que puede ejercer la *Financial Services Authority*, quedando la regulación específica de los mercados organizados de derivados a los organismos autorreguladores y bolsas de derivados. La operación con Futuros y Opciones es considerada una actividad regulada reservada a personas autorizadas. La *Financial Services Authority* es quien otorga permisos para desempeñar actividades reguladas, verifica que las firmas cumplan con los criterios requeridos, para lo cual puede requerir información, supervisa las bolsas, cámaras de compensación y otros proveedores de infraestructura de mercado, dirige la vigilancia del mercado y el monitoreo de operaciones, y puede iniciar investigaciones y, en su caso, imponer sanciones.

DÉCIMA TERCERA.- En España, la regulación de los mercados de derivados se encuentra contenida en la Ley del Mercado de Valores 37/1998, la cual determina el régimen fundamental; por el Real Decreto 1814/1991 que regula los Mercados Oficiales de Futuros y Opciones y por los reglamentos de mercado. La reforma de 1988, no considera a los instrumentos derivados como valores, sino como *“instrumentos financieros”*, sin embargo, los mercados de derivados se rigen por las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, con las adaptaciones necesarias. La supervisión del mercado se realiza por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien además inspecciona los mercados de valores y las actividades de personas físicas y jurídicas relacionadas con el comercio de los mismos, pudiendo iniciar la tramitación de procedimientos para la imposición de sanciones por infracciones leves y en caso de ser graves puede llegarse a la revocación de la autorización. Sin perjuicio de las facultades que le corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las Sociedades Rectoras de las bolsas deben vigilar la estricta observancia de las normas aplicables y su correcto desarrollo.

DÉCIMA CUARTA.- En México, inicialmente, las únicas disposiciones relativas a la operación con instrumentos financieros derivados eran las circulares de Banco de México, ya sea en mercados organizados o no organizados. Posteriormente, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, y el Banco de México emitieron las *“Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa”*, publicadas en el Diario Oficial

de la Federación el 31 de diciembre de 1996 y el 16 de mayo de 1997, las *“Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en su operación los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa”* emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. El 15 de diciembre de 1998, comenzó a operar “MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A.”

DÉCIMA QUINTA.- Las *“Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa”* definen la organización del mercado, las bases corporativas para la constitución de la Bolsa, y de su correspondiente Cámara de Compensación, así como las formas de operación de sus participantes; en tanto, las *“Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en su operación los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa”* establecen las atribuciones y facultades de supervisión y vigilancia de la Bolsa, Cámara de Compensación y de las propias autoridades, y definen las normas prudenciales de operación de los participantes y las facultades autorregulatorias de MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A.

DÉCIMA SEXTA.- En uso de las facultades de Autorregulación, MexDer Mercado Mexicano de Derivados, S.A., (la Bolsa), y “Asigna, Compensación y Liquidación” (la Cámara de Compensación) emitieron sus respectivos reglamentos internos y sus manuales de políticas y procedimientos, mediante los cuales se materializa la facultad para emitir normas de operación y a través de los cuales se detallan los

- procedimientos para llevar a cabo las funciones de supervisión y monitoreo de los “Socios Liquidadores”, “Operadores” y demás personal que interviene en la negociación, para certificar y admitir nuevos socios, para llevar a cabo auditorías e investigaciones, establecer los procedimientos de seguridad en caso de contingencias, la red de seguridad, y procedimientos para imponer sanciones y para resolver conflictos, entre otras.

DÉCIMA SÉPTIMA.- A casi una década de que empezara a operar el único mercado organizado de instrumentos financieros derivados en México, éste se encuentra regulado mediante disposiciones de carácter administrativo, que si bien en su momento se justificó la existencia de las Reglas de Derivados y las Disposiciones Prudenciales como un medio flexible que permitiera adaptar continuamente la normatividad a las necesidades del mercado, sin embargo, en este momento, esa flexibilidad no proporciona a los inversionistas seguridad jurídica, ya que no existe un ordenamiento que otorgue la suficiente certeza legal, y prevea los mecanismos necesarios para proteger sus intereses.

DÉCIMA OCTAVA.- La emisión de una ley permitiría:

1. Incorporar los mecanismos necesarios para la protección de los intereses del público inversionista a nivel de ley;
2. Aportar mayor seguridad jurídica a los participantes;
3. Disminuir el riesgo legal;
4. Unificar conceptos;
5. Definir la naturaleza jurídica de estos instrumentos;
6. Impulsar el desarrollo de su estudio jurídico;

7. Recoger la experiencia regulatoria;
8. Garantizar la seguridad y sanas prácticas de comercio de este tipo de instrumentos;
9. Impulsar el desarrollo de un mercado seguro y accesible a todo aquel con necesidades de cobertura de riesgos, adquiriendo el mercado la fortaleza necesaria para expandirse y alcanzar un óptimo desarrollo;
10. Propiciar la permanencia y atraer más capitales que ya no tienen que migrar ante eventos de volatilidad;
11. Contribuir a la estabilidad macroeconómica; e
12. Impulsar el desarrollo, competitividad y eficiencia de estos mercados, considerados social y económicamente deseables.

DÉCIMA NOVENA.- El objeto de la Ley sería proteger los intereses del público inversionista, así como impulsar el desarrollo y competitividad de los mercados organizados de instrumentos financieros derivados, promover la participación de inversionistas nacionales y extranjeros, y garantizar que la negociación se lleve a cabo con equidad, transparencia y de acuerdo a las sanas prácticas de mercado. Los principios bajo los cuales se desarrollarían estos mercados serían la equidad, transparencia, autorregulación y control de riesgos.

VIGÉSIMA.- A fin de proteger los intereses del público inversionista, en dicha ley, se establecería la obligación de confidencialidad respecto de las operaciones realizadas por los clientes, a cargo de la Bolsa, la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores, Operadores, sus empleados, auditores externos y demás personas que tengan acceso a dicha información, sin perjuicio de la información de mercado que la Bolsa y la Cámara de Compensación están obligadas a proporcionar y

mantener a disposición del público sobre las operaciones que realicen en las mismas para fines estadísticos y de información general, los cuales constituirían derechos imprescindibles para la protección de los inversionistas. Así mismo, se señalarían como derechos para la protección de los intereses del público inversionista la igualdad de trato y oportunidad en la atención de sus instrucciones, y entrega de informes de las operaciones realizadas.

VIGÉSIMA PRIMERA.- En aras de la protección de los intereses de los inversionistas, y de prevalecer las sanas prácticas bursátiles, se establecería un apartado de sanciones en el que se determinarían los casos en que se considere la infracción a dicha ley, su respectiva sanción y las entidades encargadas de imponerlas, de esta forma, algunas de ellas las impondría la Bolsa o la Cámara de Compensación en uso de sus facultades de autorregulación y otras serían impuestas por la CNBV, dependiendo de la gravedad de la infracción. Entre las infracciones graves se encontrarían la concentración de mercado, la difusión de información falsa con la finalidad de distorsionar la correcta formación de precios, los intentos de fraude, de manipulación del mercado, el uso indebido o divulgación de información privilegiada, entre otras.

VIGÉSIMA SEGUNDA.- Esta ley permitiría en forma adicional fortalecer la figura de la autorregulación, ya que podría consolidar las instituciones ya existentes en materia bursátil. Al respecto, es importante señalar que actualmente existen la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles como organismo gremial autorregulatorio y

por otra parte está la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros -el ombudsman financiero-, ambas instituciones pudieran tener una participación más activa en los mercados de productos derivados, ya que no se trata de saturar el desarrollo del mercado con autoridades o asociaciones como poca o nula efectividad. Por tal razón señalamos que se podría fortalecer a las instituciones ya existentes.

FUENTES

▪ BIBLIOGRÁFICAS

- 1.- ACOSTA ROMERO, Miguel Nuevo Derecho bancario. Panorama del Sistema Financiero Mexicano. 4ta edición. Editorial Porrúa. México. 2003.
- 2.- ADELL RAMÓN, Ramón y Vicente Cuñat Edo. Los Mercados de Productos derivados en el nuevo escenario europeo. Seminario celebrado en la Universidad Internacional Menéndez Pelayo del 12 al 16 de julio de 1999. Editorial Lex Nova. Valladolid, 2000.
- 3.- ATKIN, Michael. Agricultural Commodity Markets. A guide to Futures Trading. Routledge. New York, 1989. London and New York.
- 4.- Bolsa Mexicana de Valores. Educación. Inducción a Productos Derivados. México. Junio, 2003.
- 5.- Inducción al Mercado de Valores. México. Marzo, 2005.
- 6.- Bolsa Mexicana de Valores. Warrants. Qué son y Cómo operan los Títulos Opcionales en México. Limusa Noriega editores. México, 1995.
- 7.- CALVO NICOLEAU, Enrique Tratado del Impuesto sobre la Renta. Tomo IIA Editorial Themis. México 1997
- 8.- CANELA VALLE, Diana. El mercado de productos derivados en México. Tesis de Especialidad en Derecho Financiero. Facultad de Derecho, Universidad Nacional Autónoma de México. México, 2002.
- 9.- CARVALLO YÁNEZ, Erick. Tratado de Derecho Bursátil. 3ª edición. Editorial Porrúa. México, 2001.
- 10.- CUENCA GARCÍA, Ángeles. Régimen Jurídico de las Opciones sobre acciones en el mercado español de opciones y futuros. Editorial Comares. Granada, España. 1999.

- 11.- DÍAZ TINOCO, Jaime y Fausto Hernández Trillo. Futuros y Opciones Financieras. Una Introducción. Limusa-Noriega Editores. México, 2000.
- 12.- ERNST & YOUNG. Factbook Finanzas. Aranzadi & Thomson. Navarra, España. 2000.
- 13.- FREIXAS, Javier. Futuros Financieros. Alianza Economía y Finanzas. Madrid, 1990.
- 14.- DE LA FUENTE RODRÍGUEZ, Jesús. Tratado de Derecho Bancario y Bursátil. Seguros, Fianzas, Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, Ahorro y Crédito Popular, Grupos Financieros. Tomo II, 4ª edición. Editorial Porrúa. México, 2002.
- 15.- HERNÁNDEZ, Pablo Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados. Ediciones Deusto, S.A. Bilbao, España. 1996.
- 16.- HEYMAN, Timothy. Mexico for the global investor. Editorial Milenio. México. 1999.
- 17.- HULL, John C Options, Futures and Other Derivatives Securities. 3rd edition. Prentice Hall. USA, 1997.
- 18.- Introducción a los Mercados de Futuros y Opciones. 4a edición, Pearson Pientice Hall. Madrid, 2002.
- 19.- JAMES, Simon. The Law of Derivatives. LLP Reference Publishing. London. 1999.
- 20.- JIMÉNEZ ADORNO, Asaf. Naturaleza jurídica de la Opción en la Bolsa Mexicana de Productos Derivados. Tesis licenciatura. Facultad de Derecho, Universidad Nacional Autónoma de México. México, 2002.
- 21.- KIRCHNER, Pere y Carlos Salinas. La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Biblioteca Jurídica Cuatrecasas. Tirant to blanch. Valencia, España. 1999.
- 22.- LARRAGA , Pablo Emilio Díaz Ruiz Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados. Civitas, MEFF. Madrid, 1997.

- 23.- LEUTHOLD, Raymond M.
Joan C Junkuns
Jean E Cordier The theory and practice of futures markets.
Lexington Books. Masachusetts, Toronto,
Canadá. 1989.
- 24.- MADRID PARRA, Agustín. Contratos y Mercados de Futuros y Opciones.
Editorial Tecnos, S.A. Madrid, España. 1994.
- 25.- MANSELL CARSTENS,
Catherine. Las nuevas finanzas en México. ITAM, MEFF.
México. 1992.
- 26.- MARTÍN MARÍN, José Luis y
Ramón Jesús Ruiz Martínez El Inversor y los mercados financieros. Ariel,
Economía. Barcelona, España. 1991.
- 27.- MENDOZA MARTELL, Pablo
Eduardo Preciado Briseño Lecciones de Derecho Bancario. 2ª edición.
Editorial Porrúa. México. 2003
- 28.- MILLER, Merton H. Los Mercados de Derivados. Gestión 2000.
España. 1999.
- 29.- RAMÍREZ SOLANO, Ernesto. Moneda, Banca y Mercados Financieros.
Instituciones e Instrumentos en países en
desarrollo. Pearson Education. México, 2001
- 30.- RODRIGUEZ DE CASTRO, J.
Andersen Consulting. Introducción al Análisis de Productos
Financieros Derivados. BMV y Limusa.
México, 1996.
- 31.- SÁNCHEZ MEDAL, Ramón. De los Contratos Civiles. Vigesimaprimer
edición. Editorial Porrúa.
- 32.- SANZ CABALLERO, Juan
Ignacio. Derivados Financieros. Marcial Pons. Editorial
Jurídica y social, S.A. Madrid, 2002.
- 33.- SIEGEL, Daniel R. y
Diane F. Siegel. Futures Markets. The Dryden Press. USA.
1990
- 34.- REUTERS Curso sobre Derivados. The Reuters Financial
Training Series. Gestion 2000, España, 2001.
- 35.- TAPIA HERMIDA, Alberto
Javier. Derecho del Mercado de Valores. J.M. Bosch
Editor. Barcelona, España, 2000
- 36.- TELLEZ VALLE, Cecilia. Mercados de Opciones de Tipos de Interés.
Editorial Tirant lo Blanch. Valencia, España.
2000.

- 37.- ZAMORA Y VALENCIA, Miguel Ángel. Contratos Civiles. Décima edición. Editorial Porrúa. México, 2004

▪ **HEMEROGRÁFICAS**

- 1.- ÁLVAREZ GARIBAY, Jaime. "Elementos Jurídicos de los productos derivados." Jurídica, Anuario de Derecho de la Universidad Iberoamericana. No. 26. 1996.
- 2.- ATHIÉ MORALES, Alejandro. "¿Cómo se regulan los Productos Derivados en México?" Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1. Número 2. Diciembre, 2002.
- 3.- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. Informes anuales de 1996, 1997, 1998 de la
- 4.- BALMORI IGLESIAS, Ángela. "El nuevo esquema de certificación del personal de los mercados de valores y derivados." Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, No. 4, Abril 2003. México.
- 5.- GALINDO, Miguel Ignacio Perrotini. "El mercado de futuros del tipo de cambio en México, 1978-1985." Comercio Exterior. Banco Nacional de Comercio Exterior. Vol. 46, No, 1, Enero 1996, México.
- 6.- GONZÁLEZ ARECHIGA, Bernardo. "Mercados emergentes y productos derivados: el caso mexicano." Comercio Exterior. Banco Nacional de Comercio Exterior. Vol. 46, No, 1, Enero 1996, México.
- 7.- JIMÉNEZ ROJAS, Juan Carlos. "La reactivación del crédito y el uso de productos derivados." Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, No. 5, Junio, 2003. México.

- 8.- LOZANO ALARCÓN, Gerardo. "Algunas consideraciones jurídicas y prácticas del Swap y Opciones, como productos financieros derivados y sintéticos." El Foro. Órgano de la Barra Mexicana, Colegio de Abogados, A.C. Octava época, Tomo VIII, número 1, primer semestre. México, 1995.
- 9.- LUNA GUERRA, Gonzalo A. "Mercado Mexicano de Derivados." Nuevo Consultorio Fiscal. Num. 263, Año 14, Agosto 2000, México.
- 10.- NEDA LAUDÁZURI, Carlos. "MexDer: el primer Mercado Financiero Autorregulado en México." Cubriendo el Futuro. Publicación Especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, número 1. Octubre, 2002. México.
- 11.- POLANCO IBÁÑEZ, Agustín. "Los derivados en las aseguradoras: una buena opción." Cubriendo el Futuro. Publicación especializada del Mercado Mexicano de Derivados. Año 1, Número 5, Junio 2003, México
- 12.- VAZQUEZ GUTIERREZ, Jorge Alberto. "Mercado de Derivados." Nuevo Consultorio Fiscal, Num. 248, Año 13, 2ª quincena, Diciembre 1999, México.

▪ **DICCIONARIOS**

- 1.- FITCH, Thomas. Dictionary Of Banking Terms, Barron's
- 2.- GIL ESTEBAN, Rafael. Diccionario Bancario Español – Inglés. Editorial Paraninfo, Madrid, España. 1993.
- 3.- IBARRA HERNÁNDEZ, Armando. Diccionario Bancario y Bursátil. Editorial Porrúa. México. 1998

- | | | |
|-----|---|--|
| 4.- | LÓPEZ DE PUGA, Ana y María Inés Oriolo. | <u>Diccionario Bursátil. Términos y expresiones de bolsa, economía y finanzas.</u> Inglés-Castellano. Editorial Universidad. 1997. Buenos Aires, Argentina |
| 5.- | TAMAMES, Ramón y Santiago Gallego. | <u>Diccionario de Economía y Finanzas.</u> Alianza Editorial. Limusa Noriega Editores. Salamanca, España. 1994. |

▪ **LEGISLACIÓN Y CIRCULARES**

1. Ley de Instituciones de Crédito
2. Ley del Mercado de Valores
3. Ley de Concursos Mercantiles
4. Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
5. Ley Orgánica de la Administración Pública Federal
6. Ley Orgánica del Banco de México
7. Ley del Impuesto sobre la Renta
8. Código de Comercio
9. Código Civil Federal
10. Código Fiscal de la Federación
11. Circular 1989/91
12. Circular 2008/94
13. Circular 2019/95
14. Circular -Telefax 21/95
15. Circular -Telefax 30/95

16. Circular -Telefax 80/95
17. Circular.-Telefax 10/98.
18. Circular.-Telefax 20/98.
19. Circular.-Telefax 57/98.
20. Circular -Telefax 10/99
21. Circular -Telefax 17/99
22. Circular -Telefax 41/2000.
23. Circular -Telefax 19/2001
24. Circular -Telefax 18/2002
25. Circular –Telefax 1/2002
26. Circular –Telefax 10-266
27. Circular S-11.4
28. Circular 10-157
29. Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa
30. Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en su operación los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa
31. Reglamento Interior MexDer, Mercado Mexicano de Derivados
32. Manual de Políticas y Procedimientos MexDer Mercado Mexicano de Derivados.
33. Reglamento Interior Asigna, Compensación y Liquidación.

34. Manual de Políticas y Procedimientos Asigna, Compensación y Liquidación.
35. Código de Ética Profesional de la Comunidad Bursátil Mexicana
36. Commodity Futures Trading Act
37. Financial Services and Markets Act
38. Ley del Mercado de Valores 37/1998
39. Real Decreto 1814/1991 de 20 de Diciembre

▪ **INTERNET**

<http://www.abm.org.mx>

<http://www.banxico.org.mx>

<http://www.bde.es>

<http://www.cftc.gov>

<http://www.cnbv.gob.mx>

<http://www.cnmv.es>

<http://www.congreso.es>

<http://www.federalreserve.gov>

<http://www.fibv.com>

<http://www.fsa.gov.uk>

<http://www.futuresindustry.org>

<http://www.hmso.gov.uk>

<http://www.iosco.org>

<http://www.imf.org>

<http://www.liffe.com>

<http://www.mexder.com>

<http://www.nfa.futures.org>

<http://www.sec.gov>