

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE DERECHO

SEMINARIO DE DERECHO MERCANTIL

**“LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE
DERIVADOS EN MÉXICO”**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADO EN DERECHO

P R E S E N T A:

ALFREDO NIEVES CISNEROS

ASESOR DE TESIS:

DR. JESÚS DE LA FUENTE RODRÍGUEZ

CIUDAD UNIVERSITARIA

2012



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A mis padres, Maribel Cisneros Díaz y Alfredo Nieves Medina por su apoyo incondicional y su ciego amor.

A mis hermanos, Alejandra Nieves Cisneros y Alberto Nieves Cisneros por ser mis compañeros de vida.

A mi familia, por su alegría e impulso.

A mi Facultad, por las enseñanzas y los recuerdos.

A mi Universidad, por la grandeza de su historia e identidad.

Al Doctor Jesús de la Fuente Rodríguez, por orientarme sabiamente en la realización de este trabajo.

“LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO”

INTRODUCCIÓN.....	7
ABREVIATURAS.....	10

CAPÍTULO I. GENERALIDADES DEL MERCADO DE DERIVADOS

1.1. Antecedentes del Mercado de Derivados.....	12
1.1.1. Extranjeros.....	12
1.1.2. Nacionales.....	14
1.2. Concepto del Mercado de Derivados.....	16
1.3. Naturaleza del Mercado de Derivados en México.....	18
1.4. Objeto del Mercado de Derivados.....	20
1.5. Desventajas y Ventajas.....	20
1.5.1. Desventajas.....	21
1.5.2. Ventajas.....	22
1.6. Integrantes del Mercado de Derivados en México.....	23
1.6.1. Bolsa de Derivados.....	23
1.6.2. Cámara de Compensación.....	28
1.6.3. Socios Liquidadores.....	33
1.6.4. Operadores.....	35
1.6.5. Clientes.....	37

CAPÍTULO II. MARCO REGULATORIO DEL MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO

2.1.	Introducción.....	39
2.2.	Regulación Gubernamental.....	41
2.2.1.	Características de la Regulación Gubernamental.....	46
2.2.2.	Autoridades Gubernamentales.....	47
2.2.2.1.	Secretaría de Hacienda y Crédito Público.....	48
2.2.2.2.	Comisión Nacional Bancaria y de Valores.....	50
2.2.2.3.	Banco de México.....	52
2.3.	Autorregulación.....	54

CAPÍTULO III. LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN OTROS PAÍSES

3.1.	Inglaterra.....	55
3.1.1.	Antecedentes.....	55
3.1.2.	Sistema actual.....	62
3.1.3.	Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.....	62
3.1.3.1.	Funciones autorregulatorias.....	64
3.1.4.	Funciones de Regulación de la Autoridad de Servicios Financieros.....	69
3.2.	Estados Unidos.....	74
3.2.1.	Antecedentes.....	74
3.2.2.	Organismos autorregulatorios.....	79
3.2.2.1.	Bolsas de Derivados.....	79
3.2.2.1.1.	Funciones autorregulatorias.....	81

3.2.2.2.	Cámara de Compensación.....	84
	3.2.2.2.1. Funciones autorregulatorias.....	85
3.2.2.3.	Asociación Nacional de Futuros.....	86
	3.2.2.3.1. Funciones autorregulatorias.....	88
3.2.3.	Comisión de Derivados	90
	3.2.3.1. Funciones de Regulación.....	91
3.3.	Cuadros comparativos.....	94
3.3.1.	Estructura regulatoria.....	94
3.3.2.	Funciones de Autorregulación.....	95

CAPÍTULO IV. LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO

4.1.	Funcionalidad.....	96
4.2.	Concepto.....	100
4.3	Características.....	102
4.4.	Tipos de Autorregulación.....	103
4.5.	Organismos autorregulatorios.....	113
	4.5.1. Bolsa de Derivados.....	113
	4.5.1.1. Funciones autorregulatorias.....	114
	4.5.1.2. Órganos de Autorregulación.....	118
	4.5.2. Cámara de Compensación.....	121
	4.5.2.1. Funciones autorregulatorias.....	121
	4.5.2.2. Órganos de Autorregulación.....	124

PROPUESTA.....	125
CONCLUSIONES.....	128
BIBLIOGRAFÍA.....	135

INTRODUCCIÓN

En la actualidad, los países están inmersos en una crisis permanente. Esto se traduce en constantes cambios que invariablemente repercuten en la economía de las naciones.

México al formar parte de la economía global, no está exento de los constantes cambios económicos. Estos vaivenes económicos pueden afectar a los agentes económicos nacionales y a la totalidad de la economía. Sin embargo, los agentes económicos y las autoridades gubernamentales de México, han establecido una serie de mecanismos con los que se intenta reducir lo más posible el impacto de éstos cambios económicos.

De esta forma, el mercado de derivados mexicano es un mecanismo que permite a los agentes económicos resguardarse de las variaciones económicas. Con esto, las empresas mexicanas pueden competir de mejor forma en el mercado mundial.

No obstante, el dinamismo del mercado de derivados y los intereses de los participantes generan la necesidad de establecer regulaciones que se adecuen a las circunstancias. Es así, que el derecho aplicable debe adaptarse a las circunstancias del mercado.

En este sentido, las autoridades del sistema financiero mexicano insertaron en el marco regulatorio del mercado de derivados un esquema novedoso denominado "Autorregulación". La particularidad de este esquema descansa en que los agentes internos del mercado de derivados regulan sus actividades y el desarrollo del mercado. Actualmente, la "Autorregulación" es poco utilizada en nuestro país. Asimismo, los estudios sobre la "Autorregulación" en el mercado de derivados son mínimos, por lo que, el funcionamiento de este esquema de regulación es una incógnita.

Por esta razón, la presente investigación tiene como objetivo analizar a la Autorregulación del mercado de derivados en México y explicar el funcionamiento de la misma. Al respecto, parto de la idea de que la Autorregulación en el mercado de derivados en México es un esquema de regulación que permite proteger eficientemente a los inversionistas y a la integridad del mercado en estos tiempos de crisis permanente.

En esta línea, las preguntas que dirigen la investigación intentan atender los siguientes cuestionamientos: 1. ¿Cómo funciona la Autorregulación en México?, 2. ¿Cuáles son las funciones de los organismos autorregulatorios?, 3. ¿Cuál es la naturaleza de los organismos autorregulatorios?, 4. ¿Por qué la Autorregulación se insertó en el marco regulatorio del mercado de derivados? y, 5. ¿Cuál es el papel de las autoridades gubernamentales en el funcionamiento de éste esquema?. Lo anterior sin perder de vista las posibles mejoras que podrían hacerse a éste esquema de regulación.

Es así, que el tema de la Autorregulación en el mercado de derivados en México es abordado en cuatro capítulos:

En el primer capítulo, se explican las generalidades del mercado de derivados. Se presentan los antecedentes de los primeros mercados en los que se comercializaron “derivados” o instrumentos con características similares a éstos. Asimismo, se exponen brevemente los hechos que marcaron el nacimiento del mercado de derivados en México. Además, propongo un concepto del mercado de derivados en nuestro país, y señalo los argumentos a favor o en contra de los derivados y los sujetos que participan en el mercado de derivados de nuestro país. Con esto, se intenta trazar una descripción sobre la historia del mercado de derivados mexicano y la autorregulación de éste, concepto del mercado, finalidades e integrantes del mercado.

El segundo capítulo se centra en revisar el marco regulatorio del mercado de derivados. En este capítulo, se aborda el estudio del marco regulatorio del mercado de derivados a partir de dos esquemas: Regulación gubernamental y Autorregulación. No obstante, se pone énfasis en la Regulación gubernamental que realizan la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México. En este sentido, se explica el contenido de los ordenamientos normativos emitidos por dichas autoridades y las funciones que desempeñan éstas en el mercado de derivados. Con esto, se asienta que las autoridades del sistema financiero mexicano son los reguladores primarios del mercado, pero que, para tratar de hacer más eficiente la regulación delegaron funciones en la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.

En el tercer capítulo se analiza la Autorregulación en el mercado de derivados de otros países, con la finalidad de comparar los esquemas de Autorregulación de Inglaterra y Estados Unidos con el nuestro y poder incorporar al marco regulatorio

aquello que pueda resultar benéfico para el caso mexicano. Este capítulo se divide en dos apartados, el primero relativo al estudio de la Autorregulación en Inglaterra y el segundo, a la Autorregulación en Estados Unidos. Al concluir el capítulo, se presentan unos cuadros, en los que se comparan los esquemas de Autorregulación de los países estudiados con el de México.

En el cuarto capítulo, se describe el funcionamiento de la autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país, posteriormente se analiza el porqué de la inserción de la autorregulación. Asimismo, propongo un concepto de la Autorregulación en el mercado de derivados de México. Finalmente, se estudia el contenido de los ordenamientos normativos emitidos por los organismos autorregulatorios y los órganos que desempeñan las funciones de autorregulación. Con este capítulo, se concluye el estudio de la autorregulación del mercado de derivados.

Finalmente, y debido a que uno de los objetivos del trabajo es contribuir en el mejoramiento de la autorregulación en el mercado de derivados mexicano, propongo una serie de modificaciones que deberían realizarse a los Reglamentos interiores de los organismos autorregulatorios.

Expuesto lo anterior, resulta importante profundizar en el estudio de la Autorregulación del mercado de derivados en México, puesto que, puede tratarse de un esquema de regulación que permita hacer más eficiente la regulación en el mercado de derivados mexicano.

ABREVIATURAS

- **A.C.**- Asociación Civil
- **AIM.**- Aportaciones Iniciales Mínimas
- **AMIB.**- Asociación Mexicana de Intermediario Bursátiles
- **Art.**- Artículo
- **ASIGNA.**- Asigna, Compensación y Liquidación
- **Banxico.**- Banco de México
- **BMV.**- Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
- **CBOT.**- Chicago Board of Trade
- **CEA.**- Commodity Exchange Act
- **Cfr.**- Confrontar
- **CFTC.**- Commodity Futures Trading Commission
- **CME.**- Chicago Mercantile Exchange
- **CNBV.**- Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- **CPEUM.**- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos
- **CPO.**- Commodity Pool Operator
- **CTA.**- Commodity Trading Advisor
- **C.V.** Capital Variable
- **DOF.**- Diario Oficial de la Federación
- **Dr.**- Doctor
- **DTI.**- Department of Trade and Industry
- **Ed.**- Editorial
- **Etc.**- Etcetera
- **FB.**- Floor Broker
- **FCM.**- Futures Commission Merchants
- **FSA.**- Financial Services Authority
- **FSMA.**- Financial Services and Markets Act
- **FT.**- Floor Trader
- **Gov.** Government
- **Gpo.**- Group
- **Ibídem.**- Mismo autor, misma obra, misma página
- **IB.**- Introducing Broker
- **ICSA.**- International Council of Securities Associations
- **Ídem.**- Mismo autor, misma obra, diferente página

- **Inc.-** Incorporation
- **IOSCO.-** International Organization of Securities Commissions
- **Ltd.-** Limited company
- **MexDer.-** Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V.
- **NFA.-** National Financial Association
- **NIMEX.-** New York Mercantile Exchange
- **Op. Cit.-** Obra citada
- **p.-** página
- **pp.-** páginas
- **RCH.-** Recognised Clearing House
- **RIE.-** Recognised Investment Exchange
- **S.A.-** Sociedad Anónima
- **S.D. INDEVAL.-** Instituto Nacional para el Depósito de Valores
- **SEC.-** Securities Exchange Commission
- **SENTRA.-** Sistema Electrónico de Transmisión, Recepción y Asignación
- **SHCP.-** Secretaría de Hacienda y Crédito Público
- **SIB.-** Securities and Investments Board
- **SRO.-** Self-regulating Organization
- **t.-** tomo
- **UDIS.-** Unidades de Inversión
- **UK.-** United Kingdom
- **UNAM.-** Universidad Nacional Autónoma de México
- **US.-** United States

CAPÍTULO I. GENERALIDADES DEL MERCADO DE DERIVADOS

Resumen

En este capítulo, se analizarán los antecedentes y las generalidades del mercado de derivados en México con la finalidad de explicar el ámbito en el que se efectúa la autorregulación.

El presente capítulo está dividido en seis secciones. En la primera sección, se describen los hechos históricos que dieron origen al mercado de derivados actual. En la segunda sección, reviso los conceptos del mercado de derivados y así propongo un concepto propio. En la tercera sección, abordo el estudio de la esencia del mercado de derivados, para desentrañar los aspectos jurídicos del mismo. En la cuarta sección, identifico que el mercado de derivados cumple con funciones económicas de cobertura y especulación. En la sección quinta, se exponen los argumentos a favor y en contra del mercado. Por último, la sección sexta es un análisis de los sujetos que participan en el mercado de derivados de nuestro país, esto es, la Bolsa de Futuros y Opciones, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y clientes.

1.1. Antecedentes del Mercado de Derivados

1.1.1 . Extranjeros

Para el estudio del presente capítulo es pertinente establecer el momento en que los productos derivados se hicieron constar en un contrato y se cotizaron en un mercado regulado por normas o reglas.

El doctrinario Jesús Rodríguez de Castro [2000] afirma, que el primer caso de contratos <<forward>> o adelantado, posiblemente se dio en las ferias regionales de Champagne en Francia. Por su parte, el primer mercado organizado en él que se comercializaron contratos <<forward>> o adelantados fue en Japón, dichos contratos

eran sobre arroz.¹ Sobre la misma línea, el autor Víctor E. Morgan [1969] señala que: “los contratos de futuros y opciones cotizados en un mercado organizado se realizaban en la Bolsa de Ámsterdam en el siglo XVII, dichos contratos eran sobre acciones de las Compañías de las Indias Orientales y Occidentales holandesas.”²

Es precisamente en estos mercados que la noción de derivados apareció por primera vez. El caso de la Bolsa de Ámsterdam resulta particular, puesto que, a los contratos de futuros no solo se les asignaba la función de cubrir los riesgos, sino que, se les asignaba una función de especulación. Esto significa que, los comerciantes sin tener la necesidad de cubrir un riesgo, acudían para obtener un beneficio de las diferencias de los contratos.

Otro dato histórico que sustenta el origen del mercado de derivados, fue el acontecido a principios del siglo XIX en los Estados Unidos, donde los agricultores de granos de las orillas del Lago Michigan pactaban contratos de futuros con los comerciantes, ya que las severidades del clima ocasionaban considerables pérdidas. La práctica se generalizó y surgió la necesidad de establecer un sitio físico con reglas preestablecidas y contratos estandarizados. De esta forma, en 1848 se fundó el Chicago Board of Trade [Bolsa de Comercio de Chicago], sitio donde agricultores y comerciantes convenían contratos de futuros sobre granos.³ En 1874, se formó la Chicago Mercantile Exchange [Bolsa Mercantil de Chicago], en la que se comercializaron principalmente mantequilla, huevos, aves y otros productos.⁴ Las Bolsas sobre materias primas proliferaron en los Estados Unidos hasta el advenimiento de nuevos productos derivados. El 16 de mayo de 1972, tras la denuncia del acuerdo de Bretton Woods⁵ y el libre flote de divisas, se fundó el International Monetary Market [Mercado Internacional de Divisas], listando contratos cuyo activo subyacente eran divisas, con el propósito de reducir el riesgo de las fluctuaciones del tipo de interés. En este último mercado, los

¹ Cfr. Rodríguez de Castro, Jesús, Introducción al análisis de productos financieros derivados, 3ª edición, Ed. Limusa, México, 2000, p. 28.

² Morgan, Víctor E., La Historia del dinero, 1ª edición, ISTMO ediciones, Madrid, 1969, p. 168.

³ Cfr. Hull, John, Introducción a los Mercados de Futuros y Derivados, 3ª edición, Ed. Prentice Hall, Madrid, 1996, p.3.

⁴ Cfr. <http://www.cftc.gov>

⁵ “...uno de los factores que suscitaron que los países denunciaran el acuerdo fue la demanda del oro fue alta, y el precio oficial por onza fue de US\$33 que fue soportado por la creación de mercados secundarios, donde el oro era negociado a precios altísimos. Los Estados Unidos decidieron abandonar el acuerdo de Bretton Woods.” Cfr. Gough, Leo, ¿Cómo funciona realmente el Mercado de Valores? [How the stock market really works], Ed. Pitman publishing, Londres, 1997, p. 159.

derivados financieros ya no dependen de su valor, sino que, el valor es determinado por otras variables como tasas de interés, índices bursátiles, etc.

El desarrollo de los derivados financieros significó una complejidad mayor. Por esta razón, con el aumento sustancial de los riesgos la necesidad de una regulación más exhaustiva resultó necesaria, así como, buscar esquemas que permitieran adaptarse a la dinámica del mercado.

1.1.2. Nacionales

La inserción de México en la economía global hacia la última década del siglo XX, implicó la necesidad de promover la competencia con otras economías; procurando esquemas de estabilidad macroeconómica y puntualizando la necesidad interna de los agentes económicos de cubrir ciertos riesgos.

Señala la profesora Canela Valle [2004] que “a partir de 1978, se comenzaron a cotizar contratos de futuros sobre el tipo de cambio peso/dólar, pero éstos se suspendieron a raíz del control cambiario en 1982. A mediados de la última década del siglo XX, la Chicago Mercantile Exchange [Bolsa Mercantil de Chicago] presenta una propuesta a la Commodity Futures Trade Commission [Comisión de Derivados], con el ánimo de reactivar el Mercado de futuros sobre el peso/dólar. El 25 de Abril de 1995, se cotizaron los primeros contratos de futuros sobre el Peso Mexicano en la Chicago Mercantile Exchange [CME].”⁶ El particular interés que generó entre los inversionistas la cotización del Peso en la CME, añadido, a la petición de los inversionistas internos de establecer un mercado de derivados, suscitó en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público [SHCP], la Comisión Nacional Bancaria y de Valores [CNBV] y Banco de México [Banxico] en su carácter de autoridades del sistema financiero mexicano, la imperiosa tarea de establecer el mercado de derivados y la estructuración de un régimen jurídico aplicable.

En 1994, las autoridades del Sistema Financiero Mexicano, confiaron a la Bolsa Mexicana de Valores [BMV] y al Instituto para el Depósito de Valores [INDEVAL], el

⁶ Canela Valle, Diana, Mercado de productos derivados mexicanos, Tesis de Especialidad en Derecho Financiero, UNAM, Facultad de Derecho División de Posgrado, 2002, p. 47.

establecimiento del Mercado de Derivados. La BMV aportó los recursos para formar la Bolsa de Futuros y Opciones e INDEVAL para el establecimiento de la Cámara de Compensación. El 31 de diciembre de 1996, la SHCP emitió las “Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la constitución y operación de un mercado de productos derivados listados en Bolsa” [denominadas en este estudio REGLAS 1996], normas a las que deben ajustarse aquellas personas físicas y morales, así como fideicomisos que pretenden constituirse y operar en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa. El 10 de Junio de 1997, la CNBV 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” [denominadas en este estudio DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL], normas de carácter prudencial, que facultan a la Bolsa y Cámara a autorregular el mercado.

Es así, que puedo afirmar que el surgimiento del mercado de derivados dependió considerablemente del impulso que dio el estado a través de la normatividad emitida por las autoridades del sistema financiero mexicano. En sentido, para apoyar nuestra <<idea>> de que el derecho aplicable al mercado de derivados es un factor de impulso, basta pensar en que el mercado de derivados es un mecanismo para reducir los riesgos a los que estaban expuestos los agentes económicos y que el establecimiento del mercado es producto de la normatividad específica emitida por la SHCP, CNBV y Banxico.⁷

⁷ “...El estado desarrolla a través del derecho una función de estímulo, de promoción, de provocación de la conducta de la conducta de los individuos y de grupos, que es la antítesis clara de la función solamente protectora o solamente represiva. La vieja afirmación, todavía repetida recientemente, de que el derecho pena la inobservancia de las propias normas y no premia su observancia, no refleja la realidad del hecho.” Bobbio, Norberto, Contribución a la Teoría del Derecho, Ed. Cajica, México, 2006, p. 279.

1.2. Concepto del Mercado de Derivados

Para entender el mercado de derivados, primeramente se debe precisar el concepto de mercado. El autor Cortina Ortega [2003] define al mercado como: “Lugar al que concurren oferentes y demandantes para llevar a cabo negociaciones o intercambio. No es necesario entender por ello un lugar, sino que es posible que con la sola presencia de las transacciones ya se hable de mercado.”⁸ La definición anterior no sólo hace alusión al sitio en el que concurren las personas a realizar actos de comercio, sino, menciona que el mercado puede ir más allá de un lugar físico, puede ser una plataforma electrónica en la que las personas negocian sin estar presentes en el sitio. Por otra parte, el jurista Ruíz Torres señala que el mercado es: “Lugar donde concurren los oferentes y los demandantes para la realización del intercambio. Existe una gran cantidad de <<mercados especiales>> como es el mercado de bienes y servicios, mercado de coberturas cambiarias, el mercado de dinero, el mercado de capitales, el mercado intercambiario, etcétera.”⁹ Ésta definición señala que los mercados pueden ser especializados en función de los productos que se comercializan.

Para fines del presente estudio, el mercado en el que se negocian los derivados es un sitio especializado en el que se venden o compran contratos de futuros u opciones a través de mecanismos o sistemas electrónicos.

Sobre el concepto de derivados se pueden encontrar distintos acercamientos, los tratadistas Elvira y Larraga [2008] los definen como: “Instrumento financiero que toma como referencia un activo que se negocia en un mercado al contado [denominado activo subyacente] cuyos términos se fijan hoy y la transacción se realiza en fecha futura.”¹⁰ Sobre esa misma línea, los juristas Mendoza Martell y Preciado Briseño [2007] mencionan que: “Las operaciones de compraventa a futuro son aquellas en las que se concierta la entrega de las divisas y su contravalor en plazos superiores al máximo señalado para las operaciones que se celebran al contado, es decir más de dos días”.¹¹ Por su parte, el Doctor Jesús de la Fuente Rodríguez [2002] señala que: “Los derivados

⁸ Cortina Ortega, Gonzalo, Prontuario Bursátil y financiero, Ed. Trillas, México, 2003, p. 13.

⁹ Ruíz Torres, Humberto Enrique, Derecho Bancario, Ed. Oxford, México, 2003, p. 331.

¹⁰ Elvira, Oscar/Pablo, Larraga, Mercado de Productos Derivados, Ed. PROFIT, Barcelona, 2008, p. 12.

¹¹ Mendoza Martell, Pablo E./Eduardo, Preciado Briseño, 3ª edición, Lecciones de Derecho Bancario, Ed. Porrúa, México, 2007, p. 209.

son instrumentos financieros, cuyo valor depende de una o varias variables denominadas subyacentes.”¹² No obstante, consideramos que las definiciones carecen de un elemento jurídico importantísimo como lo es la estandarización, los derivados se negocian a través de contratos de referencia o tipo.¹³ Esto es, no se puede negociar cualquier cantidad de un activo subyacente, sino, las cantidades están establecidas con anticipación en contratos de referencia.

Considerando las definiciones y las anotaciones anteriores, **puedo definir que los derivados, son contratos estandarizados que comprenden un bien denominado activo subyacente, cuyo valor depende de sí o de otras variables económicas y el cumplimiento del mismo se dará en fecha futura.**

Del concepto citado, se pueden extraer una serie de elementos: contratos estandarizados; activo subyacente y cumplimiento futuro. A continuación se analizan dichos elementos:

- ❖ **Contratos estandarizados.**¹⁴ Como mencioné, los derivados se enajenan a través de contratos estandarizados que comprenden determinados activos subyacentes o bienes. Los contratos estandarizados significan que los activos son negociados mediante cantidades y plazos establecidos por la Bolsa de forma previa y general, es decir, no se negocia cualquier cantidad o plazo, sino cantidades fijas a las que deberán adaptarse las necesidades de las personas que acuden al mercado o bolsa. Para entender mejor, se puede imaginar que los contratos estandarizados son una bolsa de un kilo de azúcar, la gente acude al supermercado a comprar un kilo de azúcar, más no 940 gramos de azúcar. La persona ajustará su necesidad al bien ofrecido y no a la cantidad demandada. Los contratos estandarizados funcionan de manera similar, una persona acude a

¹² De la Fuente Rodríguez, Jesús, Tratado de derecho bancario y bursátil, 6ª edición, t. II, Ed. Porrúa, México, 2002, p. 761.

¹³ “Adicionalmente, dichos contratos marco deberán contener los lineamientos y directrices que se establecen para los contratos conocidos en los mercados internacionales como International Foreign Exchange Master Agreements o en aquellos aprobados por la International Swaps and Derivatives Association, inc., siempre y cuando ello no vaya en contra de las disposiciones nacionales aplicables”. Carvallo Yáñez, Erick, Nuevo derecho bancario y bursátil mexicano, 7ª edición, Ed. Porrúa, México, 2010, p. 263.

¹⁴ 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 U OPCIONES COTIZADOS EN BOLSA” establece que: “Contrato[s] de Futuro[s]: Aquel contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad... Contrato(s) de Opción(es): Aquel contrato estandarizado...”

enajenar 10,000 toneladas de maíz a un plazo de 3 meses, puesto que, éste es el bien ofrecido. Los contratos estandarizados establecen monto, plazo, cantidad y calidad idénticos, para relacionar a vendedores y compradores.

- ❖ **Activo Subyacente.** Es un bien cuyo valor depende de una variable económica. Esto es, el valor del activo o bien estará determinado por un factor económico distinto a éste como la oferta-demanda, un índice bursátil, etc. Para comprender lo anterior, pensemos en el queso que es un producto elaborado con leche. Establecida la relación, podemos decir que el precio del queso dependerá del costo de la leche, esto significa que a mayor demanda de leche el precio del queso se incrementará, por lo que, el precio del queso dependerá del costo de la leche sujeta a la oferta-demanda. Un activo subyacente depende de una variable económica. Las variables económicas a las que está sujeto un activo son la oferta-demanda, tasa de interés, índice bursátil, u otras combinaciones de las mismas.

- ❖ **Cumplimiento futuro.** Los derivados son contratos cuyo cumplimiento se realizará en el futuro y no en el momento de la firma del contrato, esto es, la entrega del precio y la cosa se realizará en una fecha posterior a la firma del contrato.

De esta forma, puedo decir que el mercado de derivados es un sitio especializado en el que se venden o compran contratos estandarizados que comprenden un activo o bien, cuyo valor depende de sí o de otra variable económica y, cuya entrega y pago del precio se efectúan en fecha futura.

1.3. Naturaleza del Mercado de Derivados en México

El mercado de derivados no es un término jurídico, más bien, es una palabra compuesta de dos vocablos económicos. Los vocablos fueron definidos en el apartado anterior. No obstante, el mercado de derivados como un sistema que agrupa distintos elementos puede estar caracterizado:

- ❖ **Espacio autorizado por SHCP, CNBV y Banxico.** Es un sitio autorizado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y, Banco de México. En el apartado 1.6.1 de este capítulo [integrantes] analizo la constitución de la Bolsa de Derivados.
- ❖ **Espacio especializado en negociar futuros u opciones.** La finalidad de constituir un mercado de derivados es la compra o venta de contratos de futuros u opciones en un sitio determinado. Asimismo, este sitio especializado cuenta con mecanismos y sistemas operativos o electrónicos para negociar contratos de futuros u opciones.
- ❖ **Las operaciones se realizan con los participantes del mercado.** Para que el mercado pueda iniciar operaciones debe contar con una Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores.¹⁵ Estos participantes deberán cumplir con la normatividad aplicable para que puedan ser autorizados, por lo que, si no se cuenta con alguno de estos participantes el mercado de derivados no podrá iniciar operaciones.
- ❖ **Regulación propia.** El mercado de derivados cuenta con un marco regulatorio. Este marco regulatorio está conformado por dos esquemas de regulación: regulación gubernamental y autorregulación. Las normas que se emitan en cualquiera de los dos esquemas componen la regulación aplicable al mercado de derivados. Estos temas los abordaré en capítulos posteriores.

Consideramos que existen diversos elementos que caracterizan al mercado de derivados que uno puede encontrar en función de los participantes, sistemas, regulación, es decir, numerosas características. No obstante, los elementos que se señalan anteriormente son una aproximación a la naturaleza del mercado de derivados.

¹⁵ Los Considerandos de las "REGLAS A LAS QUE HABRÀN DE SUJETARSE LAS SOCIEDADES Y FIDEICOMISOS QUE INTERVENGAN EN EL ESTABLECIMIENTO Y OPERACIÓN DE UN MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES COTIZADOS EN BOLSA" señalan que: "...que para que tal mercado pueda iniciar operaciones es necesaria la participación de al menos los siguientes sujetos: Las bolsas..., Socios Liquidadores..., Cámaras de Compensación... y, Operadores."

1.4. Objeto del Mercado de Derivados

El objeto principal de los derivados es reducir o eliminar el riesgo, que pueden generarse por las fluctuaciones del precio en el transcurso del tiempo. En este sentido, considero como riesgos económicos a las variables económicas que pueden generar pérdidas a una persona en un lapso de tiempo. Las variables puede ser la oferta-demanda, tasas de interés, índices bursátiles o combinaciones de estos. Recordemos el surgimiento de los contratos de futuros en los Estados Unidos, en el que los comerciantes de granos de las orillas del lago Michigan expuestos a las atrocidades del clima pactaban con otros comerciantes la venta futura de sus granos, con esto aseguraban el pago de un precio cierto y no quedaban expuestos, a las variaciones de los precios en un lapso de tiempo.

No obstante, los derivados también sirven para especular. En este sentido, el jurista Acosta Romero apunta que: “el objetivo del contrato es el valor de fluctuación de un grupo de <<commodities>> a futuro.”¹⁶ Esto es, aquellas personas que toman los riesgos esperan que la ganancia sea mayor al precio pagado, esa diferencia representa su ganancia. Se puede pensar en un comerciante que compra a otro comerciante un contrato futuro que comprende 20 toneladas de maíz a un plazo de 3 meses, cuyo precio de mercado en la fecha del pacto por tonelada es de \$6000 pesos. Llegado el término, el precio por tonelada de maíz es de \$9000 pesos, esto significa que el comerciante gana \$3000 por tonelada, debido, a que la compró a \$6000. En este caso, el comerciante que tomó el riesgo obtuvo un provecho, pero en un escenario negativo, este hubiese sido una pérdida. Si los comerciantes no asignaran a los derivados un valor especulativo sería difícil que otros comerciantes pudieran cubrir sus riesgos.

1.5. Desventajas y Ventajas

Los beneficios y defectos que produce el mercado de derivados deben analizarse a partir de la comparación del mercado de derivados con el mercado no bursátil, denominado así, porque la ley no les otorga el carácter bursátil o mejor dicho, porque los

¹⁶ Acosta Romero, Miguel, Nuevo Derecho Bancario. Panorama del sistema financiero mexicano, 9ª edición, Ed. Porrúa, México, 2003, p. 553.

derivados no se negocian en la Bolsa. Al utilizar el mercado de derivados como referente, a los defectos les denomino desventajas y a los beneficios ventajas. Asimismo, los aspectos a considerar son: los contratos; los mecanismos de negociación y compensación; la regulación del mercado, entre otros aspectos.

1.5.1. Desventajas

En este apartado, se analizan algunos defectos que encuentran las personas que consideran que negociar en un mercado no bursátil es mejor que hacerlo en un mercado de derivados formal. Los defectos son los siguientes:

El establecimiento del mercado de derivados supone que las personas que acuden a negociar contratos estandarizados están limitadas por el monto, plazo, cantidad y calidad. Desde esta perspectiva, la autonomía de la voluntad de los inversionistas será acotada por los contratos que se listen en la Bolsa de Derivados y no por lo que a su interés convenga. En los mercados no bursátiles los contratos suelen ser a la <<medida>>, es decir, al interés de las partes. El autor Alfonso de Lara menciona que: “La característica más importante de este tipo de contratos <<mercado extrabursátil>> es que los atributos que acuerdan las partes son adaptables a las necesidades tanto del comprador como del vendedor.”¹⁷

Otro defecto, es que las partes no se identifican. Las partes no conocen a la contraparte con la que realizan la negociación, por lo que, se pierde la vinculación entre las mismas. En el mercado de derivados formal, las personas interesadas en convenir un contrato de futuros u opciones deben hacerlo a través de intermediarios del mercado, de otra forma, será imposible realizar su transacción.

La regulación del mercado de derivados, resulta otra limitante, pues en un ámbito que no está regulado, la contratación resulta menos rígida. Esto significa que, la regulación viene a suprimir la libertad contractual por la certeza jurídica, lo que limita a los comerciantes.

¹⁷ De Lara, Alfonso, Productos derivados financieros. Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos, Ed. Limusa, México, 2008, p. 35.

Asimismo, el margen puede resultar otro defecto. El margen es un depósito inicial en dinero que realizan las personas al momento de convenir con otra un contrato de futuros u opciones. Con este depósito inicial, la institución encargada de liquidar [Cámara de Compensación] asegura que en caso de pérdida en la posición de alguna persona, pueda pagarle a la contraparte tomando dinero de su depósito inicial. Esto significa, que las partes deben erogar una cantidad en dinero en la fecha de celebración del contrato, que en un mercado no bursátil no harían. Así como los defectos mencionados, pueden existir otros más.

1.5.2. Ventajas

A mi parecer estos beneficios fueron los que suscitaron el establecimiento del mercado de derivados. Si los beneficios del mercado de derivados fueran menores que los defectos, difícilmente se hubiera creado el mercado.

En el mercado de derivados se negocian contratos estandarizados. Esto permite que las personas puedan comprar o vender con mayor facilidad, ya que, es más fácil relacionar a compradores con vendedores si existe un contrato de referencia y no contratos con las necesidades específicas de cada persona. Es decir, un comerciante no puede vender 35 toneladas de maíz a 3 meses, sino existe en el mercado un contrato de referencia que comprenda las 35 toneladas de maíz a un plazo de 3 meses. Estos contratos se pueden vender o comprar con suma facilidad, ya que, al ser contratos de referencia, las personas conocen el monto, cantidad, calidad y plazo.

A diferencia de los mercados no bursátiles, el mercado de derivados reúne a muchas personas interesadas en comprar o vender un contrato de referencia. La centralización de los contratos, representa una ventaja comparativa, genera una oferta-demanda considerable.

Particularmente, la Cámara de Compensación representa un beneficio mayúsculo. Con el establecimiento de la Cámara de Compensación, las partes no se preocupan por el cumplimiento del contrato, ya que, ésta garantiza el cumplimiento de los mismos.

Además, la Cámara de Compensación liquida aquellos contratos que resulten con ganancias.

Otro beneficio es el margen. El margen es el dinero que permite el efectivo cumplimiento del contrato, con este, la Cámara compensa actualiza las pérdidas y liquida las ganancias de los contratos. Garantiza a las partes que el contrato se cumplirá. Adicionalmente al margen, existen otros tipos de garantías.

Por último, la Regulación aplicable al mercado de derivados, refuerza la formalidad del mismo. A través de la regulación se establecen reglas a las que deben sujetarse los integrantes del mercado, protegiendo al inversionista y al mercado, lo que no existe en el mercado extrabursátil.

1.6. Integrantes del Mercado de Derivados en México

Cada integrante cumple una función distinta en la negociación de contratos de futuros u opciones: provee instalaciones y mecanismos para negociar; compensa o liquida; ejecuta o acude a comprar o vender contratos para cubrir un riesgo o especular. No obstante, cada uno de los integrantes debe desempeñar su función con transparencia y una sana competencia.

En México existen 5 tipos de integrantes: Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socio Liquidadores, Operadores y Clientes. Los clientes están prácticamente exceptuados de la regulación. A continuación se detalla cada uno de ellos.

1.6.1. Bolsa de Derivados

La “Bolsa” es un término moderno. En la antigüedad, los comerciantes acudían ocasionalmente a las denominadas ferias a intercambiar sus mercancías por dinero; la necesidad de un establecimiento permanente originó la creación de las lonjas hacia el

siglo XV. En las lonjas se comercializaban bienes, pero, con el paso del tiempo surgieron lonjas que no comercializaban bienes tangibles sino títulos valor. Así, la lonja vino a constituir el origen de las Bolsas de Comercio. En los inicios, la actividad de las lonjas se caracterizó por el caos resultante de la falta de organización y, usos y costumbres precarios.

Es hasta el siglo XVI, que en Europa aparecen las primeras Bolsas en las que se negocian valores diversos. En 1531, se construyó en Amberes la primera Bolsa; en 1571, se inauguró en Londres, *The Royal Exchange* [La Bolsa Real].¹⁸ En ambas Bolsas de Valores, las relaciones entre los comerciantes eran puramente capitalistas, no existía intromisión del Estado, el derecho aplicable eran usos y costumbres de la actividad comercial diaria.¹⁹ Respecto a las primeras Bolsas en las que se negocian derivados, anteriormente mencionamos que en el siglo XVII, ya se negociaban contratos de derivados en la Bolsa de Ámsterdam.

En nuestro país, el tratadista Erick Carvallo Yañez señala: “La primera bolsa puede ubicarse entre la emisión del segundo y tercero de los códigos de comercio, ya que las concesiones otorgadas mediante diversos decretos expedidos por el Gobierno Federal en favor de los señores Aspe, Labadie y Navarro, datan del 19 de octubre de 1887, sin embargo como ya fue precisado, tales operaciones se regulaban por los reglamentos de los corredores de la plaza de México, aun cuando sus definiciones aparecieran en los Códigos de Comercio.”²⁰ En el caso de la Bolsa de Derivados, ésta se conforma en 1995.

En la Bolsa se comercializan “títulos valor o contratos de futuros y opciones”, a través de mecanismos e intermediarios autorizados para tales efectos. En virtud de los activos listados, la Bolsas puede ser de dos tipos: Bolsa de Valores y Bolsa de

¹⁸ Cfr. Igartúa Araiza, Octavio, Introducción al estudio del derecho bursátil mexicano, 3ª edición, Ed. Porrúa, México, 1998, p. 221.

¹⁹ La naturaleza jurídica de la Bolsa, puede estar definida por la participación del sujeto activo: estado o/y comerciantes -personas físicas o morales-. Si el sujeto activo que establece la bolsa es de naturaleza pública, o sea, el estado, la Bolsa es Pública, contrariamente, si el sujeto activo son personas, la bolsa será Privada. La Bolsa de París, es el ejemplo de Bolsa Pública, caracterizada por la intervención del estado en el establecimiento de la Bolsa, los órganos son nombrados por los servidores públicos correspondientes y existe una regulación estricta. Respecto a la Bolsa Privada, la Bolsa de Londres es su cenit, el sujeto activo son las personas, los órganos son nombrados con la aprobación de los socios y la regulación es laxa –si se compara con la Bolsa Pública-. En la actualidad, el estado regula la actividad de las Bolsas, por ser hechos jurídicos trascendentales en la economía de un país.

²⁰ Carvallo Yañez, Erick, Tratado de derecho bursátil, 4ª edición, Ed. Porrúa, México, 2006, pp. 147-148.

Derivados. En la primera, se negocian valores²¹ a través de emisoras que ofertan al gran público inversionista. Por su parte, en la Bolsa de Productos Derivados se cotizan contratos de futuros y opciones.

Constitución de la Bolsa de Derivados. En cuanto a la constitución de la Bolsa de Derivados de nuestro país. Tenemos que las personas físicas o morales interesadas en constituir la sociedad que actúe como Bolsa de Derivados deberán presentar la solicitud de autorización a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.²² Ésta solicitud tendrá que acompañarse de la documentación señalada en la Regla Cuarta de las *REGLAS* [1996]:

- ✓ Proyecto de escritura constitutiva de la sociedad.
- ✓ Relación de socios que constituirán la sociedad y el capital que aportarán. Además, los consejeros o directivos que se nombrarían.
- ✓ Proyecto de Reglamento interno en el que se señale organización y funcionamiento interno, así como, las normas y procedimientos de carácter autorregulatorio.
- ✓ Requerimientos que tendrán que cumplirse para poder ser socio.
- ✓ Derechos y obligaciones de los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Proyecto de contrato que regiría las operaciones entre la Bolsa y la Cámara de Compensación, así como, entre la Bolsa, los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Manuales de políticas y procedimientos de operación, elaborados conforme a las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] aplicables.
- ✓ Descripción de los programas de auditoría que efectuará la Bolsa a los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Descripción de los programas que implementará para vigilar que los procesos de formación de precios.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público [SHCP] discrecionalmente podrá autorizar o denegar la solicitud de autorización, previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores [CNBV] y Banco de México [Banxico]. Sí SHCP aprueba la

²¹ La Fracción XXIV, del artículo 2 de la Ley del mercado de valores define a los valores como: "...valores, las acciones, partes sociales, obligaciones, títulos opcionales, certificados, pagarés, letras de cambio y demás títulos de crédito, nominados o innominados, inscritos o no en el Registro, susceptibles de circular en los mercados de valores a que se refiere esta ley, que se emitan en serie o en masa y representen el capital de una persona moral, una parte alícuota de un bien o la participación en un crédito colectivo o cualquier derecho de crédito individual, en los términos de las leyes nacionales o extranjeras aplicables".

²² Regla Tercera, *REGLAS* [1996].

constitución de la Bolsa, deberá inscribirse en el Registro Público de la Propiedad, con la finalidad de que surta efectos frente a terceros.

Funciones que debe cumplir la Bolsa de Derivados. Una vez aprobada la solicitud e inscrita en el Registro Público de la Propiedad, la Bolsa debe cumplir, en términos de la Regla Quinta de las *REGLAS* [1996] aplicables, las siguientes funciones:

Operativas

- ✓ Proveer instalaciones, mecanismos y procedimientos adecuados para celebrar contratos.
- ✓ Crear comités necesarios [Cámara de Compensación, finanzas, admisión, contencioso y disciplina, ética, autorregulación y, conciliación y arbitraje].
- ✓ Conciliar y decidir respecto de diferencias.
- ✓ Diseñar e incorporar contratos.
- ✓ Publicar sus estados financieros y presentar a las Autoridades el resultado de la auditoría externa realizada.

Normativas

- ✓ Elaborar y someter a la aprobación de la Autoridades, requerimientos estatutarios que tendrán que cumplir los Socios Liquidadores.
- ✓ Emitir normas a las que deben sujetarse los integrantes del mercado.²³

Supervisoras

- ✓ Auditar a los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Vigilar el debido proceso de formación de precios y el estricto apego a la normatividad aplicable y en su caso, establecer penas convencionales.
- ✓ Vigilar las operaciones en la Bolsa y Cámara de Compensación.
- ✓ Llevar el registro histórico de actividades y operaciones realizadas en Bolsa.
- ✓ Contar con sistema de control que permita conocer la información completa de cada transacción.
- ✓ Divulgar periódicamente los nombres de Socios Liquidadores, a través de medios de comunicación masiva.

²³ Disposición cuarta, DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997].

Sancionadoras

- ✓ Establecer penas convencionales.

Sin embargo, es preciso puntualizar que la función principal de la Bolsa de Futuros u Opciones es facilitar las instalaciones y servicios para la negociación y cotización de contratos de futuros u opciones, esta función es preponderantemente comercial. No obstante, la Bolsa está habilitada para normar, supervisar y sancionar a los participantes del mercado. A este conjunto de funciones se les denomina Autorregulación. La autorregulación de la Bolsa de derivados será analizada en el capítulo IV.

Sistemas de la Bolsa de Derivados. Para el debido cumplimiento de las funciones señaladas anteriormente, la Bolsa debe contar con sistemas operativos y electrónicos. La Disposición Novena de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] emitida por la CNBV, enumera los sistemas con los que debe contar la bolsa:

- ✓ Sistemas operativos de negociación de contratos.
- ✓ Sistema de control interno de información generada por cada transacción.
- ✓ Sistemas diarios de monitoreo y revisión de operaciones.
- ✓ Sistemas de información histórica y en tiempo real.
- ✓ Mecanismos para verificar el patrimonio mínimo de Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Planes y procedimientos de seguridad para situaciones de contingencia.
- ✓ Sistemas de divulgación al público.
- ✓ Mecanismos para vigilar los procedimientos de actuación de la Cámara, en caso de incumplimiento.

Respecto a la **estructura corporativa**, al ser la Bolsa una sociedad anónima esta cuenta con: Asamblea General de Accionistas, Consejo de Administración y Comités que auxilian al Consejo. La Asamblea General de Accionistas es el órgano supremo decisorio de la Bolsa, en tanto que, el Consejo de Administración es el órgano que se encarga de la administración de la Bolsa y, los Comités se encargan de asuntos específicos.

1.6.2. Cámara de Compensación

Los orígenes de las Cámaras de Compensación se remontan al establecimiento de las primeras Bolsas de Valores. En este sentido, el distinguido tratadista Cervantes Ahumada señala: "...para la compensación bancaria se funda en Inglaterra, país del cheque, en 1775, una <<Bankers Clearing House>>. La Cámara de Compensación existente más antigua, a la vez que la más importante en el mundo, es la Clearing House de Nueva York, fundada en 1853."²⁴

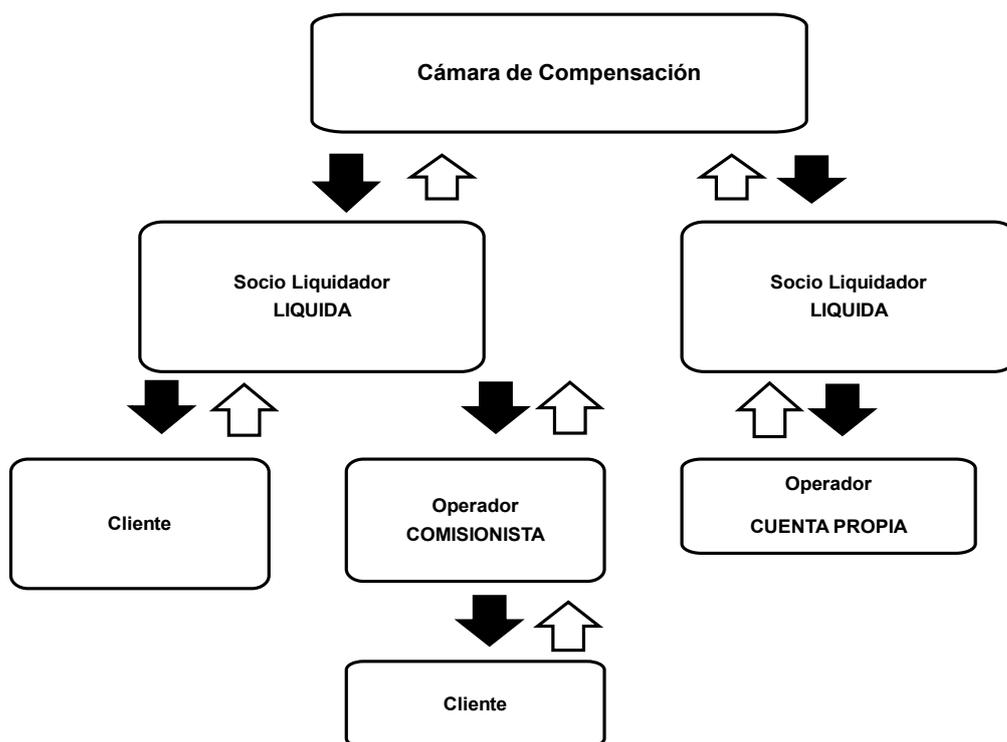
Por lo que respecto a los mercados de derivados, en 1883 se formó en la Bolsa de Comercio de Chicago la primera Cámara de Compensación.²⁵ Este es el precedente de una Cámara de Compensación en un mercado de derivados. La Cámara de Compensación surge como un mecanismo que garantiza las negociaciones y compensa los contratos de los clientes, garantizando el cumplimiento de los contratos.

Para entender el funcionamiento de la Cámara de Compensación, ésta recibe los depósitos iniciales que los Socios Liquidadores trasladan de los clientes u operadores por contrato abierto. Posteriormente la Cámara de Compensación, actualiza diariamente a valor de mercado las ganancias o pérdidas que hayan sufrido los contratos y por último, transfiere las aportaciones iniciales mínimas de los clientes perdedores a los ganadores. En caso de que los depósitos iniciales sean insuficientes, la Cámara de Compensación solicita a los clientes por medio de los Socios Liquidadores aportaciones para mantener el depósito inicial. Adicionalmente, la Cámara de compensación posee fondos que le permiten hacer frente al incumplimiento generalizado de posiciones.

Por esta razón, la función principal de la Cámara de Compensación es asegurar las inversiones de los clientes y la estabilidad del mercado. El papel de la Cámara de Compensación es esencial para el correcto funcionamiento del mercado de derivados en nuestro país. A continuación se muestra un diagrama que ejemplifica como la Cámara de Compensación recibe capital por contrato y, devuelve en su caso de que la posición haya resultado favorable.

²⁴ Cervantes Ahumada, Raúl, Títulos y Operaciones de Crédito, 14ª edición, Ed. Porrúa, México, 1999, p. 215.

²⁵ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>.



En el mercado de derivados en México, la Cámara de Compensación es el fideicomiso²⁶ de administración y pago cuyo nombre es “Asigna, Compensación y liquidación” autorizado por Secretaria de Hacienda y Crédito Público en el oficio 101-1830 del 15 de diciembre de 1998. La Cámara de Compensación debe ser analizada en función de los elementos que conforman la figura del fideicomiso:

- ❖ **Fideicomisarios.** Los clientes son los fideicomisarios o beneficiarios del fideicomiso, puesto que, la Cámara de Compensación garantiza el cumplimiento de las negociaciones de los clientes y compensa las posiciones de los clientes.
- ❖ **Fideicomitentes.** Son los Socios Liquidadores y las personas autorizadas por la Secretaria de Hacienda y Crédito Público, previa opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, que aportan el dinero para constituir la Cámara de Compensación. Por lo menos, el 51% del patrimonio mínimo debe

²⁶ El artículo 381 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito señala: “Operación de crédito en virtud de la cual el fideicomitente transmite a una institución fiduciaria la propiedad o titularidad de bienes o derechos, según sea el caso, para ser destinados a fines lícitos y determinados, encomendado la realización de dichos fines a la institución fiduciaria”.

ser aportado por cinco Socios Liquidadores.²⁷ Los fideicomitentes de la Cámara de Compensación son: Banamex Citigroup, BBVA Bancomer, JPMorgan, Santander, Scotiabank-inverlat, así como, el instituto para el depósito de valores S.D. INDEVAL con un carácter especial. Los Socios Liquidadores que son fideicomitentes tendrán derechos corporativos y patrimoniales plenos y, las personas físicas autorizadas por la SHCP, tendrán derechos patrimoniales plenos y derechos corporativos restringidos.²⁸

- ❖ **Fiduciaria.** De acuerdo a la Regla Decimoséptima de las *REGLAS* [1996], únicamente podrán ser fiduciarias las instituciones de banca múltiple. La fiduciaria que administra el dinero que aportaron los fideicomitentes, con el objeto de constituir la Cámara de Compensación. Una vez constituida la Cámara de Compensación debe liquidar y compensar los contratos de los clientes.²⁹ En la actualidad, la fiduciaria del fideicomiso denominado “Asigna, Compensación y Liquidación” es Bancomer, S.A.

Patrimonio de la Cámara de Compensación. La Cámara de Compensación esta constituida por un conjunto de fondos a través de los cuáles se garantiza el cumplimiento de las negociaciones. Respecto, al patrimonio de la Cámara de Compensación administrado por la fiduciaria, éste se integra de la siguiente forma:

- ❖ **Patrimonio del Fideicomiso o Mínimo.** Son los recursos aportados por fideicomitentes para la constitución del fideicomiso de la Cámara de Compensación. De igual forma, constituye el fondo para hacer frente al

²⁷ Regla Cuarta, REGLAS [1996].

²⁸ Regla Cuarta, REGLAS [1996]

²⁹ REGLAS [1996] Las instituciones que deseen actuar con tal carácter, deben presentar solicitud de autorización a la SHCP, anexando la siguiente documentación:

- Proyecto de contrato de fideicomiso.
 - Proyecto de Reglamento interno.
 - Descripción de mecanismos para: Compensar y liquidar operaciones; Recibir y entregar Aportaciones Iniciales Mínimas [AIM] y Liquidación diaria.
 - Proyecto de programas permanentes de auditoría a Socios Liquidadores y patrimonio de estos.
 - Medidas que adoptarían en caso de incumplimiento o quebranto de alguno de los Socios Liquidadores, diseñando una red de seguridad.
 - Manuales de políticas y procedimientos de operación;
 - Sistemas de administración de riesgos;
 - Métodos de valuación de Aportaciones.
 - Proyecto de contrato que regirán las operaciones entre la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores, así como los contratos que se utilizarán.
 - En caso de ser Socios Liquidadores y Cámara, las políticas y procedimientos para resolver el conflicto de interés
- La SHCP autorizará o denegará la solicitud, previa opinión de la CNBV y Banxico.

incumplimiento de posiciones que no puedan solventarse con las aportaciones iniciales mínimas o liquidaciones de los clientes u otros mecanismos. El patrimonio mínimo total será el equivalente a 15 millones de Unidades de Inversión [UDIS], cantidad que puede ser aumentada.³⁰

- ❖ **Fondo de Aportaciones.** Aportaciones Iniciales Mínimas o depósitos iniciales que entregan los clientes a los Socios Liquidadores por contrato abierto y que éstos últimos, transfieren a la Cámara de Compensación para que ésta actualice diariamente a valor de mercado las ganancias o pérdidas de los contratos.³¹ En caso de que la Aportación Inicial Mínima sea insuficiente para cubrir la pérdida del contrato, la Cámara de Compensación solicitará al Socio Liquidador una aportación adicional para mantener el depósito inicial. Al vencimiento del contrato, la Cámara de Compensación por conducto del Socio Liquidador devolverá al cliente la Aportación Inicial Mínima, siempre y cuando su posición resulte ganadora.

- ❖ **Fondo de Compensación.** Está constituido por recursos adicionales a los depósitos iniciales que la Cámara solicite a los Socios Liquidadores por el equivalente al 10% de las Aportaciones Iniciales Mínimas por contrato abierto, así como cualquier otra cantidad solicitada.³²

Funciones de la Cámara de Compensación. De acuerdo a la Regla Vigésima de las *REGLAS* [1996], la Cámara de Compensación debe cumplir con las siguientes funciones:

Operativas

- ✓ Establecer mecanismos para compensar y liquidar los contratos.
- ✓ Actuar como contraparte.
- ✓ Exigir, recibir y custodiar las aportaciones.
- ✓ Administrar y custodiar el fondo de compensación y aportaciones.
- ✓ Convenir con otras Cámaras el intercambio de información.
- ✓ Límites de posiciones por contratos abiertos.

³⁰ Regla Decimonovena, *REGLAS* [1996].

³¹ Regla Decimotercera, *REGLAS* [1996].

³² Regla Primera, *REGLAS* [1996].

- ✓ Límite de contratos abiertos en función del activo subyacente.
- ✓ Crear los comités necesarios.

Normativas

- ✓ Elaborar los estatutos y someterlos a la aprobación de las autoridades.

Supervisoras

- ✓ Mecanismos para dar seguimiento a la situación patrimonial de los Socios Liquidadores.
- ✓ Auditar a Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Vigilar que los empleados encargados de la administración y vigilancia de la Cámara de Compensación no participen en ningún Socio Liquidador.
- ✓ Seguimiento de los límites de posiciones y de contratos abiertos en función del activo subyacente.
- ✓ Proporcionar a las autoridades la información de su actividad y la de los Socios Liquidadores.
- ✓ Someterse a la supervisión de las autoridades.
- ✓ Publicar sus estados financieros y presentar el resultado de la auditoria anual a las autoridades.
- ✓ Informar trimestralmente al público su situación financiera, fuentes de financiamiento y mecanismos de protección

Sancionadoras

- ✓ Instrumentar e imponer sanciones que deben adoptarse para mantener la integridad de la Cámara de Compensación.
- ✓ Adopción de medidas en el supuesto del quebranto financiero de los Socios Liquidadores, por medio de la red de seguridad.
- ✓ Intervenir administrativamente a los Socios Liquidadores y establecer medidas correctivas.

No obstante, la función básica de la Cámara de Compensación es compensar y liquidar los contratos, esto es, una función comercial. Para proteger las inversiones de los clientes e integridad del mercado, la SHCP facultó a la Cámara de Compensación a autorregular a los intermediarios en su ámbito de competencia. Esto significa, que la

Cámara de Compensación norma, supervisa y sanciona a intermediarios. En el capítulo cuarto analizamos las funciones de autorregulación de la Cámara de Compensación.

Sistemas de la Cámara de Compensación. De acuerdo a la Disposición Trigésima Cuarta de las *DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL* [1997], la Cámara de Compensación cuenta con sistemas operativos que: compensan y liquidan los contratos; validan la información de los Socios; segregan las negociaciones en cuentas; evalúan los riesgos de las negociaciones y, redes de seguridad.

Finalmente, el funcionamiento de la Cámara de Compensación descansa en una **estructura corporativa** o **gobierno corporativo**. En este sentido, la Asamblea de Fideicomitentes es el órgano superior. No obstante, la administración diaria de la Cámara de Compensación recae en un Comité Técnico, que es auxiliado por los comités que este órgano ejecutivo disponga.

1.6.3. Socios Liquidadores

Los Socios Liquidadores son fideicomisos que tienen por objeto liquidar contratos de terceros y en su caso, celebrar contratos por su cuenta.³³ Para entender el funcionamiento de los Socios Liquidadores, éstos reciben las aportaciones o depósitos iniciales de los clientes por contrato abierto, para posteriormente, trasladar dichas aportaciones a la Cámara de Compensación. Sin embargo, los Socios Liquidadores pueden solicitar a los clientes aportaciones adicionales cuando el depósito inicial se reduzca considerablemente. En pocas palabras, los Socios Liquidadores son los intermediarios entre los clientes y la Cámara de Compensación debido a que los clientes no pueden celebrar contratos directamente con la Cámara de Compensación.

Al igual que la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores son fideicomisos. Por esto, resulta importante analizar a los Socios Liquidadores a partir de los elementos que constituyen el fideicomiso.

³³ La Regla Primera de las REGLAS [1996] establece: "Socio Liquidador. Al fideicomiso que sea Socio de la Bolsa y que participe en el patrimonio de la Cámara de Compensación, teniendo como finalidad liquidar y en su caso, celebrar por cuenta de clientes, contratos futuros y de opciones operados en Bolsa".

- ❖ **Fideicomitentes.** Cualquier persona física o moral autorizada por la Secretaria de Hacienda y Crédito Público [SHCP] puede aportar capital para la constitución de un Socio Liquidador.³⁴ En relación con el patrimonio para constituir a los Socios Liquidadores, las personas físicas o morales autorizadas por SHCP deben aportar: a. cuando liquiden por cuenta propia deben contar con un patrimonio de 2 millones quinientas mil Unidades de Inversión [UDIS]; b. cuando liquiden por cuenta de terceros deben contar con un patrimonio de 5 millones de Unidades de Inversión [UDIS] y, c. cuando liquiden por cuenta propia y de terceros deben contar con un patrimonio de 5 millones de Unidades de Inversión [UDIS].³⁵

- ❖ **Fiduciario.** Únicamente podrán ser fiduciarias las instituciones de crédito y casas de bolsa autorizadas por la Bolsa de Futuros u Opciones y Cámara de Compensación.³⁶

- ❖ **Fideicomisarios.** Son las personas autorizadas que aportan los recursos para la conformación del fideicomiso denominado Socio Liquidador, beneficiados por la liquidación de sus contratos o por las ganancias de los servicios prestados. Esto significa, que cualquier inversionista puede ser beneficiario del fideicomiso, ya que, la Cámara de Compensación compensa todos los contratos.

³⁴ Regla Novena, REGLAS [1996].

³⁵ Regla Duodécima, REGLAS [1996].

³⁶ REGLAS [1996]. **Bolsa de Futuros y Opciones.** Las personas físicas o morales interesadas en constituir al "Socio Liquidador", deben presentar una solicitud al Consejo de Administración de la Bolsa, reuniendo requisitos específicos para personas físicas o morales, estos requisitos son idénticos a los solicitados a operadores, [ver "6.1.4 Operadores"]. Presentada la solicitud con remisión al Director General; se turna al Comité de Admisión y nuevos productos, que a su vez, solicita a un grupo de especialistas emitan recomendación: negando o aprobando; el Comité emite dictamen negando o aprobando. En caso afirmativo, el Socio Liquidador tendrá un plazo de 6 meses, posteriores a la aprobación, para comenzar a desempeñar su función, en caso contrario, tendrá derecho de replica sustanciada ante la propia Bolsa.

Casa de Bolsa. Las personas físicas o morales interesadas en constituir al Socio Liquidador, deberán presentar solicitud dirigida al Comité Técnico con remisión al Director General, acompañado de: a) Copia de la solicitud de aprobación presentada a la Bolsa, o bien, copia de escrito de aprobación otorgado por la misma; b) Proyecto de Contrato de fideicomiso; c) Estados financieros de los últimos 3 años o de los ejercicios transcurridos desde su constitución, así como, de los últimos 3 meses anteriores a la solicitud; d) Nombres, dirección, correo electrónico y números telefónicos del personal; e) Proyecto de Plan General de Funcionamiento; f) Proyecto de manual de políticas, procedimientos de operación, control de riesgos y liquidez; g) Informe detallado del sistema de administración de cuentas; h) Calificación crediticia conforme a los estándares establecidos por el Comité técnico; i) Plan de contingencia en el que se indiquen los mecanismos que se utilizarían para enfrentar problemas de fallas en los sistemas y comunicaciones; j) Informe que compruebe que el solicitante cuenta con los requisitos necesarios de contingencias. Al recibir la solicitud de aprobación el Comité, notificará al Subcomité de Admisión y Administración de riesgos, que a su vez, turnara a un grupo de especialistas; el grupo de especialistas evaluará la documentación *supra* y emitirá una recomendación al Subcomité; corresponde al Subcomité emitir un dictamen aprobando o negando, el Comité en ese sentido, aprueba o niega.

Funciones de los Socios Liquidadores. La función básica de los Socios Liquidadores es liquidar contratos de sus clientes o propios en la Cámara de Compensación. Para esto, los Socios Liquidadores entregan a la Cámara de Compensación los depósitos iniciales y las liquidaciones. Asimismo, los Socios Liquidadores cuentan con funciones accesorias como identificar la contabilidad de los clientes, son responsables solidarios de la Cámara de Compensación y, evaluar la situación financiera de los clientes.³⁷ Para el efectivo cumplimiento de sus funciones, los Socios Liquidadores podrán utilizar los sistemas de la Bolsa de Futuros u Opciones y Cámara de Compensación.

1.6.4. Operadores

Para celebrar contratos de futuros u opciones en los sistemas electrónicos de la Bolsa de Futuros u Opciones se debe tener la calidad de Operador o Socio Liquidador. Los Operadores son las instituciones de crédito, casas de bolsa o cualquier persona física o moral que siendo comisionista de uno o más Socios Liquidadores, o administrador de cuentas globales, celebran contratos de futuros u opciones en el sistema electrónico.³⁸

No obstante, para que los Operadores celebren contratos en los sistemas electrónicos de la Bolsa, los Socios Liquidadores deben aceptar su responsabilidad solidaria en las negociaciones de éstos a través de un contrato de comisión mercantil.³⁹

Los Operadores pueden ingresar al sistema electrónico las posturas y convenir los contratos de futuros u opciones sin recurrir a los Socios Liquidadores. No obstante, los Operadores deben trasladar las aportaciones de los contratos de futuros u opciones a los Socios Liquidadores. La normatividad aplicable distingue 3 clases de operadores: Operadores, Operadores de mesa y Formadores de Mercado.⁴⁰

³⁷ Puntos 221.00 y 222.00, Reglamento interior de la Cámara de Compensación.

³⁸ Regla Primera, REGLAS [1996]

³⁹ Regla Primera, REGLAS [1996].

⁴⁰ Operador de mesa, es la persona acreditada por el propio Operador para ejecutar contratos en el SENTRA derivados, resulta ser personal acreditado nombrado por el Operador; Formador de Mercado, es aquel operador que celebra contratos por su cuenta permanentemente, y que la Bolsa aprobó con tal carácter.

Para constituir a un Socio Operador, las personas físicas o morales deben contar con un capital mínimo de 100,000 UDIS [Unidades de Inversión]. En el caso de las cuentas globales sólo podrán ser administradas por personas morales y el capital debe ser de 1, 000,000 UDIS. Asimismo, deberán presentar a la Bolsa de Futuros u Opciones una serie de documentos y entre otras cosas.⁴¹

Funciones de los Operadores. En relación a las funciones de los Operadores, éstos cumplen una función principal que es la celebración de contratos. Los Operadores no cuentan con facultades de autorregulación. A continuación se mencionan las facultades de los Operadores:

- ✓ Celebrar contratos por cuenta propia o por terceros.
- ✓ Transferir las aportaciones iniciales a los Socios Liquidadores.
- ✓ Solicitar y entregar a los clientes las liquidaciones diarias.
- ✓ Solicitar a la terminación del contrato a los Socios Liquidadores las aportaciones iniciales que correspondan a los clientes a la terminación del contrato.
- ✓ Informar a la Bolsa si su capital se encuentra por debajo del nivel de capital mínimo, en un plazo no mayor de un día.
- ✓ Someterse a la auditoria de la Bolsa y Cámara de Compensación.
- ✓ Responder ante los Socios Liquidadores, por el incumplimiento generalizado de las operaciones que realicen como administradores de cuentas globales.
- ✓ Contar con sistemas contables que permitan identificar las cantidades individuales de sus clientes.

Considero que la existencia de los Operadores permite que la intermediación no se concentre en los Socios Liquidadores. No es sólo una cuestión de incorporar intermediarios, sino que a través de una mayor participación de intermediarios se puede segmentar los riesgos.

⁴¹ Regla Vigésimo tercera, REGLAS [1996].

1.6.5. Clientes

Los clientes representan la esencia del mercado de derivados. Por lo tanto, el éxito del mercado está ligado al número de clientes y volumen de transacciones. La Regla Primera de las *REGLAS* [1996] define a los clientes de la Bolsa de Futuros u Opciones de la siguiente manera:

“Cliente(s): A las personas que celebren Contratos de Futuros y Contratos de Opciones en la Bolsa, a través de un Socio Liquidador, o de un Operador que actúe como comisionista de un Socio Liquidador, y cuya contraparte sea la Cámara de Compensación.”

De acuerdo a esta definición, los clientes son las personas físicas o morales que celebran contratos de futuros u opciones por medio de los Socios Liquidadores u Operadores. Asimismo, la definición también menciona que la Cámara de Compensación es la contraparte contractual de los clientes, por lo que, ésta responde por los contratos celebrados.

Doctrinalmente, en relación con la necesidad que desee satisfacer el cliente, éstos se dividen: coberturistas, especuladores y arbitrajistas.

- ❖ **Coberturista.**⁴² Es el cliente que conviene en el mercado, con el objeto de reducir o eliminar la exposición a cierto riesgo. Con la cobertura, el comerciante se protege de las fluctuaciones futuras del precio de un activo, que podrían causarle un detrimento en su ganancia.

- ❖ **Especulador.** Es el cliente que sin la necesidad de cubrir un riesgo, conviene en el mercado con el objeto de obtener una ganancia.

- ❖ **Arbitrajista.**⁴³ Es el cliente que conviene en el mercado, con el objeto de obtener una ganancia libre de riesgo, al realizar transacciones simultáneas en mercados distintos mercados.

⁴² “La cobertura es una operación cuyo objetivo es eliminar riesgos.” Elvira, Oscar/Pablo, Larraga, Op. Cit., p. 67.

⁴³ “...el arbitraje es una operación que ofrece una oportunidad puntual, donde los precios de dos mercados vinculados entre sí se han desajustado. Esto genera la posibilidad de obtener beneficios sin asunción teórica de riesgo. En este sentido permite realizar dos operaciones de forma simultánea, comprando barato y vendiendo caro”. Ídem, p. 70.

En este capítulo, se explicó a grandes rasgos el desarrollo histórico de los derivados y la importancia considerable que han adquirido estos instrumentos en la economía actual. Asimismo, se analizó los motivos que originan el uso de los derivados y los sujetos que participan en el mercado.

Así, puedo concluir que la importancia del mercado de derivados se incrementa en estos tiempos de crisis permanente. Esto es, los mercados de derivados permiten a los agentes económicos resguardarse de los cambios abruptos que caracterizan a la economía actual. Por lo que, los países que carecen de mecanismos con éste, se encuentran en una posición menos competitiva y están sujetos a la incertidumbre del mercado global. Por esta razón, nuestro país estableció a finales de los 1990's el mercado de derivados mexicano, con lo que se dota de herramientas a los agentes económicos que permiten protegerse de los constantes cambios económicos. Sin embargo, el mercado de derivados mexicano no sólo permite protegerse de los riesgos económicos, sino, que permite reasignar recursos entre los agentes económicos.

No obstante, el dinamismo del mercado y la complejidad de las relaciones comerciales generaron la necesidad de establecer regulaciones que se ajustarán a las circunstancias del mercado. En otras palabras, el marco regulatorio debió adaptarse a la naturaleza del mercado de derivados. En este sentido, las autoridades gubernamentales formularon un derecho aplicable al mercado, que permitiese proteger a los inversionistas e integridad de los mercados.

CAPÍTULO II. MARCO REGULATORIO DEL MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO

Resumen

En este capítulo, se estudia el marco regulatorio del mercado de derivados con el objetivo de explicar el régimen jurídico aplicable a éste. Para un fácil entendimiento del marco regulatorio lo dividí en 2 secciones: regulación gubernamental y autorregulación. En la primera sección, se analiza la regulación gubernamental, es decir, las normas emitidas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público [SHCP], Comisión Nacional Bancaria y de Valores [CNBV] y Banco de México [Banxico] que dieron origen al mercado de derivados en nuestro país y estructuraron el marco regulatorio que rige a este mercado. Asimismo, se explica la importancia de estos ordenamientos normativos ante la ausencia de un derecho aplicable al mercado de derivados. Mientras, en la segunda sección menciono a grandes rasgos a la autorregulación que emiten la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.

2.1. Introducción

En los 1990's, la inexistencia de un mercado de derivados generaba una falta de competitividad de la economía mexicana con respecto a las economías de otros países. Ante tal circunstancia, la SHCP, CNBV y Banxico en uso de sus atribuciones emitieron una serie de normas reglamentarias con la finalidad de crear el mercado de derivados en nuestro país y, formular un régimen jurídico aplicable a éste.

En este sentido, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México emitieron conjuntamente el 31 de diciembre de 1996 las *“Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros u opciones cotizados en la bolsa”*, denominadas en este estudio *REGLAS* [1996], con lo que se crea el mercado de derivados en nuestro país y se establece un derecho aplicable al mercado de derivados ante la ausencia de derecho alguno.

Por su parte, la CNBV emitió el 26 de mayo de 1997 las “*Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán los participantes en sus operaciones en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa*”, denominadas en este estudio *DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL* [1997], las que facultan a la Bolsa de Derivados y a la Cámara de compensación a autorregular el mercado de derivados mexicano. Estas disposiciones de la CNBV establecen los lineamientos de los reglamentos, manuales, sistemas electrónicos de negociación y compensación, entre otras cosas.

Finalmente en 1999, el Banco de México emitió las “*Reglas a las que deberán sujetarse las casas de bolsa en sus operaciones financieras conocidas como derivados*”, con lo que se amplía las operaciones de las casas de bolsa en el mercado de derivados.

No obstante, las normas reglamentarias emitidas por las autoridades del sistema financiero establecieron que la regulación gubernamental estaría complementada por la autorregulación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación. Esto es, las autoridades del sistema financiero delegaron sustancialmente la regulación del mercado de derivados en la Bolsa y Cámara de Compensación, a este tipo de regulación le denominamos autorregulación.

Por lo tanto, la regulación de la SHCP, CNBV y Banxico, conjuntamente con la autorregulación de la Bolsa de Futuros u Opciones y Cámara de Compensación conforman lo que se denomina el marco regulatorio del mercado de derivados de nuestro país. En este capítulo, se analiza el marco regulatorio del mercado de derivados a partir de los dos esquemas que lo conforman: regulación gubernamental y autorregulación, poniendo énfasis en la regulación gubernamental. La autorregulación será profundizada en el capítulo IV.

Antes de profundizar en el estudio del marco regulatorio del mercado de derivados en México, es preciso tener claro, que tanto la regulación gubernamental y la autorregulación tienen dos propósitos básicos:

- ❖ **Protección del inversionista.** El marco regulatorio asegura que los contratos se negocien limpia, equitativa, efectiva y ordenadamente, con la finalidad de que ningún factor ajeno al mercado afecte el precio y cumplimiento de los contratos. Entre otras cosas, el marco regulatorio impone estándares mínimos sobre los integrantes; normas que regulen la conducta de los integrantes; patrimonio mínimo de los integrantes; fondos y aportaciones.

- ❖ **Protección del mercado de derivados.** Los tratadistas Morgan y Yeung señalan que: “Las regulaciones son el ejercicio del poder colectivo con el propósito de remediar los fallos del mercado para proteger al público de los males del comportamiento monopólico, de la competencia destructiva, del abuso del poder económico privado o del efecto de las externalidades”.⁴⁴ Esto es, ningún mercado es completamente eficiente, puesto que, en estos existen distorsiones como: monopolio, información poco genuina, funcionamiento deficiente u cualquier otro hecho contrario a la competencia limpia, etc. Ante esto, surge la necesidad de reforzar el mercado con un marco regulatorio cuya finalidad sea evitar que el mercado sea dañado por actos contrarios a la competencia limpia y transparente, etc. De esta forma, la regulación es partícipe de la “eficiencia” del mercado, complementa aquello en que los mecanismos naturales del mercado son insuficientes.

2.2. Regulación Gubernamental

La regulación gubernamental comprende las funciones que tienen la SHCP, CNBV y Banxico para normar, supervisar y sancionar a la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y Clientes. Las autoridades del sistema financiero ejercen dichas funciones por mandato constitucional o leyes orgánicas.

Como anteriormente se mencionó, las autoridades del sistema financiero en uso de sus facultades reglamentarias emitieron una serie de normas con las que estructuraron

⁴⁴ Morgan, Brown/Karen, Yeung, Una introducción al derecho y la regulación [An introduction to Law and Regulation], Cambridge University Press, Cambridge, 2007, p. 18.

el marco regulatorio del mercado de derivados. En estas normas o regulación gubernamental se encuentra el régimen jurídico que rige el mercado de derivados en nuestro país. A continuación menciono los puntos importantes que comprende cada ordenamiento normativo:

➤ **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 [1996]**

Como se ha establecido, estas reglas fueron emitidas conjuntamente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México. Estas normas tienen por finalidad "...Regular a las personas físicas y morales, así como, a los fideicomisos que participen en la constitución y funcionamiento del mercado de derivados".⁴⁵ Con estas reglas, las autoridades del sistema financiero crearon el mercado de derivados y estructuraron el régimen jurídico aplicable al mismo. En resumen, las *REGLAS* [1996] establecen:

- ✓ Requisitos y procedimientos de constitución de la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Capital o patrimonio mínimo. Integración del capital social de la Bolsa de Derivados o del patrimonio de la Cámara de Compensación y Socios Liquidadores, así como, el capital de los Operadores.
- ✓ Obligaciones de la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores. Sistemas electrónicos, contables u otros mecanismos de seguridad.
- ✓ Clases de Socios Liquidadores y Operadores. En relación al patrimonio y las actividades desempeñadas.
- ✓ Aportaciones y liquidaciones que deben trasladar los Clientes a los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Facultades de las autoridades del sistema financiero.

⁴⁵ Regla segunda, REGLAS [1996].

Considero que las *REGLAS* [1996] representan el acto proactivo de las autoridades del sistema financiero para crear el mercado de derivados en nuestro país y formular un derecho aplicable al mismo. En este ordenamiento, se observa la etapa temprana del mercado de derivados, puesto que, las *REGLAS* [1996] enfatizan los requisitos que deben cumplir las personas, sociedades o fideicomisos que pretendan constituir a la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores. Asimismo, las *REGLAS* [1996] establecen los sistemas que deben tener los participantes del mercado y demás mecanismos de seguridad que ayuden a proteger a los inversionistas e integridad del mercado.

Las *REGLAS* [1996] han sido reformadas en múltiples ocasiones.⁴⁶ La última modificación se publicó en el Diario Oficial de la Federación el 13 de octubre de 2011. En esta última modificación, se cambió el título de las *REGLAS* [1996] a “*Reglas a las que habrán de sujetarse los participantes del mercado de derivados listados en Bolsa*”. Estas reglas modificadas representan una mayor madurez de nuestro mercado y, la necesidad de ofrecer contratos de derivados de mercados extranjeros en nuestra Bolsa. Con esto, se pretende hacer más atractivo el mercado para los inversionistas de otros países y crecer a niveles que nos permitan competir en la economía global.

➤ **DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL A LAS QUE SE SUJETARAN EN SUS OPERACIONES LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES COTIZADOS EN BOLSA**

El 26 de mayo de 1997, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores expidió las *DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL* [1997], con el objeto de: “...Establecer regulación prudencial a la que deberán sujetarse las operaciones de las Bolsas, Cámaras de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores”⁴⁷. Esto es, por regulación prudencial se hace referencia a las características mínimas que deben cumplir las Bolsas de Derivados, Cámaras de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores en el establecimiento de los sistemas o en la formulación de los

⁴⁶ Modificadas mediante Resoluciones Primera, Segunda, Tercera, Cuarta, Quinta, Sexta, Séptima y Octava, publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 12 de agosto, 30 de diciembre de 1998, 31 de diciembre de 2000, 14 de mayo de 2004, 19 de mayo 2008, 24 de agosto de 2010, 25 de noviembre de 2010 y 13 de octubre de 2011, respectivamente.

⁴⁷ Disposición Segunda, DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997].

reglamentos o manuales, por citar algunos aspectos. Las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] facultan a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación a autorregular sus ámbitos de competencia. En resumen, las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] establecen:

- ✓ Funciones de autorregulación que deben desempeñar la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación. Por funciones entendemos la función de normar, supervisar y sancionar.
- ✓ Gobierno corporativo. Órganos o comités de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.
- ✓ Integración de los órganos corporativos. Composición del Consejo de Administración de la Bolsa, Comité Técnico de la Cámara de Compensación y demás comités. Así como, los requisitos que deben satisfacer los integrantes de éstos y el Contralor normativo.
- ✓ Funciones de los órganos corporativos. Funciones asignadas al Consejo de Administración, Comité Técnico y Contralor Normativo.
- ✓ Sistemas electrónicos de negociación y, compensación y liquidación. Características mínimas de los Sistemas de Negociación, Compensación y Liquidación, de acuerdo a la finalidad del intermediario.
- ✓ Sistemas de supervisión. Características mínimas que deben cumplir los Sistemas de información, monitoreo o revisión de actividades, valuación de liquidez, red de seguridad y administración de riesgos.
- ✓ Contenido mínimo de las normas de autorregulación. Reglamentos Interiores y Manuales de la Bolsa de Futuros y Opciones y Cámara de Compensación.

Como mencioné, la importancia de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] es mayúscula, puesto que, habilitan a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación a autorregular el mercado de derivados en nuestro país. Esto significa, que las autoridades del sistema financiero se apoyan en la capacidad técnica, experiencia e inmediatez a las negociaciones y situaciones de peligro para el mercado. Así, las autoridades financieras asignaron a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación las facultades de formular normas, establecer procedimientos de supervisión y tomar medidas disciplinarias. No obstante, las mismas *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] establecen los lineamientos que deben cumplir la

Bolsa, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores en el ejercicio de las funciones de autorregulación.

Las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] han sido modificadas por resoluciones de fecha 31 de diciembre del 2000, 13 de diciembre de 2001, 22 de noviembre de 2001 y 4 de enero de 2005.

➤ **REGLAS A LAS QUE DEBERÁN SUJETARSE LAS CASAS DE BOLSA EN SUS OPERACIONES FINANCIERAS CONOCIDAS COMO DERIVADOS**

Estas Reglas fueron elaboradas por el Banco de México, aunque, la CNBV las emitió el 14 de abril de 1999. Las Reglas [1999] del Banco de México extienden los activos subyacentes de los contratos de derivados que pueden ofrecer las casas de bolsa y, simplifican la autorización de Banco de México para que estas puedan ofrecer los contratos de derivados. En resumen, estas Reglas de Banco de México establecen:

- ✓ Extienden la gama de operaciones de derivados que pueden ofrecer las casas de bolsa.
- ✓ Reconocen a mercados extranjeros para efectuar negociaciones análogas.
- ✓ Autorización del Banxico y la CNBV para celebrar contratos.
- ✓ Suspensiones de autorizaciones.

Las Reglas de Banco de México han sido modificadas en múltiples ocasiones.⁴⁸ La última modificación se realizó mediante Circular 32/2010 publicada el 21 de octubre de 2010 en el Diario Oficial de la Federación. Esta última circular del Banco de México extiende los activos subyacentes listados a materias primas como el oro, plata, maíz amarillo, trigo, soya, azúcar, carne de puerco, gas natural, etc.

⁴⁸ Modificadas mediante Circular 10-266, Circular 4/2006 y Circular 32/2010, de fechas 26 de diciembre de 2002, 18 de diciembre de 2006 y 26 de octubre de 2010.

2.2.1. Características de la Regulación Gubernamental

Considero que estas son las características de la regulación que realizan las autoridades del sistema financiero mexicano:

- ❖ **Gubernamental.** Las funciones de normar, supervisar y sancionar son desempeñadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y, Banco de México.
- ❖ **Normas Proactivas.**⁴⁹ A través de las *REGLAS* [1996], las autoridades del sistema financiero mexicano crearon el mercado de derivados y formularon un régimen jurídico aplicable a dicho mercado, fortaleciendo los mercados financieros de nuestro país.
- ❖ **Normas Reglamentarias.** La regulación gubernamental son reglas que expiden la SHCP, CNBV y Banxico, no son leyes, puesto que, materialmente y formalmente el único que emite leyes es el poder legislativo.⁵⁰
- ❖ **Reducir el riesgo.** La normatividad emitida por las autoridades del sistema financiero obliga a los participantes a contar con el capital o patrimonio mínimo, sistemas de administración de riesgos, supervisión de operaciones y redes de seguridad.
- ❖ **Fideicomiso.**⁵¹ La liquidez del mercado depende en grado considerable de los fideicomisos que conforman el mercado. La **Cámara de Compensación** es el

⁴⁹ El derecho no está ligado únicamente a la idea del orden [identificada con la coerción], a través del derecho, el estado promueve o estimula cierta conducta positiva de los sujetos. Con la expedición de la *REGLAS* [1996] se promovió la constitución y operación del mercado, puesto que este no existía.

⁵⁰ El artículo 49 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos señala: "Art. 49. El supremo poder de la federación se divide para su ejercicio en Legislativo, Ejecutivo y Judicial.

No podrán reunirse dos o más de estos poderes en una sola persona o corporación, ni depositarse el Legislativo en una sola persona, salvo el caso de facultades extraordinarias al Ejecutivo de la Unión, conforme a lo dispuesto en el artículo 29. En ningún otro caso, salvo lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 131, se otorgarán facultades extraordinarias para legislar." Este artículo establece la División de Poderes, esto es, corresponde al ejecutivo la administración no la creación de leyes. Aunque, el Art. 89 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el ejecutivo tiene la facultad reglamentaria.

⁵¹ La profesora Canela Valle enuncia que una de las características de la regulación del mercado de derivados, es el fideicomiso, de igual, apunta que la mayoría de los riesgos que existen en el mercado, se concentran en la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores. Cfr. Canela Valle, Diana, Op. Cit., p. 33.

fideicomiso que tiene por finalidad ser contraparte y garantizar el cumplimiento de las operaciones de los clientes; en éste integrante se concentra gran parte de los riesgos. Los **Socios Liquidadores** son los fideicomisos que tienen por finalidad liquidar o celebrar contratos.

- ❖ **Estructura corporativa.** La regulación gubernamental establece los órganos corporativos que desempeñan las funciones comerciales y de autorregulación de las Bolsas y Cámaras de Compensación.
- ❖ **Énfasis en normas de carácter prudencial.** La regulación gubernamental establece una serie de características mínimas que deben cumplir los participantes del mercado encaminados a la transparencia, seguridad, buen funcionamiento del mercado, etc.
- ❖ **Marco Regulatorio Transitorio**⁵². No existe una ley del mercado de derivados, por lo que, las autoridades emitieron una serie de normas reglamentarias encaminadas a colmar el vacío legal en tanto el mercado adquiere madurez y volumen de negociación.
- ❖ **Autorregulación.** La regulación gubernamental faculta a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación a autorregular el mercado de derivados a fin de procurar orden, transparencia y seguridad, además de la liquidez y administración de riesgos

2.2.2. Autoridades Gubernamentales

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, en su carácter de autoridades del sistema financiero y en uso de sus atribuciones, expidieron conjunta e individualmente las *REGLAS* [1996] y

⁵² Los Considerando de las REGLAS [1996] establecen: "...Que el régimen que se contiene en las reglas que a continuación se señalan permitirá obtener la experiencia necesaria para que, de ser conveniente, se promueva una iniciativa de ley para el mercado de productos derivados..."

DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997] que norman el mercado de derivados, al carecer éste de derecho aplicable.

Dentro del marco regulatorio del mercado de derivados en nuestro país, las autoridades del sistema financiero son los reguladores primarios, es decir, se encuentran en el vértice superior del marco regulatorio del mercado de derivados. En su carácter de reguladores primarios aprueban la constitución de la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación; delegan funciones en los organismos autorregulatorios; supervisan a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación; aprueban los contratos de derivados y las modificaciones a los reglamentos; revocan la autorización; entre otros aspectos. A continuación, se analiza a las autoridades del sistema financiero mexicano.

2.2.2.1. Secretaría de Hacienda y Crédito Público

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público es una secretaría de estado que forma parte de la administración pública federal centralizada, como señala el artículo 90 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. Corresponde a la Secretaría, de acuerdo a la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal:

“Artículo 31. A la Secretaría de Hacienda y Crédito Público corresponde el despacho de los siguientes asuntos:

...VII. Planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país que comprende al Banco Central, a la Banca Nacional de Desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio de banca y crédito.

...VIII. Ejercer las atribuciones que le señalan las leyes en materia de seguros, fianzas, valores y de organizaciones y actividades auxiliares del crédito.

La SHCP es la autoridad máxima del sistema financiero mexicano, puesto que, *planea, coordina, evalúa y dirige* el sistema financiero, esto es, establece mecanismos a través de los cuáles encausa el ahorro a actividades productivas. Proactivamente, SHCP impulsa a los agentes económicos a realizar ciertas actividades.

Para la consecución de las atribuciones asignadas, SHCP cuenta con diversas facultades: a. **Nombramiento**, para nombrar a funcionarios en las diversas entidades que conforman el sistema financiero; b. **Reglamentarias**, emitir normas reglamentarias en asuntos de su competencia; c. **Autorización**, aprobar actos o sujetos; **Sancionatoria**, sancionar el incumplimiento de las normas aplicables y, d. **Política monetaria o económica**, políticas que fortalezcan el ahorro, o bien, que permitan satisfacer una necesidad a través de la adecuación del marco legal. Estas facultades establecidas en la ley, son extensivas a la totalidad del sistema financiero. Respecto al mercado de derivados, la SHCP cuenta con las siguientes facultades:

FUNCIONES	ASPECTOS
AUTORIZAR	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades y fideicomisos que deseen constituir la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación. • Personas que participen con el carácter de fideicomitente en la constitución de la Cámara de Compensación. • Incremento para adquirir del 5% al 20% de acciones de la bolsa o constancias de derechos patrimoniales de la cámara de compensación. • Grupo de personas "vinculadas" –a juicio de la SHCP- que adquieran el control de la Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación. • Fusión de dos o más bolsas o transmisión del patrimonio de una bolsa a otra.
APROBAR	<ul style="list-style-type: none"> • Cualquier modificación que se realice a la documentación que acompañó a la solicitud. • Reglamento interior de la Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación.
VETAR	<ul style="list-style-type: none"> • Autorizaciones de constitución de Socios Liquidadores, efectuadas por la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.
REVOCAR	<ul style="list-style-type: none"> • Autorizaciones para la constitución de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público es la autoridad máxima del mercado de derivados. De esta secretaría depende la autorización para constituir la Bolsa de Derivados, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores. Asimismo, ésta dependencia de la Administración pública centralizada puede revocar las autorizaciones o bien, puede modificar las normas de autorregulación o los contratos listados en la Bolsa de Derivados.

2.2.2.2. Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Este órgano financiero cuenta con autonomía técnica y facultades ejecutivas, como señala el artículo 17 de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. La autonomía técnica y ejecución de sus facultades significa que, la CNBV cuenta con cierto grado de libertad para el cumplimiento de sus funciones y, no deberá realizar sus funciones supeditándose al mandato de otra autoridad. Además, los actos administrativos que realice no están sujetos a la aprobación de autoridad superior. Es así, que las finalidades básicas de la CNBV son las siguientes:

- ❖ Procurar estabilidad y correcto funcionamiento de las entidades financieras.
- ❖ Mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema, en protección de los intereses del público.

Para el efectivo cumplimiento de las finalidades anteriores, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores cuenta con las siguientes facultades: a. **Reglamentaria**. Emitir normas de carácter prudencial aplicables a las entidades financieras; b. **Supervisión**. Realizar la inspección y vigilancia de entidades financieras; c. **Aprobación**. Aprobar la constitución y funcionamiento de entidades u otros actos diversos, cuando así lo establezcan las leyes financieras; d. **Consulta**. Orientar a SHCP, respecto de autorizaciones, disposiciones, etc. e. **Sancionatoria**. Sancionar a las entidades y personas por infracciones a las leyes que regulan las entidades, actividades y personas sujetas a su supervisión. f. **Resolutoria**. Resolver el recurso de revocación.

Respecto al mercado de derivados, éstas son las funciones establecidas en la normatividad aplicable:

FUNCIONES	ASPECTOS
	<ul style="list-style-type: none">• Personas que sustituirán al consejo de administración o comité técnico, director general, comisarios, contralor normativo, directores,

DESIGNAR	gerentes e integrantes de los comités.
SUPERVISAR	<ul style="list-style-type: none"> • Sociedades, personas y fideicomisos que intervengan en la intermediación de contratos de derivados.
APROBAR	<ul style="list-style-type: none"> • Nombramiento de miembros del Consejo de administración o comité técnico, contralor normativo, director general o directivos de jerarquía inmediata. • Cuando la suspensión de Socios Liquidadores u Operadores se extienda a más de 5 días. • Cuentas discrecionales de los Socios Liquidadores. • Inversión del capital de la bolsa en organizaciones que lo auxilien.
EMITIR	<ul style="list-style-type: none"> • Disposiciones de carácter prudencial.
ORDENAR	<ul style="list-style-type: none"> • Regularizar la situación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación.
INSTRUIR	<ul style="list-style-type: none"> • La suspensión de actividades de la Bolsa de Derivados. • Orientar a SHCP de la constitución, revocación o adquisición de acciones o constancias fiduciarias de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación respectivamente.

De acuerdo al cuadro anterior, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores principalmente desempeña funciones de emergencia y supervisión. Las funciones de emergencia significan que en situaciones de peligro para el mercado, la CNBV está facultada para suspender la negociación de contratos en la Bolsa de Derivados o nombrar a los miembros de los órganos de la Bolsa o Cámara de Compensación con la finalidad de eliminar el conflicto de interés o la falta de capacidad en el ejercicio de sus funciones.

Por su parte, la CNBV es la autoridad que debe supervisar a las sociedades o fideicomisos del mercado, esto es, corresponde a este órgano desconcentrado auditar, revisar la información contable, financiera o legal y evaluar los riesgos. La función de la CNBV es de importancia trascendental para la viabilidad del mercado. Por esta razón, la CNBV debe asegurarse que la Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación cumplan con la normatividad y sean capaces de cumplir efectivamente sus funciones de autorregulación a través de los mecanismos de supervisión u otros mecanismos. En caso, de que los organismos de autorregulación no cumplan con la normatividad, la CNBV debe determinar acciones para controlar el riesgo. Para que tengamos un mercado saludable, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores debe cumplir efectivamente sus funciones de autoridad reguladora.

2.2.2.3. Banco de México

El Banco de México es un organismo público autónomo que forma parte de la Administración Pública Federal. El Banco de México está a cargo de la política monetaria, de acuerdo a lo señalado en el artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos:

“Artículo 28. Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. El estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.

No constituyen monopolios las funciones que el estado ejerza de manera exclusiva, a través del banco central en las áreas estratégicas de acuñación de la moneda y emisión de billetes. El banco central, en los términos que establezcan las leyes y con la intervención que corresponda a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como, la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer a su observancia. La conducción del banco, estará a cargo de personas cuya designación será hecha por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso; desempeñarán su encargo por períodos cuya duración y escalonamiento provean al ejercicio autónomo de sus funciones; sólo podrán ser removidas por causa grave y no podrán tener ningún otro empleo, cargo o comisión, con excepción de aquellos en que actúen en la representación del banco y de los no remunerados en asociaciones docentes, científicas, culturales o de beneficencia.”

La autonomía permite que las funciones del Banco no sean influenciadas por factores políticos que pongan en peligro la estabilidad macroeconómica. Respecto a las finalidades que persigue el Banco de México, el artículo 2º de la Ley del Banco de México establece:

“Artículo 2. El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá por objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco, promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago.”

Resumiendo, el Banco de México tiene como finalidades:

- ❖ **Proveer a la economía del país de moneda nacional.** La emisión de moneda y circulación de la misma, por los mecanismos establecidos. En el ejercicio de esta función el Banco de México debe cuidar que el circulante no ascienda a niveles inflacionarios; procurando que con la moneda se puedan adquirir mayores satisfactores o bienes.

- ❖ **Promover el sano desarrollo del sistema financiero.** Establecer disposiciones aplicables a la estructura y funcionamiento de entidades financieras; asegurar la liquidez de los bancos; imponer sanciones a intermediarios. Propicia que el mercado se desarrolle adecuadamente, procurando estabilidad en las entidades financieras.

- ❖ **Propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago,** garantiza la circulación efectiva de la moneda; permite que transacciones diversas se efectúen.

Respecto del mercado de derivados, el Banco de México tiene las siguientes atribuciones:

FUNCIONES	ASPECTOS
Emitir	<ul style="list-style-type: none"> • Reglas aplicables a los participantes del mercado
Orientar	<ul style="list-style-type: none"> • Orientar a la SHCP en la aprobación de la Bolsa de Derivados; fideicomitentes de la Cámara de Compensación. • Orientar a SHCP de la adquisición de acciones de la Bolsa o Cámara por parte de personas físicas o morales. • Orientar a SHCP de la revocación de la autorización a las Bolsas o Cámaras. • Orientar a CNBV de las disposiciones de carácter prudencial.

Como se puede observar en el cuadro anterior, la función de Banxico en el marco regulatorio del mercado de derivados es principalmente orientar a la SHCP en aspectos cómo la constitución de la Bolsa o Cámara de Compensación o la revocación de la

autorización de estas dos últimas. Esto es, el Banco de México cumple una función secundaria, puesto que, en ningún supuesto este organismo autónomo determina cuestión alguna en el mercado, eso le corresponde a la SHCP y CNBV.

2.3. Autorregulación

Las normas reglamentarias emitidas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México insertaron a la autorregulación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación como un régimen complementario de la regulación gubernamental. Puedo decir a manera de esbozo, que la autorregulación es la facultad establecida en las normas reglamentarias emitidas por las autoridades del sistema financiero para que la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación formulen normas que direccionen la conducta de los participantes, establezcan procedimientos de supervisión para comprobar el cumplimiento de la normatividad y determinen las medidas disciplinarias.

El posible *porqué* de tal inserción, responde a que dado que el mercado de derivados es un mercado dinámico se necesita la supervisión constante de la negociación, compensación y liquidación que realizan los intermediarios con la finalidad de asegurar el funcionamiento correcto del mercado, la adecuada y transparente formación de precios. Asimismo, la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación deben emitir normas para direccionar la conducta de los participantes y deben sancionar el incumplimiento de las mismas.

Así, las autoridades del sistema financiero se apoyan en la capacidad técnica y en la actividad diaria de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación para proteger las inversiones de los clientes y la integridad del mercado. Las autoridades parten de la inmediatez de la Bolsa y Cámara de Compensación con las situaciones que pueden poner en peligro a los inversionistas o integridad del mercado. En el capítulo IV, se analizará a detalle la autorregulación del mercado de derivados.

CAPÍTULO III. LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN OTROS PAÍSES

Resumen

En este capítulo, se analiza la autorregulación del mercado de derivados en Inglaterra y Estados Unidos, con la finalidad de comparar los regímenes de autorregulación de estos países. El capítulo III se compone de dos apartados. En el primer apartado, expongo los antecedentes de la autorregulación del mercado de derivados en Inglaterra, con el fin de señalar que el primer antecedente de autorregulación de un mercado de derivados se dio en este país y la forma en la que el gobierno inglés asumió la regulación del mercado de derivados reduciendo a la autorregulación a un margen mínimo. Asimismo, explico la naturaleza de las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación, enfocándome en las funciones de autorregulación. En el segundo apartado, profundizo en el estudio de la autorregulación del mercado de derivados en los Estados Unidos. En este apartado, se analizan los antecedentes de la autorregulación del mercado de derivados norteamericano, para entender la necesidad de la autorregulación en las primeras Bolsas de Derivados en los Estados Unidos. De igual manera, se expone como el gobierno norteamericano asumió mayores funciones de regulación en el mercado de derivados sin reducir considerablemente las funciones de autorregulación. Además, explico las funciones de autorregulación que desempeñan los organismos autorreguladores en el sistema norteamericano. Con esto, busco comparar los regímenes de autorregulación inglés y norteamericano con el nuestro.

3.1. Inglaterra

3.1.1. Antecedentes

La primera forma activa de autorregulación de un mercado financiero tuvo su origen en Inglaterra. En 1812, la Bolsa de Valores de Londres formuló su primer rulebook [Reglamento].⁵³ Esto significa que, la Bolsa de Valores de Londres ya emitía

⁵³ Cfr. Consejo Internacional de Asociaciones de Valores [International Council of Securities Associations], Autorregulación en los mercados financieros: Estudio explicativo [Self regulation in financial markets: An explanatory study], Septiembre 2006, p.34. <http://icsa.bz/pdf/Self-RegulationFinancialMarkets.pdf>

normas sistematizadas en un reglamento aplicable a los participantes del mercado y al mercado mismo.

El sistema inglés de Autorregulación prevaleciente hasta los 1980's, se fundó en premisas liberales, es decir, se sustentaba en la idea de que correspondía a los agentes de un mismo ámbito regular sus actividades, principalmente, en el ámbito comercial. Este sistema era aplicable a los mercados de derivados de Inglaterra.

De esta forma, la autorregulación en los mercados de derivados de Inglaterra se basó en acuerdos privados, en los que instituciones y firmas profesionales se sujetaban a las reglas colectivamente aceptadas, valores comunes, códigos informales, usos y prácticas, sin que el Estado tuviera injerencia a través de regulaciones gubernamentales. Este sistema de regulación era considerablemente efectivo.⁵⁴

Sin embargo, en los 1970's el gobierno inglés comenzó a cuestionar considerablemente la informalidad de la Autorregulación de los mercados financieros, principalmente, de los mercados de valores. El gobierno argumentaba que los mercados financieros eran de interés público, por lo que debía existir una protección a los inversionistas y a la integridad del mercado suministrada por las autoridades gubernamentales.

Los tratadistas Edwards y Patrick señalan que en 1974, la División gubernamental responsable para servicios financieros y el Departamento de Comercio e Industria [DTI, por sus siglas en inglés], examinaron la adecuación de la supervisión y la regulación de los mercados de valores, pero, no consideraron el mercado de derivados. La revisión del DTI mostró, que se requería una nueva regulación. Consecuentemente, se estableció un comité de oficiales del Banco de Inglaterra y del mismo Departamento de Comercio e Industria [DTI] para la elaboración de un reporte de la regulación de los mercados financieros. El Reporte del Comité del Departamento de Comercio e Industria [1980] determinó que el sistema de autorregulación funcionaba adecuadamente, sin embargo, reconoció la necesidad de mejorarlo.⁵⁵ Aunque, el reporte del DTI no contemplaba en su análisis a los mercados de derivados, las consecuencias afectaba a éstos en función de

⁵⁴ Cfr. Edwards, Franklin R./Hugh T., Patrick, Regulando los mercados internacionales: beneficios y políticas [Regulating International Markets: Issues and policies], Kluwer Academic, Nueva York, 1992, p. 153.

⁵⁵ Cfr. Edwards, Franklin R./Hugh T., Patrick, Op. Cit., pp. 153-154.

que son mercados financieros y sobretodo, porque la autorregulación es similar en ambos ámbitos.

Tras los reportes del Comité del Departamento de Comercio e Industria [DTI] y la recomendación de mejorar el sistema, el gobierno inglés intentó realizar más estudios de la regulación de los mercados financieros. En 1981, el Gobierno Inglés encomendó a Jim Gower [profesor de la Universidad de Southampton] la tarea de revisar la protección de los inversionistas en los mercados de valores [seguían sin considerar el mercado de derivados].⁵⁶ De esta manera, Gower publicó un documento “Discusión” [1982] en el que Gower concluyó; a. La autorregulación es un complemento de la regulación gubernamental; b. El gobierno debe ser el encargado de las decisiones importantes que envuelven política pública [interés público] en el mercado de valores; c. El costo-beneficio y, d. Prevención es mejor que la cura. Estas ideas fueron condesadas en el reporte titulado “Revisión de la protección del inversionista” [publicado en dos cuerpos, 1984 y 1985].⁵⁷

Es preciso señalar que aun cuando, el reporte de Gower no profundizó en la regulación de los mercados de derivados, éste adquirió importancia mayúscula al redefinir la Autorregulación de los mercados financieros y situar la necesidad de un sistema nuevo caracterizado por la centralización de funciones en un cuerpo regulador, lo que significaba la reducción de la autorregulación de las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación y la sistematización de la autorregulación en un cuerpo normativo gubernamental.⁵⁸

Tras la publicación del Reporte Gower [1984], el Departamento de Comercio e Industria presionó al Banco de Inglaterra para que conformara un nuevo Comité enfocado a examinar la necesidad de una nueva regulación. De esta manera, el gobierno elaboró un “White Paper” [Proyecto de ley] en 1985, estableciendo los propósitos de un nuevo marco regulatorio. El White Paper [Proyecto de Ley] recogió las ideas del Reporte Gower, aunque, el documento enfatizó que la regulación debería ser

⁵⁶ “La revisión se realizó considerando los siguientes términos de referencia: 1. La protección establecida por la ley requerida para inversionistas privados en valores y otras propiedades; 2. La necesidad por un control establecido en la ley de comerciantes [intermediarios] en valores, consultantes de inversiones y administradores de inversiones y 3. Sugerencia la necesidad de una nueva legislación. Adicionalmente, Gower debía considerar algunos desarrollos relevantes en la Comunidad Económica Europea.” Idem, p.155.

⁵⁷ Cfr., Idem, p. 158.

⁵⁸ Cfr., Idem, p. 160.

el mínimo necesario para proteger al inversionista. Esto es, la nueva regulación debía proteger a los inversionistas sin distorsionar la esencia del mercado.⁵⁹

A mi parecer, la gran reforma del Proyecto de Ley [1985] fue la creación de un cuerpo no gubernamental encargado de regular a los mercados financieros, puesto que, antes de tal reforma, las Bolsas y Cámaras eran los únicos reguladores.

En este sentido, Maximilian Hall [1992] asienta que el Proyecto de Ley [1985] designó al Securities and Investment Board Ltd. [Consejo de Valores e Inversiones], como la única agencia reguladora de los mercados financieros.⁶⁰ Con esto, el Consejo de Valores e Inversiones regularía a los mercados de derivados. La Securities and Investment Board [SIB, por sus siglas en inglés] era una sociedad privada sin fines de lucro, es decir, no era un órgano gubernamental.

En 1986 se promulgó la Financial Services Act [Ley de Servicios Financieros] que fue una transcripción del Proyecto de Ley. Esta Ley reguló de forma sustancial a los derivados, lo que ninguna ley había hecho en Inglaterra.⁶¹ Los Futuros y Opciones quedaron regulados como “Investment Bussines” [negocios de inversión].⁶² Esto resultó sorpresivo, porque como he dicho los reportes del DTI, Banco de Inglaterra e incluso el estudio de Gower no comprendieron como materia de estudio la regulación del mercado de derivados, pero, como señalé el estudio del nuevo marco legal abarcaba a la autorregulación.

⁵⁹ Idem, p. 159.

⁶⁰ Cfr. Hall, Maximilian, “Securities and Investment Board” [Consejo de Valores e Inversiones], The New Palgrave: Dictionary of money and finance, t. III, Ed. Mc Millan, Londres, 1992, p. 424..

⁶¹ “Solo cuatro ordenamientos anteriores a la Financial Service Act tenían alguna conexión con la industria de los futuros, pero fue mínima o indirecta. The Exchange control Act [1947] fue relevante en cuanto a como los corredores de los futuros negociaban con clientes de todo el mundo y sus negocios entonces envolvían frecuentemente remesas de mercados extranjeros. The Banking Act [1979] prohibió a una firma tomar depósitos [de los negocios], a menos que fueron intermediarios reconocidos o tuvieran licencia; a lo cuál se hizo una excepción, para que miembros de mercados [incluyendo futuros] pudieran tomar depósitos de clientes sin contravenir la ley. The Prevention of Fraud Investment Act [1939], tuvo aplicación principalmente en [securities]. The Gaming Act [1845], garantizaba la autenticidad y validez de los contratos que tenían que liquidarse al contado.” Cfr. Shyn, Frank S., Internacionalización de los mercados de derivados: Convergencia de la actividad regulatoria [Internationalization of the Commodities Market: Convergence of regulatory activity], American University International Law Review 9, no. 2, 1994, pp. 597-652.

⁶² Schedule 1, parte 1 “investments”, Financial Services Act [1986]. La Ley de Servicios Financieros [1986] define a las opciones y los futuros.

“Opciones. Opciones para adquirir o vender:

- a. Alguna inversión que entre en algún párrafo de esta parte de este Schedule;
- b. Moneda de Inglaterra o de algún otro país o territorio;
- c. Oro o plata;
- d. Alguna opción para adquirir o vender alguna inversión que entre de los incisos a, b y c.

Futuros. Derechos bajo un contrato para la venta de commodity o propiedad de alguna otra descripción la cual es entregada en fecha futura y el precio convenido cuando el contrato es realizado.”

La Ley de Servicios Financieros [1986] delegó en el Securities and Investment Board [SIB] las funciones de regulación de los mercados de derivados con fundamento en la sección 114, de la Ley de Servicios Financieros [1986].⁶³ En sentido, Maximilian Hall [1992] menciona que el Securities and Investments Board [SIB] tenía las siguientes funciones: a. Autorizar a las Bolsas y Cámaras de Compensación [Organismos autoregulatorios]; b. Autorizar a las asociaciones de intermediarios para constituir Organismos autorregulatorios independientes de la Bolsa y Cámara de Compensación; c. Crear normas de conducta; d. Formular regulaciones considerando la protección del dinero de los clientes; e. Establecer esquemas de compensación; f. Disciplinar firmas e individuos cuando fuera necesario; g. Supervisar el borrador de normas de los organismos autorregulatorios y, h. Monitorear las actividades de organismos autorregulatorios, Bolsas, Cámaras de Compensación y Cuerpos Profesionales.⁶⁴ Aun cuando el SIB no era un órgano gubernamental, éste debía rendir cuentas al Departamento de Comercio e Industria.⁶⁵

Un aspecto innovador que introdujo la Ley de Servicios Financieros [1986], es que esta ley reconoce que las asociaciones de intermediarios del mercado de derivados pueden constituir un organismo autorregulatorio, sin la necesidad de ser Bolsas o Cámaras de Compensación. Éste novedoso esquema separa las funciones comerciales de la Bolsa y Cámara de Compensación de las funciones de autorregulación. Asimismo, la Ley faculta a las Bolsas, Cámaras de Compensación y organismos autorregulatorios independientes para autorizar a los intermediarios, formular normas de conducta, supervisar el cumplimiento de las normas y sancionar el incumplimiento de la normatividad.⁶⁶

⁶³ Sección 114, Capítulo XIII, Ley de Servicios Financieros [1986]. La Ley señala:

“ (1) Si la Secretaría de Estado considera:

- a) Que un cuerpo incorporado ha sido establecido, el cual es capaz y cumple de buena fe todas o algunas de la funciones a las que esta sección aplica;
- b) Que los requerimientos del Schedule 7 de esta ley son satisfechos en el caso de aquel cuerpo.

La Secretaría de Estado podría, sujetándose a las provisiones de esta sección y capítulo XIV, de esta de la ley, hacer una orden transfiriendo todos o algunas de las funciones a aquel cuerpo.

(2) El cuerpo al cuál las funciones son transferidas por la primera orden hecha bajo subsección (1) , debería ser el cuerpo conocido como Securities and Investment Board, sí este parece a la Secretaría de Estado que es capaz y cumple de buena fe, aquellos requerimientos mencionados en el párrafo (b) de aquella subsección son satisfechos en el caso de aquel cuerpo y que él no está imposibilitado de hacer las subsecuentes provisiones de esta sección o capítulo XIV de esta parte de esta ley”.

⁶⁴ Cfr. Hall, Maximilian, Op. cit., p. 424.

⁶⁵ Cfr. Edwards, Franklin R./ Hugh T., Patrick, Op Cit., p. 165.

⁶⁶ Tonks, Ian/David, Webb, “Big Bang”, The New Palgrave: Dictionary of money and finance, t. I, Ed. Mac Millan, Londres, 1992, p. 206.

Sin embargo, el sistema instaurado por la Financial Services Act o Ley de Servicios Financieros [1986] duró intacto sólo algunos meses debido a la multiplicidad de normas que emitió el Securities and Investments Board [Consejo de Inversiones y Valores] y los organismos autorregulatorios. Esto es, los organismos autorregulatorios formulaban normas “equivalentes” a las regulaciones de SIB. La equivalencia de las normas generó duplicidad de normas, y en consecuencia, hizo engorroso el sistema y resto poder al SIB. La problemática suscitó la necesidad de ajustar el sistema, con la finalidad de hacer más sencillo el marco regulatorio.

En 1989, el Securities and Investments Board [SIB] promovió un proyecto de reforma a la Ley de Servicios Financieros denominado [1986] “The New Settlement” [El nuevo escenario], como solución a la problemática anterior. “El nuevo escenario” estableció un sistema de tres niveles aplicable a las firmas que negociaban futuros y opciones. En el nivel superior se encontraban los “Principios Obligatorios”. El segundo nivel se componía de normas esenciales del SIB [Core Rules], obligatorias para las firmas autorizadas. En el tercer nivel, se encontraban normas de los organismos autorregulatorios. Adicionalmente a estos niveles, se podían encontrar códigos de práctica, notas de guía, opiniones interpretativas, etc.⁶⁷ A continuación se muestra una pirámide con la jerarquía de las normas.



⁶⁷ Cfr. Edwards, Franklin R./Hugo T. Patrick, Op. Cit., p. 167.

Edwards y Patrick señalan que las normas esenciales [core rules] imponían las normas del Consejo de Valores e Inversiones a los organismos autorregulatorios.⁶⁸

Por esta razón, las core rules o normas esenciales de SIB, representaron la ruptura del sistema de autorregulación, puesto que, la capacidad de autorregular quedó sometida a las normas SIB. Cuenca Miranda [2002] asienta que: "...con las modificaciones [The New Settlement], el Securities and Investments Board determinó las normas esenciales de aplicación directa a los organismos autorregulatorios."⁶⁹ La reducción considerable de funciones de los organismos autorregulatorios resultó contrastante con el incremento de funciones de SIB.

En 1997, el Ministro de Hacienda anunció la creación de un regulador universal, con la finalidad de regular la totalidad de servicios financieros, entre ellos el mercado de derivados. En octubre del mismo año, el Securities and Investments Board cambió su denominación a Financial Services Authority [FSA] o Autoridad de Servicios Financieros. En junio de 1998, el Banco de Inglaterra transfirió a FSA la supervisión bancaria.⁷⁰ Dicha transferencia, significaba que FSA no sólo regularía a los mercados de derivados, sino que abarcaría la totalidad del sistema financiero.

Es más que obvio, que las Autoridades del Sistema Financiero asumieron la visión política de que las Bolsas no deberían desempeñar mandatos públicos, ya que, el posible "conflicto de interés" podría impedir la objetividad de la regulación, manifestándose en criterios diferentes en detrimento de la protección de inversionistas e integridad del mercado. Tal asunción, representó la supresión de la autorregulación. No obstante, las autoridades inglesas dejaron intactas algunas funciones de autorregulación, principalmente de supervisión.

⁶⁸ Cfr. *Ibidem*.

⁶⁹ Cuenca Miranda, José Manuel, *Mercados Financieros y Autorregulación*, ICE. Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Agosto-Septiembre, 2002, Número 81, p. 135.

⁷⁰ Cfr. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/about/who/history/index.shtml>

3.1.2. Sistema actual

El 15 de Junio del 2000, el Parlamento inglés expidió la Financial Services and Markets Act [FSMA] o Ley de Servicios Financieros y Mercados; transfiriendo las funciones de los organismos autorregulatorios a la Financial Services Authority [Autoridad de Servicios Financieros], reduciendo la autorregulación a un margen mínimo.

La ley de Servicios Financieros y Mercados [2000] faculta a la Autoridad de Servicios Financieros a regular las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación en las que se negocien, compensen y liquiden contratos de futuros u opciones. La FSA regula el mercado de derivados, en función de: a. Futuros y Opciones son actividades reguladas [inversiones específicas] y, b. Los derivados son negociados, liquidados y compensados en Bolsas y Cámaras de Compensación reconocidas por la Autoridad de Servicios Financieros [Financial Services Authority].

El Anexo II, parte II “Inversiones”, de la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000], define a las Opciones y Futuros como: a. **Opciones**, “*Opciones para adquirir o vender alguna propiedad*” y, b. **Futuros**, “*Derechos contenidos en un contrato para la venta de un commodity o propiedad de alguna otra descripción, cuya entrega es hecha en una fecha futura*”. La Orden de Actividades Reguladas [Regulated Activities Order] emitida por el Parlamento Inglés en 2001 complementó las definiciones de la FSMA.⁷¹

3.1.3. Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación

La autorización de Bolsas de Derivados [Recognised Investment Exchange, “RIE”] y Cámaras de Compensación [Recognised Clearing Houses, “RCH”], se encuentra reguladas por la Financial Services and Markets Act [2000] emitida por el Parlamento Inglés; Recognition Requirements for Investment Exchanges and Clearing Houses [Orden de Requerimientos de Reconocimiento para Bolsas y Cámaras de Compensación] expedida por el Tesoro y el Sourcebook CP39a [Manual] de la Autoridad de Servicios Financieros o Financial Services Authority.

⁷¹ Párrafo 71, Orden de Actividades Reguladas [Regulated Activities Order 2001].

De acuerdo a la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000], las Bolsas y Cámaras de Compensación podrán desempeñar algunas funciones de autorregulación, como se expondrá más adelante.

Las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación son aquellas personas **autorizadas** por la Autoridad de Servicios Financieros [Orden de Autorización] y **exentas** por el Tesoro inglés [Orden de Excepción] de la “prohibición General” para realizar alguna actividad regulada con futuros u opciones [en el caso de derivados].⁷²

Aunque no es materia de la autorregulación, resulta particular el procedimiento de constitución de la Bolsa o Cámara en el que los solicitantes deben someterse a dos etapas con autoridades diferentes:

- ❖ Procedimiento de autorización: El solicitante puede ser una compañía lucrativa o una asociación no lucrativa. El solicitante deberá presentar una solicitud a la Autoridad de Servicios Financieros para constituirse como Bolsa de Derivados o Cámara Compensación, en los términos que ésta solicite.⁷³ La Financial Services Authority [FSA, por sus siglas en inglés] discrecionalmente aprobará [orden de autorización] al solicitante para constituirse en Bolsa o Cámara.⁷⁴

En uso de su **Facultad de Recomendación**⁷⁵, la Financial Services Authority o Autoridad de Servicios Financieros formuló el Sourcebook CP39a [Manual]. En el Sourcebook, Capítulo II, FSA precisa los “Requerimientos de Reconocimiento” del Tesoro y obligaciones contenidas en FSMA.⁷⁶ Excepcionalmente, el Tesoro puede refutar la autorización de las Bolsas de Derivados o Cámara de

⁷² Sección 285, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

⁷³ Sección 297, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

⁷⁴ Sección 290, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

⁷⁵ Sección 157, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

[Recomendación] 157.- La autoridad podría dar recomendaciones consistente de información y sugerencias como esta considere apropiado:

- Con respecto a la operación de esta ley o de algunas normas bajo esta;
- Con respecto de algunas materias relacionadas con las funciones de la autoridad;
- Para el propósito de conocer los objetivos regulatorios;
- Con respecto a algunas materias que parezcan a la autoridad ser deseables para dar información o sugerencias.

⁷⁶ Sourcebook CP39a [Manual]. Mencionare los puntos que debe satisfacer las Bolsas y Cámaras de Compensación, sin embargo, la descripción de ellos se puede encontrar en el Sourcebook. Subcontratación; Recursos Suficientes; Capacidad; sistemas y controles;

Compensación realizada por la Autoridad de Servicios Financieros por no idónea.⁷⁷

- ❖ Procedimiento de excepción: La Bolsa o Cámara de Compensación reconocidas por la Autoridad de Servicios Financieros deben presentar una solicitud al Tesoro, para realizar actividades con futuros u opciones [excepción a la prohibición general].⁷⁸ Los solicitantes deben satisfacer los “*Requerimientos de Reconocimiento*”. En caso de que el solicitante satisfaga los “*Requerimientos de Reconocimiento*”, el Tesoro podría emitir una orden de excepción [exception order]. En esta orden de excepción se autoriza a la Bolsa o Cámara de Compensación a efectuar actividades con futuros u opciones.⁷⁹

Las Bolsa o Cámaras de Compensación exentas de la prohibición general, podrán subcontratar sus funciones en otro cuerpo. El cuerpo subcontratado deberá ser adecuado y transparente.

3.1.3.1. Funciones autorregulatorias

Como mencione, el gobierno inglés tomó la visión de que las Bolsas de Derivados [comerciales] no deben asumir mandatos públicos. La Financial Services Authority o Autoridad de Servicios Financieros materializó la visión del gobierno inglés, puesto que, éste órgano de gobierno asumió poderes significativos de los organismos autorregulatorios.

⁷⁷ Sección 307, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

⁷⁸ Sección 38, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

[Órdenes de Excepción] 38.- [1] El Tesoro podría ordenar [orden de excepción] para:

- **personas específicas;**
- **personas que caen dentro de una clase específica.**

[2] Pero ninguna persona puede ser una persona exenta como resultado de un orden de excepción si es autorizado en términos de la parte IV de la ley.

[3] Una Orden de Excepción podría efecto de excepción, respecto de:

- Todas las actividades reguladas;
- Una o más actividades específicas reguladas;
- únicamente el circunstancias específicas;
- en relación a funciones específicas;
- Sujeto a condiciones.

[4] “Específico” significa específico para la orden excepción.

⁷⁹ Sección 38, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

En el régimen jurídico aplicable a los mercados de derivados ingleses, la Autoridad de Servicios Financieros es el regulador universal de servicios financieros, reduciendo a un mínimo las funciones autorregulatorias de las Bolsas y Cámaras de Compensación reconocidas. No obstante, algunas funciones fueron retenidas por Bolsas [RIE's] y Cámaras de Compensación [RCH's], aun cuando, los organismos autorregulatorios desaparecieron en la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000]. A continuación señalamos las funciones de autorregulación que desempeñan las Bolsas y Cámaras de Compensación.

➤ **Normar**

La reducida **facultad normativa** de Bolsas y Cámaras de Compensación, se encuentra en las Secciones 297 y 298 de la Financial Services and Markets Act o Ley de Servicios Financieros y Mercados, cuyos artículos indistintamente asientan "*La solicitud de constitución debe ser acompañada por: a. copia de las normas del solicitante*". Esto significa que, la sociedad que pretenda constituirse en una Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación debe presentar a la Autoridad de Servicios Financieros las normas con las que pretende regir sus actividades y la de los participantes, en los rubros que la Financial Service and Markets Act [2000] establece.

Lo anterior resulta peculiar, ya que la Financial Service and Markets Act [2000] o Ley de Servicios Financieros y Mercados reserva algunos puntos en los que las Bolsas y Cámaras de Compensación puede emitir normatividad, con lo que se apoya en la actividad regulatoria de éstas.

Asimismo, los párrafos 7 y 21, partes II y V respectivamente, del Anexo I, de la *Orden de Requerimientos de Reconocimiento*, asientan que las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación deben contar con procedimientos para *hacer, revisar y enmendar* las normas. Asimismo, la Orden de Requerimientos de Reconocimiento establece que las Bolsas o Cámaras de Compensación deben convenir con los miembros, la sujeción de éstos últimos a las normas de los organismos autorregulatorios a través de la firma de contratos.

Esto significa, que la Autoridad de Servicios Financieros complementa la regulación gubernamental con algún tipo reducido de autorregulación de las Bolsas y Cámaras de Compensación, lo que significa que la autorregulación es un esquema utilizado pero de forma reducida.

Asimismo, la *Orden de Requerimientos de Reconocimiento* establece un aspecto interesantísimo como es la consulta a los miembros del mercado. Resulta interesante porque los miembros pueden manifestar su oposición a la formulación de normas o consentimiento y sus críticas, enriqueciendo y haciéndose partícipes de una mejor regulación.⁸⁰

Como se ha mencionado, la facultad normativa se encuentra limitada a determinados ámbitos. De acuerdo a la Sección 313, de la Ley de Servicios Financieros y Mercados o Financial Service and Markets Act [2000], los ámbitos en los cuáles las Bolsas pueden normar son:

- ✓ Requerimientos de Reconocimiento
- ✓ Admisión de personas o exclusión en uso de sus facilidades
- ✓ Materias relacionadas a su constitución
- ✓ Incumplimiento contractual de miembros [obligaciones contractuales]

El Handbook [compilación de manuales] de la Autoridad de Servicios Financieros detalla cada de una de las cuatro materias.⁸¹

Respecto de normas de Incumplimiento, la *Orden de Requerimientos de Reconocimiento* establece que su finalidad es tomar acción en el evento que un miembro o no miembro sea incapaz o parezca llegar a serlo en el cumplimiento de los contratos. En otras palabras, son normas de emergencia a través de la cuáles se segmentan los riesgos de crédito. En este sentido, los párrafos 11 y 24, parte II y IV, del

⁸⁰ En el Sourcebook CP39a [Manual], FSA recomienda a Bolsas y Cámaras que los procedimientos para hacer, revisar y enmendar normas incluyen: *i.* Nivel de gobierno corporativo en que decisiones de hacer o enmendar son tomadas o alguna provisión para delegación de esta función; *ii.* Viabilidad para consultar a miembros o usuarios de facilidades; *iii.* Procedimientos para realizar consultas y, *iv.* Acuerdos para notificar cambio de normas a miembros

⁸¹ Los Blocks que establecen especificaciones que deben observar las Bolsas y Cámaras reconocidas al elaborar sus normas son: Niveles Altos de conducta; Estándares prudenciales; Estándares de negocios; Proceso Regulatorio; Manual de Bolsas de Inversión y Cámaras de Compensación reconocidas. Cfr. <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook>

Anexo I, de la Orden de Requerimientos de Reconocimiento asienta que las normas de incumplimiento deben establecer:

- ✓ Derechos y Obligaciones de las partes, cuando el incumplido deba pagar una suma de dinero.
- ✓ Sumas pagaderas de contratos diferentes entre las mismas partes para ser agregadas o liquidadas como producto de una suma neta.
- ✓ Certificación de la Bolsa de una suma neta pagadera, o en su caso, el hecho que suma no sea pagadera.
- ✓ Garantizar procedimientos para que persona incumplida o que pueda llegar a serlo, no permanezca habilitada para negociar contratos.

➤ **Supervisar**

En la Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Service and Markets Act 2000] no se encuentra ningún artículo que habilite a las Bolsas y Cámaras de compensación a supervisar sus mercados de derivados.

No obstante, el Tesoro [autoridad gubernamental en los mercados financieros] habilitó a las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación para que supervisen sus mercados. La **facultad de supervisión** se encuentra en los párrafos 8 y 22, partes I y III respectivamente, del Anexo I, de la *Orden de Requerimientos de Reconocimiento*. Estas disposiciones habilitan a las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación a supervisar y hacer cumplir sus normas a miembros o usuarios de sus facilidades.⁸²

Lo peculiar de la supervisión, es que está se realiza sólo con los miembros que hayan pactado la sumisión a los procedimientos de supervisión de las Bolsas o Cámaras de Compensación, no es establecida como una obligación que emane de la ley o una

⁸² Los Párrafos 8 y 22, Partes I y III, Anexo I, Orden de Requerimientos de Reconocimiento indistintamente asientan: “[1] Las Bolsas y Cámaras de Compensación deben tener acuerdos efectivos para monitorear y hacer cumplir con: a. Sus normas [incluyendo normas en relación a la provisión de los servicios de compensación respecto de transacciones u otras transacciones efectuadas sobre la Bolsa; b. Acuerdos hechos como mencionadas en el párrafo 4 [2] [d];

[2] Acuerdos hechos según subpárrafo [1] deben incluir procedimientos para: a. Investigar demandas hechas a Bolsa respecto a la conducta de personas en el curso del uso de las facilidades; b. La transparente, independiente e imparcial resolución de apelaciones contra decisiones de la Bolsa;

[3] Cuando los acuerdos hechos según el subpárrafo [1] incluyendo provisiones para asegurar que alguna cantidad pagadera sea aplicada sólo o en más de los siguientes caminos: a. Conocer las expensas incurridas por la Bolsa en el curso de una investigación de la violación respecto de la cuál una penalidad debe ser pagada, o en el curso de alguna apelación contra la decisión de la Bolsa en relación a la violación; b. para beneficio de los usuarios de sus facilidades y, c. Para propósitos caritativos.

obligación establecida en la ley. Por esto, los miembros [extensiva a clientes] deben acordar con Bolsa o Cámara que se someterán a supervisión de esta. Esto es, la supervisión no es establecida en una ley sino por contrato. De esta forma, las Bolsas y Cámaras de Compensación deben supervisar los siguientes puntos:

- ✓ Miembros cumplan los *Requerimientos de Admisión de la FSMA y otras regulaciones*.
- ✓ Procedimientos de admisión o exclusión de personas.
- ✓ Materias relacionadas a estatutos.
- ✓ Procedimientos en caso de incumplimiento, márgenes, etc.

Las Bolsas y Cámaras podrán efectuar auditorias, investigaciones, solicitar información y otros medios para cerciorarse del cumplimiento de normas aplicables.

➤ **Sancionar**

Los párrafos 8 y 22, partes I y III respectivamente, del Anexo I, *Orden de Requerimientos de Reconocimiento*, establecen que las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación deben hacer cumplir sus normas a personas que hagan uso de sus facilidades.

En las Bolsas y Cámaras de Compensación existirán comités o departamentos encargados de sancionar la conducta de los participantes cuando esta sea contraria a las disposiciones aplicables.

No obstante, las Bolsas y Cámaras deben garantizar a los clientes el derecho de audiencia, es decir, el establecimiento de procedimientos de investigación y, deberán garantizar que el presunto infractor conteste la queja que pesa sobre él.

3.1.4. Funciones de Regulación de la Autoridad de Servicios Financieros [Financial Services Authority]

Para entender un poco las funciones de autorregulación que eran desempeñadas por los organismos autorregulatorios antes de la expedición de la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000], es preciso explicar las funciones de la Autoridad de Servicios Financieros.

El modelo gubernamental inglés establecido en la Financial Services and Markets Act [2000] o Ley de Servicios Financieros y Mercados, centraliza la responsabilidad regulatoria en la Autoridad de Servicios Financieros, puesto que, éste cuerpo gubernamental asume las funciones de regulación que antes de la reforma cumplían los organismos autorregulatorios.⁸³ Las funciones que desempeña la Autoridad de Servicios Financieros son las siguientes:

➤ **Normar**

La Autoridad de Servicios Financieros formula las normas aplicables a las Bolsas, Cámaras e intermediarios autorizados. La **facultad normativa** de la Autoridad de Servicios Financieros, no es limitada por otro poder [Sección 138 de la FSMA], sin embargo, FSA deberá en algunos casos, observar las disposiciones del Tesoro y el Director General de Comercio Justo.

La FSA emite normas en los siguientes ámbitos:

- ✓ Administración de dinero de personas autorizadas. Las normas proveerán: Tratar dos o más cuentas en una; Autorizar retención del interés acumulado sobre el dinero del cliente; Distribuir interés que no está siendo retenido.
- ✓ Aprobación de Normas. Aprobar Códigos de Conducta o normas expedidas por cuerpos no gubernamentales aplicables a personas autorizadas.
- ✓ Normas de estabilización del precio. Estabilizar el precio de Futuros u Opciones o demás inversiones específicas.

⁸³ La Autoridad de Servicios Financieros es un órgano gubernamental con autonomía técnica y gestión, sin embargo, tal autonomía no es total. Este debe reportar al Tesoro el cumplimiento de funciones y objetivos regulatorios, a su vez, el Tesoro trasladara copia al Parlamento Inglés. El Parlamento Inglés puede reformar la FSMA.

- ✓ Promoción Financiera. Invitar a negociar futuros u opciones.
- ✓ Estándares de conducta.
- ✓ Prevención y detección de lavado de dinero.
- ✓ Control de Información. Divulgación y uso de información; Información requerida a Bolsas y Cámaras.
- ✓ Mantenimiento de Recursos.
- ✓ Sistema de Compensación. Fondos, insolvencia, etc.
- ✓ Incumplimiento.
- ✓ Auditores y Actuarios. Reportes periódicos.
- ✓ Sistemas y Controles.
- ✓ Gobiernos Corporativos.
- ✓ Normas de notificación. Requerir información a personas reconocidas.

La FSA [Autoridad de Servicios Financieros] debe publicar el proyecto de norma[s]. En éste proyecto de normas, la FSA debe: Analizar el costo-beneficio; Señalar los propósitos y fundamentos legales; Explicar compatibilidad con las obligaciones generales; Notificar las propuestas efectuadas. La Autoridad de Servicios Financieros deberá contestar las propuestas efectuadas por el público. Asimismo, la FSA debe notificar a Tesoro sobre la modificación de las normas. Cumplido este procedimiento, Las normas entraran en vigor en los términos de FSA.

➤ **Recomendar**

A través de la **facultad de recomendar**, La Autoridad de Servicios Financieros puede sugerir y/o dar información como considere apropiado. Las recomendaciones pueden formularse respecto a: Operación de la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000]; Alguna función de la Autoridad de Servicios Financieros; Dar a conocer los objetivos regulatorios; Alguna materia que parezca a FSA deseable, para dar información o sugerencias.⁸⁴ Las recomendaciones siguen un proceso similar al de elaboración de normas.

⁸⁴ Sección 157, Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000].

Las recomendaciones enumeran minuciosamente el contenido de una norma, función u otra materia; son actos secundarios, pues, el acto primario es la norma sobre la que recae la recomendación. No obstante, las recomendaciones son obligatorias para las personas autorizadas, exentas y para la misma FSA.

➤ **Supervisar**

La **facultad de supervisar** se encuentra diseminada en diversas partes de la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000]. Corresponde, a la Autoridad de Servicios Financieros cerciorarse de que las personas autorizadas [incluso clientes] cumplan con requerimientos impuestos por o conforme a la Ley. Las personas autorizadas deben acordar la sumisión a la supervisión.

De acuerdo al Handbook [Compilación de normas y recomendaciones] de la Autoridad de Servicios Financieros los objetivos de supervisión son: Diagnóstico, Identificar, valorar y medir riesgos; Control, Seguir el desarrollo de los riesgos identificados; Prevención, Limitar o reducir los riesgos identificados y, Remedio, Responder a los riesgos cuando estos se presentan.

De acuerdo a la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000] y el Handbook [Compilación de normas y recomendaciones], los instrumentos de FSA para comprobar el efectivo cumplimiento de requerimientos legales:

- ✓ Requerir información o documentos [generalmente incluye uno o varios instrumentos].
- ✓ Revisiones de escritorio.
- ✓ Cooperación con otras agencias o reguladores.
- ✓ Reuniones con representantes de personas autorizadas.
- ✓ Inspecciones en oficinas de personas autorizadas.
- ✓ Revisión y análisis de resultados periódicos y notificaciones.
- ✓ Revisión de negocios pasados.
- ✓ Comprobar/controlar de transacciones.
- ✓ Uso de auditores o personas capacitadas.

- ✓ Investigaciones. [FSA nombrara a personas competentes para investigar]

Adicionalmente, la FSA cuenta con instrumentos para direccionar los riesgos específicos de firmas:

- ✓ Hacer recomendaciones para prevenir o remediar.
- ✓ Dar otras recomendaciones a una firma.
- ✓ Imponer requerimientos a individuos.
- ✓ Variar permiso de las firmas.

El Handbook describe cada uno de los instrumentos con que cuenta FSA.

La **facultad de supervisión** de FSA garantiza que las personas autorizadas [RIE's, RCH's, miembros, etc.] cumplan con Requerimientos de Reconocimiento y obligaciones impuestas por o bajo FSMA. Reducir riesgos particulares y sistemáticos.

➤ **Sanción**

La **facultad de sancionar**, permite a FSA punir conductas de personas autorizadas [extensivo a clientes] que contravengan la FSMA. La Autoridad de Servicios Financieros [FSA] puede emitir prevenciones para firmas o personas autorizadas antes de efectuar la sanción. FSA considerará las circunstancias del caso.

Las sanciones podrán prevenir o remediar una situación. De acuerdo a la FSMA y Handbook [Compilación de normas y recomendaciones], las sanciones de FSA podrán ser:

- ❖ **Censura Pública y declaración pública.** FSA hace pública su declaración señalando al incumplido [Sección 206, FSMA].
- ❖ **Penas Financieras.** FSA puede requerir a persona autorizada el pago de cierta cantidad [Sección 207, FSMA]. Existen penas financieras específicas para el abuso de mercado [Sección 123, FSMA].

- ❖ **Acción Judicial.** Accionar a la Corte Inglesa [Abuso de mercado, Secciones 129; insolvencia].
- ❖ **Variación o cancelación del permiso y revocación de autorización.** Variación y Cancelación [Parte IV “Permiso”, FSMA]; revocación [i.e. Revocación de Bolsas y Cámaras, Sección 297, FSMA]
- ❖ **Revocación del estatus de persona autorizada a un individuo.** [Parte V “Cumplimiento de actividades reguladas”, FSMA]
- ❖ **Prohibición de un individuo de cumplir una función específica en relación a una actividad regulada.** [Parte V “Cumplimiento de actividades reguladas, FSMA].

La Autoridad de Servicios Financieros debe notificar al incumplido, los términos en que publicará censura pública y/o la cantidad por concepto de pena financiera, así como, cuando la censura pública y/o pena financiera sea efectiva. Una copia de la sanción se enviará al Tesoro. La persona sancionada puede remitir la materia al Tribunal.

Algunas violaciones cometidas por personas autorizadas podrían resultar no sólo en la acción disciplinaria de FSA, sino de otras autoridades.

Conforme a lo expuesto, a partir de las últimas décadas el gobierno inglés asumió que los mercados financieros eran de interés público, por lo que, las Bolsas y Cámaras de Compensación no debían autorregular los mercados de derivados o reducir a un mínimo la autorregulación. Tal idea se condensó con la expedición de la Ley de Servicios Financieros y Mercados [2000]. No obstante, el gobierno inglés replanteó la eliminación total de las funciones de autorregulación, debido a que, las Bolsas y Cámaras de Compensación pueden complementar la regulación gubernamental. De esta forma, el parlamento inglés dejó intacta una parte mínima en la que estos cuerpos pueden autorregular. La posición inglesa representa un fenómeno que debe analizarse.

3.2. Estados Unidos

3.2.1. Antecedentes

En Estados Unidos, la autorregulación de un mercado financiero tuvo su origen en la New York Stock and Exchange Board o Bolsa de Valores de Nueva York [1820], que estableció normas de negociación, admisión de nuevos miembros y resolución de disputas entre estos.⁸⁵ La Bolsa de Valores de Nueva York sentó un precedente en la autorregulación de mercados financieros.

No obstante, el primer precedente de la autorregulación en un mercado de derivados se dio en 1859, cuando el gobernador de Illinois delegó en la Chicago Board of Trade [Bolsa de Comercio de Chicago] la facultad para regular a sus miembros. 6 años después, la Chicago Board of Trade [CBOT] formuló normas de margen y entrega del activo de las materias primas, con lo que profundizó en el proceso de autorregulación. En 1883, la Bolsa de Comercio de Chicago creó la primera Cámara de Compensación, subsidiaria de la Bolsa.⁸⁶ La inexistencia de un cuerpo gubernamental y una ley que regulara al mercado, propició que CBOT y otros organismos de autorregulación incrementaran sus funciones autorreguladoras, colmando las lagunas legales con sus propias normas.

De esta forma, el siglo XIX se caracterizó por que la responsabilidad principal de regular los mercados de Futuros recaía en las Bolsas de Derivados puesto que, eran los únicos reguladores.

Con el transcurso de los años, surgió la necesidad de uniformar la normatividad de las Bolsas de Derivados y someterla al escrutinio público. En 1921, el congreso de los Estados Unidos emitió la Futures Trading Act [Ley de futuros comerciales], que fue la primera ley federal del mercado de futuros. En ésta se regulaban los contratos futuros de maíz, trigo, etc. Sin embargo, la Ley de futuros comerciales tuvo una vigencia de un año,

⁸⁵ Cfr. International Council of Securities Associations [Consejo Internacional de Asociaciones de Valores], Op. Cit., p. 5.

⁸⁶ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

puesto que, la Suprema Corte la declaró inconstitucional [en el caso Hill vs. Wallace].⁸⁷ Con la expedición de la Futures Trading Act [Ley de futuros comerciales], el gobierno federal asumió por primera vez, que el mercado de derivados es de interés público y es competencia del gobierno federal, con lo que redujo las funciones a los organismos autorregulatorios.

En 1922, tras la abrogación de la Futures Trading Act o Ley de futuros comerciales [1921], el Congreso promulgó la Grain Futures Act [Ley de futuros sobre granos].⁸⁸ Entre otras cosas, la Ley de futuros sobre granos [1922] estableció que: Los contratos de futuros de granos deben ser negociados en Bolsas de Derivados autorizadas; Requisitos de constitución de una Bolsa; Creó la Grain Futures Commission [Comisión de futuros sobre granos] conformada por la Secretaría de Comercio y Agricultura y, el Abogado General.⁸⁹

De esta forma, la Grain Futures Act [1922] estableció el primer cuerpo gubernamental encargado de regular los mercados de derivados en Estados Unidos, con lo que, las funciones de regulación de los organismos de autorregulación fueron reducidas.

En la misma línea, el 15 de junio de 1936 el Congreso de Estados Unidos promulgó la Commodity Exchange Act [Ley de las Bolsas de Derivados], remplazando a la Grain Futures Act. Esta ley extiende su jurisdicción a otros activos o materias primas [algodón, arroz, mantequilla, huevos, papas, etc.]. Asimismo, la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] creó la Commodity Exchange Commission [Comisión de las Bolsas de Derivados] que asume las funciones de la Grain Futures Commission.⁹⁰

La Ley de las Bolsas de Derivados [1936] facultó a la Commodity Exchange Commission para: Establecer posiciones límites y requerir las aportaciones por contrato abierto a los intermediarios liquidadores; Segregar aportaciones de clientes en los márgenes; Prohibir transacciones ficticias y fraudulentas, entre otras cosas. La

⁸⁷ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

⁸⁸ El Congreso de los Estados Unidos promulgó la Grain Futures Act con fundamento en el artículo I, Sección 8, cláusula 3, "**Cláusula del comercio entre estados**", de la Constitución de los Estados Unidos, evitando de esta forma, que fuese declarada inconstitucional, como en el caso de la Futures Trading Act.

⁸⁹ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

⁹⁰ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

Commodity Exchange Commission [Comisión de las Bolsas de Derivados] fue administrada por la Commodity Exchange Administration [Administración de las Bolsas de Derivados], adscrita al Departamento de Agricultura. Diez años después, se crea la Commodity Exchange Authority [Autoridad de las Bolsas de Derivados] que reemplazó a la Comisión de las Bolsas de Derivados.⁹¹

El establecimiento de la Comisión de Bolsas de Derivados, representó el paulatino incremento de las funciones del cuerpo regulador, lo que, lógicamente significó una reducción de funciones de los organismos de autorregulación.

En 1972, tras la denuncia del Acuerdo de Bretton Woods y el libre flote de divisas, los riesgos financieros inherentes al tipo cambiario se incrementaron considerablemente. Ante esto, las Bolsas de Futuros comenzaron a plantearse la idea de ofrecer contratos de futuros sobre divisas, pero, no existía un cuerpo gubernamental que pudiese analizar la viabilidad y autorizar dichos contratos, pero sobretodo, que supervisará los riesgos que se pudieran presentar con estos nuevos contratos.

Por esta razón, se buscó la creación de una agencia reguladora cuya jurisdicción abarcara tanto a los contratos de futuros sobre materias primas y a los novedosos contratos financieros. En 1974, el Congreso promulgó la Commodity Futures Trading Commission Act [Ley de la Comisión de Derivados Financieros] que fue incorporada a la Commodity Exchange Act [1936]. Ésta ley creó la Commodity Futures Trade Commission [Comisión de Derivados], agencia reguladora de la “totalidad”⁹² de futuros u opciones.⁹³

La Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] introdujo un esquema de regulación novedoso, ya que, habilitó a la Commodity Futures Trade Commission [CFTC] a autorizar asociaciones de intermediarios del mercado de derivados como organismos autorregulatorios. Con esto, los organismos

⁹¹ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

⁹² “[...]. En 1981, CFTC y SEC llegaron a un acuerdo sobre la jurisdicción de instrumentos financieros, principalmente índices bursátiles. El acuerdo asienta que SEC puede vetar los contratos de futuros sobre índices bursátiles aprobados por CFTC, además, SEC retiene jurisdicción sobre securities, incluyendo opciones sobre estos, opciones sobre certificados de depósito, opciones sobre índices bursátiles, opciones sobre monedas extranjeras negociados en Bolsas de Valores Nacionales y, se prohíbe a CFTC aprobar contratos de futuro sobre valores individuales.” Kane, Edward, Estructura regulatoria en los mercados de futuros: competencia jurisdiccional entre SEC, CFTC y otras agencias, *Journal of Futures Markets*, t. V, Otoño 198, pp. 378.

⁹³ Cfr. <http://www.cftc.gov/About/HistoryoftheCFTC/index.htm>

autorregulatorios no sólo podían ser las Bolsas o Cámaras de Compensación sino también organizaciones de intermediarios independientes de la Bolsa o Cámara.

En este sentido, en 1981 la CFTC [Commodity Futures Trading Commission] aprobó el registro de la National Futures Association [Asociación Nacional de Futuros], que hasta la fecha es el único organismo autorregulador independiente de una Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación en los mercados de derivados de Estados Unidos. En 1984, la Comisión de Derivados delegó en la Asociación Nacional de Futuros la función de registrar a los Futures Commission Merchants [Comerciantes de la Comisión de Futuros], Introducing Brokers [Corredores Introdutores], Commodity Pool Operators [Operadores de Fondos de Derivados], Commodity Trading Advisors [Asesor de Derivados] y personas asociadas a éstos.⁹⁴ Con esto, los intermediarios o prestadores de servicios deben obtener el registro de la Asociación Nacional de Futuros para poder *intermediar* o *prestar* servicios en una Bolsa de Derivados, con lo que se sujetan a la funciones de autorregulación de ésta.

En la actualidad, en el sistema norteamericano, las firmas intermediarias o prestadoras de servicios pueden quedar sujetas a la jurisdicción de distintos cuerpos reguladores. Un ejemplo de esto, podría ser un Futures Commission Merchant [FCM] que debe obtener el registro de la Asociación Nacional de Futuros [*primer cuerpo regulador*]; FCM liquida contratos en Cámara de Compensación [*segundo cuerpo regulador*]; FCM utiliza los sistemas de la Bolsa [*tercer cuerpo regulador*] y, FCM puede liquidar contratos de futuros u opciones regulados por Commodity Futures Trade Commission o por la Securities Exchange Commission [*cuarto cuerpo regulador*]. Adicionalmente, el Departamento del Tesoro [márgenes] u otras autoridades federales y estatales tienen algunas funciones. A continuación, se muestra una pirámide de los cuerpos reguladores del mercado de derivados en Estados Unidos.

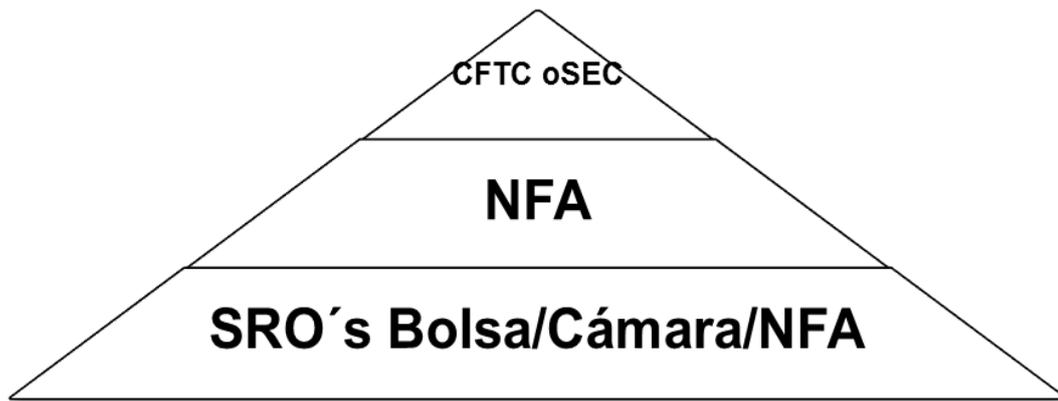
⁹⁴ **Futures Comisión Merchant [FCM].** Es un individuo u organización que acepta o solicita órdenes para comprar o vender contratos de futuros u opciones sobre futuros en la Bolsa o en mercados extrabursátiles. Asimismo, acepta dinero u otros bienes que soportan las órdenes de los clientes.

Introducing Broker [IB]. Es un individuo u organización que acepta o solicita órdenes para comprar o vender contratos de futuros u opciones sobre futuros en la Bolsa. El Introducing Broker debe trasladar las aportaciones al Futures Commission Merchant.

Commodity Pool Operator [CPO]. Es una empresa en la que los fondos contribuidos por un número de personas son combinados para negociar contratos futuros u opciones sobre futuros en la Bolsa o en mercados extrabursátiles.

Commodity Trading Advisor [CTA]. Es un individuo que, para compensar u obtener una ganancia, sugiere comprar o vender contratos de futuros u opciones sobre futuros en la Bolsa o en mercados extrabursátiles.

Cfr. <http://www.nfa.futures.org/nfa-registration/fcm/index.HTML>



La multiplicidad de cuerpos reguladores ha creado un sistema engorroso, en el que confluyen agencias gubernamentales y organismos autorregulatorios, lo que resta eficacia a este sistema de autorregulación. En este marco, la importancia de los organismos autorregulatorios se incrementa, por lo que, estos organismos se vuelven los reguladores primarios.

Es así que, la Asociación Nacional de Futuros o National Futures Association [NFA], único SRO independiente, representa una tendencia que parece seguirá en años posteriores. Parte importante del crecimiento de la NFA se debe a que la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] ha delegado funciones reguladoras en NFA y a que algunas Bolsas han subcontratado sus funciones autorreguladoras en la Asociación Nacional de Futuros. La NFA es un cuerpo de autorregulación con el que se pretende reducir los conflictos de interés surgidos en las Bolsas por la importancia mayor de las funciones comerciales que restan objetividad y eficiencia a la autorregulación.

No obstante, las Bolsas más importantes de Estados Unidos [como CME, CBOT, NIMEX, etc.], efectúan las funciones de autorregulación por cuenta propia, sujetándose a lo establecido en la Commodity Exchange Act [Ley de las Bolsas de Derivados] y a las Regulaciones de la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission].

3.2.2. Organismos autorregulatorios

3.2.2.1. Bolsas de Derivados

La sección 1ª [27], inciso b), de la Commodity Exchange Act [Ley de las Bolsas de Derivados 1936] establece que las Bolsas de Derivados organizadas son facilidades de negociación que han adoptado directamente o por medio de otra entidad no gubernamental normas que gobiernan la conducta de los participantes y, las sanciones disciplinarias.

De la definición anterior, puedo decir que corresponde a las Bolsas de Derivados formular normas y sancionar a los participantes que incumplan dichas normas. Asimismo, se remarca que las Bolsas pueden ejercer las funciones de autorregulación por sí o por medio de otros organismos autorregulatorios a través de la subcontratación [Asociación Nacional de Futuros].

No obstante, desde la etapa de autorización, las personas que pretenden constituir una Bolsa de Derivados deben cumplir con una serie de requisitos de constitución. Primeramente, se debe presentar una solicitud a la Secretaria de la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] con las normas de autorregulación, manuales, estándares, gobierno corporativo, sistemas de negociación, etc.⁹⁵

Entre estos requisitos, se puede encontrar que las Bolsas deben elaborar un “Proyecto de normas” con las características mínimas establecidas por la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission]. Esto es, el solicitante presentará a la CFTC [Commodity Futures Trading Commission] los proyectos de normas con el que pretende regular la negociación de futuros u opciones. Dicho proyecto de normas debe basarse en puntos como: Prevención de manipulación del mercado; Negociación limpia y equitativa; Facilidad de ejecución de negocios; Integridad financiera de transacciones; Procedimientos disciplinarios; Acceso público y Capacidad para obtener información.⁹⁶

⁹⁵ Cfr. <http://ecfr.gpoaccess.gov>

⁹⁶ Sección 7, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

Una vez que las Bolsas de Derivados son autorizadas por la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission], éstas deben cumplir los “principios esenciales”. Los principios esenciales no son otra cosa que los lineamientos que deben cumplir las bolsas para mantener su permiso. La Sección 7 [d], de la Commodity Exchange Act [Ley de las Bolsas de Derivados], identifica a los principios esenciales como: Cumplimiento con las normas; Contratos susceptibles a manipulación de ningún tipo; Supervisión de negociaciones; Posiciones límites o responsabilidad; Autoridad de emergencia; Disponibilidad de información general; Estándares de Aptitud de gobierno; Conflicto de interés; Composición de Bolsas no lucrativas; Registro y Consideraciones antimonopolio.

Asimismo, es preciso señalar que las Bolsas de Derivados que sean aprobadas por la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] podrán escoger sí dicha Bolsa es registrada como “Facilidad registrada para ejecutar transacciones de derivados” [Registered derivatives transaction execution facility], negociando contratos de venta de futuros u opciones, adicionales a los autorizados por CFTC.⁹⁷ En caso de que se elija esta modalidad, la Bolsa debe satisfacer requerimientos de autorregulación respecto de: Disuasión de abuso; Procedimientos de Negociación e Integridad financiera de las transacciones.⁹⁸

Es preciso señalar que las Bolsas pueden subcontratar sus funciones de autorregulación en la Asociación Nacional de Futuros. Pero eso no significa que dejen de cumplir con los requisitos de constitución y los requisitos para mantener el permiso. De esta forma, las Bolsas pueden desempeñar las funciones de regulación a través de la Asociación Nacional de Futuros.⁹⁹

⁹⁷ Sección 7a, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

⁹⁸ Sección 7a [2], Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

⁹⁹ Sección 7a-2 [2]b, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

3.2.2.1.1. Funciones autorregulatorias

➤ Normar

De acuerdo a las Sección 7 [a], [b] y [d], de la Commodity Exchange Act [1936] o Ley de las Bolsas de Derivados, las Bolsas deben establecer normas respecto de:

- ✓ Negociación transparente y equitativa en la Bolsa, incluye: *i.* Autorizar transferir negociaciones u oficinas; *ii.* Autorizar a la Bolsa transacciones en dinero o swaps y, *iii.* Autorizar a los Futures Commission Merchants [Comerciantes de la Comisión de Futuros] por cuenta propia o terceros introducir o confirmar la ejecución de un contrato de compra o venta.
- ✓ Detallar la operación de los sistemas de negociación, incluyendo la plataforma electrónica de negociación.
- ✓ Integridad financiera de las transacciones efectuadas y, la liquidación y compensación de éstas en Cámara de Compensación.
- ✓ Información necesaria que permita cumplir con sus funciones.
- ✓ Posiciones límites y posiciones responsables para especuladores.
- ✓ Autoridad de Emergencia: *i.* Liquidar o transferir posiciones abiertas de un contrato; *ii.* Suspender o reducir negociación de algún contrato y, *iii.* Requerir márgenes a los participantes.
- ✓ Publicación diaria de información de negociaciones.
- ✓ Registro y Almacenamiento de información identificable de negociaciones.
- ✓ Integridad financiera de los Futures Commission Merchants [Comerciantes de la Comisión de Derivados] y de Introducing Brokers [Corredores Introdutores].
- ✓ Protección de participantes del mercado de prácticas abusivas.
- ✓ Solución de controversias.
- ✓ Estándares del gobierno corporativo. Aptitud de directores, miembros de comités disciplinarios, miembros de la Bolsa, u otras personas que tengan acceso a esta.
- ✓ Minimizar conflictos de interés en toma de decisiones.

Adicionalmente a las normas que pueden formular las Bolsas de Derivados, la “Facilidad registrada para ejecutar transacciones de derivados” [Registered derivatives transaction execution facility] deben formular normas respecto de:

- ✓ Disuasión de abuso.
- ✓ Detallar procedimientos de negociación para introducción o ejecución de negociaciones en la facilidad, incluye: *i.* Autorizar transferir negociaciones u oficinas; *ii.* Autorizar a Bolsa transacción en dinero o swaps y, *iii.* Autorizar a Futures Commission Merchants [Comerciantes de la Comisión de Futuros] por cuenta propia o terceros introducir o confirmar la ejecución de un contrato de compra o venta.

Para reformar una norma o formular una nueva, la Bolsa o Facilidad Registrada podrían solicitar a la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] que apruebe la reforma de la norma o una nueva. De esta forma, la modificación o formulación de una norma deben ser aprobadas por la CFTC [Commodity Futures Trading Commission].¹⁰⁰ La Comisión podrá alterar o complementar las normas de la Bolsa o Facilidad Registrada.¹⁰¹

➤ **Supervisar**

La Ley de las Bolsas de Derivados [1936] no es clara en los procedimientos de supervisión que pueden realizar las Bolsas de Derivados. No obstante, la sección 5 [b] de la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] establece que las Bolsas pueden requerir la información o cualquier documento relacionado con las actividades diarias de los miembros y participantes. Esto significa, que las Bolsas pueden requerir cualquier información y la forma en la que debe ser entregada.

Por otra parte, la sección 5 [d], de la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] señala que: “...la Bolsa debe supervisar la negociación para prevenir la manipulación del mercado”. Esto es, la Bolsa debe contar con sistemas electrónicos u otros mecanismos que vigilen las negociaciones a tiempo real.

¹⁰⁰ Sección 7a-2 [c], Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936]

¹⁰¹ Sección 12 [7], Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

En esta línea, el punto 38.5 de las Regulaciones de la Commodity Futures Trading Commission [Comisión de Derivados] establece: “Para valorar la capacidad y el poder potencial de los clientes en un mercado, cada bolsa debe tener acceso diario a las posiciones y negociaciones de sus miembros, esto incluye a la Cámara de Compensación. Aunque, la información de la Cámara de Compensación puede bastar.”¹⁰² Este punto establece que las Bolsas de Derivados deben supervisar diariamente las negociaciones de los clientes, con la finalidad de administrar los diversos riesgos.

El mismo punto 38.5 de las Regulaciones de la Commodity Futures Trading Commission señala que para realizar una supervisión efectiva, las Bolsas de Derivados y las facilidades registradas cuentan con los siguientes mecanismos:

- ✓ Auditorías
- ✓ Seguimiento de operaciones en los sistemas electrónicos
- ✓ Análisis de la información
- ✓ Evaluación de riesgos
- ✓ Reportes de intermediarios
- ✓ Investigaciones

➤ **Sancionar**

La Commodity Exchange Act [1936] o Ley de las Bolsas de Derivados no es muy clara en las sanciones que pueden imponer las Bolsas de Derivados. Sin embargo, la sección 5 [b], de la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] establece:

“La Bolsa debe establecer y hacer cumplir los procedimientos disciplinarios para suspender, excluir o limitar a miembros o participantes que violen las normas o métodos similares que cumplan las mismas funciones...”

En este sentido, la Sección 12c de la Commodity Exchange Act [1936] o Ley de las Bolsas de Derivados, refiere que las Bolsas pueden suspender, expulsar ó imponer

¹⁰² Cfr. <http://ecfr.gpoaccess.gov>

otra medida con la finalidad disciplinar a algún miembro de la Bolsa, únicamente, considerando las normas de la Bolsa.

Asimismo, la misma sección 12c de la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] señala que el procedimiento de suspensión, expulsión u otro, debe ser notificado a la Comisión y persona infractora en un plazo de 30 días. Dicha notificación debe incluir los motivos, acción tomada o penalidad impuesta. La Comisión de Derivados puede revisar con el objeto de confirmar, modificar o liberar de tal acción a la persona infractora.

La Sección 13 [violaciones generales; castigo; costos del proceso], Commodity Exchange Act establece la cantidades correspondientes a cada supuesto.

3.2.2.2. Cámara de Compensación

La Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] define a las Derivatives Clearing Organizations [Cámaras de Compensación] como aquella cámara, asociación, corporación, o entidad similar, facilidad o sistema, u organización que con respecto a un acuerdo, contrato o transacción: Substituye a las partes de los contratos, a través de novación u otro medio; acuerda [multilateral] liquidar u otorgar la diferencia neta de los contratos ejecutados por participantes y, transfiere el riesgo de crédito entre los participantes de la Cámara de Compensación.¹⁰³

La definición anterior no señala que las Cámaras de Compensación sean organismos autorregulatorios. No obstante, la Sección 7^a-1 [2] de la Commodity Exchange Act [1936] o Ley de las Bolsas de Derivados, establece que los solicitantes que pretendan constituir una Cámara de Compensación deben presentar un proyecto de normas a la Commodity Futures Trading Commission [Comisión de Derivados]. Con esto, se puede entender que las Cámaras de Compensación regulan su ámbito y que éstas son independientes de las Bolsas de Derivados.

¹⁰³ Sección 1a[9]a, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

Asimismo, las Cámaras de Compensación que pretendan ser autorizadas por la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] deben satisfacer los principios esenciales, para que éstas puedan mantener la autorización. Los principios esenciales son los siguientes: Recursos Financieros; Participantes y productos elegibles; Manejo del riesgo; Procedimientos de liquidación; Tratamiento de fondos; Normas y procedimientos de incumplimiento; Cumplimiento de normas; Sistema de protección; Reporte; Registro; Información Pública; Intercambio de información; Consideraciones antimonopolio.

Como se ha señalado, las Cámaras de Compensación son cuerpos independientes de la bolsa, de forma tal, que pueden regular a los participantes dentro de su ámbito de jurisdicción. Las funciones de las Cámaras de Compensación son indelegables, contrario, a las Bolsas que puede subcontratar sus funciones en la Asociación Nacional de Futuros.

3.2.2.2.1 Funciones autorregulatorias

➤ Normar

La Sección 7^a-1 c [2], establece que las Cámaras de Compensación [Derivatives Clearing Organizations] deben formular normas respecto de:

- ✓ Estándares de admisión para miembros o participantes de la organización y, aprobación de contratos.
- ✓ Estándares para proteger y asegurar la seguridad de los fondos de los miembros y participantes.
- ✓ Manejo transparente, eficiente y seguro de eventos de insolvencia.

En caso de que las Cámaras de Compensación formulen normas o reformen estas, podrían solicitar la aprobación de la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission], ya que la Comisión está facultada para modificar o complementar las normas.

➤ **Supervisar**

La Commodity Exchange Act [1936] no es clara en los mecanismos que puede tener la Cámara de Compensación para verificar el cumplimiento de la normatividad. Al respecto, la Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] establece que los mecanismos de supervisión son:

- ✓ Procedimientos para proteger y asegurar los fondos de miembros y participantes.
- ✓ Programas de supervisión y análisis del riesgo para asegurar que los sistemas de la Cámara de Compensación funcionen apropiadamente.
- ✓ Procedimientos de emergencia y plan de recuperación en caso de desastre.
- ✓ Examinar periódicamente las facilidades para asegurar el procesamiento, compensación y liquidación de transacciones.

➤ **Sancionar**

Al igual que en la supervisión, la Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] no es clara en las sanciones que puede imponer la Cámara de Compensación. No obstante, las regulaciones de la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] establecen que las Cámaras de Compensación podrán suspender, excluir o imponer otra limitación.¹⁰⁴

3.2.2.3. Asociación Nacional de Futuros [National Futures Association]

De acuerdo a la Sección 21, de la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] una asociación de intermediarios puede ser registrada por la CFTC [Commodity Futures Trading Commission] como Asociación Registrada de Futuros [registered futures association]. Esta sección habilita la creación de asociaciones independientes de las Bolsas de Derivados y Cámara de Compensación que tengan el carácter de organismos

¹⁰⁴ Cfr. <http://ecfr.gpoaccess.gov>

autorregulatorios. De esta forma, la National Futures Association [Asociación Nacional de Futuros] es la única Asociación de Futuros registrada por la Commodity Futures Trading Commission [1936].

La National Futures Association [Asociación Nacional de Futuros] es un organismo autorregulatorio independiente de las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación. Este organismo regula a los intermediarios de la totalidad de Bolsas de Derivados en Estados Unidos. Es el organismo autorregulatorio que determina la factibilidad de autorizar a determinados miembros.

En este sentido, para intermediar contratos de derivados en una Bolsa de Derivados debe tenerse el registro y aprobación de la Asociación Nacional de Futuros [NFA, por sus siglas en inglés], de lo contrario, no podrán intermediar o prestar servicios financieros al público inversionista. A través del registro de los intermediarios, la Asociación Nacional de Futuros puede normar, supervisar y sancionar a sus miembros, puesto que, al ser aprobados los intermediarios o prestadores de servicios se sujetan a la regulación de la Asociación Nacional de Futuros.

Sin embargo, es preciso señalar que la función de registro de la totalidad de los intermediarios de los mercados de derivados fue delegada por la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Act].¹⁰⁵ Esto significa que la Asociación Nacional de Futuros [NFA] ejerce las funciones de *normar*, *supervisar* y *sancionar* a los intermediarios que competen originalmente a la CFTC [Commodity Futures Trading Commission]. Asimismo, las Bolsas también pueden subcontratar la regulación en la NFA.

Sin embargo, la Comisión de Derivados tiene la facultad discrecional para revisar los actos que emanen de las facultades de regulación de la National Futures Association. La Comisión podría revocar, modificar o ratificar el acto.

Es preciso entender, que la existencia de los organismos autorregulatorios independientes de la bolsa o cámara de compensación, son un esquema que reduce el

¹⁰⁵ Sección 21 [o], Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936]. Esta sección establece: "...Una Asociación de Futuros Registrada podría inscribir órdenes: a. Refutando el registro a alguna persona; b. Registrar condicionalmente a una persona; c. Suspender el registro de alguna persona; d. Establecer restricciones sobre el registro de alguna persona; e. Revocar el registro de alguna persona.

posible conflicto de interés de aquellas bolsas lucrativas. El desarrollo de este esquema de autorregulación podría redimensionar a la autorregulación y contribuir a eliminar el posible conflicto de interés.

3.2.2.3.1. Funciones autorregulatorias

➤ Normar

La Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] asienta que la NFA [Registered Futures Association] puede emitir normas respecto de:

- ✓ Restricción de membresía en relación al negocio
- ✓ Negar admisión o refutar la continuación de algún miembro
- ✓ Estándares de admisión de miembros y personas asociadas
- ✓ Representación de miembros en el gobierno corporativo
- ✓ Distribución equitativa de obligaciones entre los miembros
- ✓ Prevenir actos/prácticas fraudulentas o manipuladas
- ✓ Procedimientos de suspensión, expulsión, censura, etc.¹⁰⁶
- ✓ Procedimientos de Arbitraje
- ✓ Capital mínimo, segregación u otros requerimientos financieros
- ✓ Estándares que gobiernen las prácticas de venta de sus miembros y personas asociadas
- ✓ Guías de supervisión
- ✓ Prohibir el engaño

En cuanto al proceso de creación de normas, la Asociación Nacional de Futuros debe presentar a la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] las modificaciones a sus normas. La Comisión de Derivados debe aprobar o negar las normas en un plazo de 180 días, de lo contrario, las normas entrarán en vigor. No obstante, la Comisión puede abrogar o modificar las normas de la Asociación Nacional de Futuros, en términos de la Sección 21 [k], Commodity Exchange Act [1936].

¹⁰⁶ Sección 21 [d], Ley de las Bolsas de Derivado [Commodity Exchange Act 1936]. "Las normas deben establecer que las personas deben ser notificadas, y se les dé oportunidad de ser escuchadas".

➤ **Supervisar**

La NFA tiene diferentes procedimientos de supervisión atendiendo la complejidad de las operaciones de las firmas:

- ✓ Auditorias para verificar el cumplimiento de: *a.* Estándares de capacitación y examinación de personas que soliciten transacciones; *b.* Capital mínimo, segregación u otros requerimientos financieros y, *c.* de la normatividad aplicable.
- ✓ Reportes de los intermediarios. Futures Commission Merchants [Comerciantes de la Comisión de Derivados, Introducing Brokers [Corredores introductores] deben reportar posiciones y transacciones de clientes [libros y registros]: *a.* Negociaciones diarias; *b.* forma y lugares exigidos
- ✓ Presentar reportes del capital mínimo u otros requerimientos financieros
- ✓ Cuestionario Anual
- ✓ Programa de anti-lavado de dinero

Las regulaciones de la Comisión de Derivados [Commodity Exchange Commission] CFTC especifican los diversos procedimientos de supervisión.

➤ **Sancionar**

La Asociación Nacional de Futuros está facultada para expulsar, suspender, censurar, multar [no exceda de US\$250,000], prohibir la asociación de una persona a un miembro u otra medida disciplinaria por la violación de sus normas.¹⁰⁷ La Comisión de Derivados reservó parte sustancial de las sanciones, particularmente, de las penas económicas.

Las sanciones de la National Futures Association [NFA, por sus siglas en inglés] pueden ser revisadas por la Comisión de Derivados. La Sección 21 [h], Commodity Exchange Act, establece que a los miembros de la Asociación Nacional de Futuros [FCM's, IB's, CPO's, CTA's, Floor Brokers o Traders] que sean sancionados por la

¹⁰⁷ Sección 21, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

Asociación de Futuros, debe notificársele la sanción.¹⁰⁸ La NFA debe brindar *audiencia* a miembros o personas asociadas sancionados. La Comisión podría ratificar, revocar o modificar la sanción.

3.2.3. Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission]

La Commodity Futures Trading Commission [Comisión de Derivados] es la agencia gubernamental responsable de regular el mercado de derivados: contratos de derivados, intermediarios y clientes. En el caso de los contratos de derivados sobre Securities [valores], la Securities Exchange Commission [Comisión de las Bolsas de Valores] está facultada para regular algunos contratos. Desde hace tiempo, la Comisión de Derivados y la Comisión de Valores han pugnado por la jurisdicción de contratos de derivados sobre Securities o valores: índices bursátiles, monedas extranjeras, deuda, etc.¹⁰⁹

La Comisión es competente para regular todos los contratos de futuros u opciones negociados en Bolsas autorizadas, con limitaciones en los Security Futures Products o productos de futuros sobre valores [índices bursátiles, deuda, acciones, monedas u otros valores].¹¹⁰ La Comisión de Valores [Securities Exchange Commission] tiene jurisdicción no sólo sobre algunos Security Futures Products, también sobre las personas que negocian estos contratos [FCM's, IB's, FB's y FT's].

¹⁰⁸ Sección 21 [h], Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936]. "Las personas sancionadas podrán presentar una solicitud a la CFTC para que revise la sanción".

¹⁰⁹ Las Bolsas de Valores y la SEC disputaron los derechos de las Bolsas de Futuros y CFTC para la jurisdicción exclusiva sobre opciones de instrumentos futuros financieros. CFTC y SEC llegaron a un acuerdo jurisdiccional, la CFTC declinó sus reclamos para la exclusiva jurisdicción sobre monedas extranjeras y opciones sobre securities de deuda. En Diciembre de 1982, CFTC y SEC intentaron liquidar la batalla sobre los índices bursátiles para dar a la SEC el efectivo poder de veto sobre contratos futuros sobre índices bursátiles. El 11 de Enero de 1984, el acuerdo se rompió por la aprobación de CFTC sobre la oposición formal de la SEC de un contrato de CME sobre el índice de energía de Standard & Poor's. Finalmente, la CFTC y SEC resolvieron su disputa estableciendo 5 criterios: Número mínimo de securities; Capitalización del índice; Porcentaje del peso dispuesto en la Bolsa mayor; Porcentaje de peso dispuesto en las 3 grandes Bolsas. Cfr. Kane, Edward J., Op.Cit., 381. "

¹¹⁰ Sección 2, Ley de las Bolsas de Derivados [Commodity Exchange Act 1936].

3.2.3.1. Funciones de Regulación

➤ Normar

Las regulaciones deben basarse en un análisis costo-beneficio positivo a discreción de la Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission]. La Sección 19, de la Commodity Exchange Act o Ley de las Bolsas de Derivados [1936] asienta que el análisis costo-beneficio debe satisfacer: Protección de los participantes del mercado y el público; Eficiencia, competitividad e integridad financiera; Precio de descubrimiento; Manejo de riesgo. El análisis funcional del derecho que realiza la Comisión de Derivados permite valorar objetivamente la necesidad de normar determinada situación.

La Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] podrá emitir normas, regulaciones o disposiciones respecto de los siguientes puntos:

- ✓ Determinar personas que pueden ofrecer o ejecutar negociaciones
- ✓ Términos y condiciones de las negociaciones
- ✓ Depósito de dinero de los clientes a través de los Futures Commission Merchants
- ✓ Reportes de información complementaria de FCM's
- ✓ Divulgación del Volumen diario de negociación sobre cada tipo de contrato
- ✓ Prohibir la doble negociación en una Bolsa y en una facilidad
- ✓ Exámenes de eficiencia
- ✓ Prohibir el engaño

➤ Supervisión

La Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] examina el cumplimiento de la normatividad por parte de las entidades registradas [Bolsas, Facilidades, Cámaras, Asociaciones, etc.], participantes y clientes, con el objeto de proteger a los inversionistas e integridad del mercado. La CFTC cuenta con una serie de mecanismos que le permiten cumplir con sus objetivos:

- ✓ Examina: a. Aplicantes a Bolsa, Facilidad o Cámara cumplan requisitos de constitución y, b. Bolsa, Facilidad o Cámara autorizadas cumplan con las normas esenciales.
- ✓ FCM's, IB's, FB's deben reportar posiciones y transacciones de clientes [libros y registros]: a. Negociaciones diarias; b. forma y lugares exigidos.
- ✓ Bolsa debe publicar el volumen de negociación sobre un contrato.
- ✓ Aprobación y modificación de normas y contratos [puede abrogar].
- ✓ Investigaciones de las operaciones de Bolsas, Facilidades, Cámaras de compensación, etc.
- ✓ Reportes, opiniones u órdenes relativas a la conducta o negociaciones de entidades registradas que violen normas.
- ✓ Investigaciones del comercio de futuros u opciones: Oferta y demanda; Costo para el consumidor, etc.
- ✓ Dirigir a entidad registrada en situaciones de emergencia.
- ✓ Revisar acciones disciplinarias de los organismos autorregulatorios independientes

➤ **Sancionar**

La Comisión de Derivados debe punir las conductas que violen las normas aplicables, con el objeto de resarcir el daño causado e impedir que circunstancias similares vuelvan a repetirse. Para esto, la CFTC esta habilitada para:

- ✓ Revocar autorización de entidad registrada.
- ✓ Suspender autorización de entidad registrada [no exceda de 6 meses].
- ✓ Negar autorización al solicitante.
- ✓ Remover empleados de las entidades registradas.
- ✓ Excluir personas que: manipulen [precio, comercio entre estados, etc.]; declaren falsamente; viole normas.
- ✓ Responsabilidad civil [US\$100,000 -1,000,000]. CFTC valorará la gravedad de la violación.

- ✓ Responsabilidad penal: a. *Delitos mayores*, Pena económica no mayor a US\$ 1, 000,000 o pena privativa de libertad menor a 10 años; b. *Delitos menores*, Pena económica no mayor a US\$ 500, 000 o pena privativa de libertad menor a 5 años.
- ✓ Accionar ante la corte de distrito.

3.3. Cuadros comparativos

3.3.1. Estructura regulatoria

	INGLATERRA	ESTADOS UNIDOS	MÉXICO
MODELO DE REGULACIÓN	Gubernamental. Las funciones de regulación son ejercidas por un cuerpo gubernamental.	Gubernamental/Autorregulación Las funciones de regulación son ejercidas por un cuerpo gubernamental y organismos autorregulatorios.	Gubernamental/Autorregulación Las funciones de regulación son ejercidas por un cuerpo gubernamental y organismos autorregulatorios.
REGULADOR [GOBIERNO]	Financial Services Authority [FSA]	Commodity Futures Trading Commission [CFTC]	SHCP, CNBV y Banxico.
FUNCIONES DEL REGULADOR	ABSOLUTAS - Normar conducta de intermediarios. - Supervisar conducta de intermediarios - Sancionar	REDUCIDAS - Normar conducta de intermediarios y del mercado. - Supervisar a organismos autorregulatorios. - Sancionar.	REDUCIDAS - Normar conducta de intermediarios y del mercado. - Supervisar los organismos autorregulatorios. - Sancionar.
LEYES Y REGULACIONES APLICABLES	Financial Services and Markets Act [2000]; Regulaciones del Tesoro	Commodity Exchange Act [1936]; interpretaciones de la CFTC.	Reglas y Disposiciones de carácter prudencial emitidas por las autoridades financieras.
DEPENDENCIA A LA AUTORREGULACIÓN	POCA. Bolsas y Cámaras cumplen funciones mínimas	DEMASIADA. Las Bolsas y Cámaras son reguladores primarios.	DEMASIADA. Las Bolsas y Cámaras son reguladores primarios.

3.3.2. Funciones de Autorregulación

	INGLATERRA	ESTADOS UNIDOS	MÉXICO
NORMAR	<ul style="list-style-type: none"> - Requisitos y procedimientos de admisión. - Negociación de contratos de derivados. - Procedimientos de supervisión de la negociación. - Constitución y funcionamiento. 	<ul style="list-style-type: none"> - Requisitos y procedimientos de admisión. - Capital mínimo. - Negociación de contratos de derivados. - Estándares de conducta. - Integridad financiera y mecanismos de seguridad [red de seguridad]. - Medidas de emergencia. - Mecanismos de supervisión y sanción. - Solución de controversias. - Conflicto de interés. - Gobierno corporativo. 	<ul style="list-style-type: none"> -Requisitos y procedimientos de admisión. - Capital mínimo. - Términos y condiciones de los contratos. -Sistemas de negociación y, compensación y liquidación. - Negociación de contratos. -Medidas de emergencia. - Integridad financiera y red de seguridad. - Mecanismos de sanción y supervisión. - Solución de controversias. - Gobierno corporativo.
SUPERVISAR	<ul style="list-style-type: none"> - Auditorías. - Análisis de información. - Investigación. - Seguimiento de operaciones. 	<ul style="list-style-type: none"> -Auditorías. -Seguimiento de operaciones. - Análisis de información. - Requerimientos de información. - Investigaciones 	<ul style="list-style-type: none"> - Auditorías. - Seguimiento de operaciones. - Análisis de información. - Requerimientos de información. - Investigaciones. - Evaluación de riesgos
SANCIONAR	<ul style="list-style-type: none"> -Penas económicas. 	<ul style="list-style-type: none"> -Penas económicas. - Suspensión. -Expulsión. 	<ul style="list-style-type: none"> - Penas económicas. - Suspensión. - Expulsión. - Amonestaciones. - Censura.

CAPITULO IV. LA AUTORREGULACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO.

Resumen

En este último capítulo, explico el funcionamiento y la utilidad de la autorregulación en el mercado de derivados mexicano. Con esto, trato de demostrar que la autorregulación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación es un mecanismo que complementa la regulación de la SHCP, CNBV y Banxico, permitiendo una mejor protección de los inversionistas e integridad del mercado en estos tiempos de crisis permanente.

El presente capítulo se divide en cuatro secciones. En la sección primera sección, se exponen los elementos que permiten entender el porqué de la autorregulación en el marco regulatorio de nuestro país. En la segunda sección, formulo un concepto de la autorregulación del mercado de derivados mexicano. Además, en la tercera sección explico las características de la autorregulación. En la cuarta sección, analizo los Reglamentos interiores y Manuales emitidos por la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación, así como, el Código de Ética formulado por la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. En estos cuerpos normativos expedidos por los organismos autorregulatorios se concentran las normas que rigen la actividad del mercado y la conducta de los participantes del mercado de derivados en nuestro país. En la última sección, analizo las funciones de los organismos de autorregulación y los órganos que desempeñan dichas funciones. Con esto, finalizo el estudio de la autorregulación del mercado de derivados de nuestro país: justificación, características, tipos de autorregulación y órganos que desempeñan las funciones de autorregulación.

4.1. Funcionalidad

En este trabajo, se ha expuesto [Capítulo I. Generalidades del mercado de derivados] que el mercado de derivados en la economía nacional adquiere una importancia significativa, puesto que, es el lugar idóneo para que las personas cubran los riesgos a los que están expuestos.

No obstante, en los últimos años se pudo presenciar que un manejo incorrecto de los derivados puede tener consecuencias negativas en la economía. El 9 de octubre de 2008, Comercial Mexicana hizo público que a causa del incorrecto uso de derivados, las pérdidas de la compañía ascendían a más de 1,000 millones de dólares [que algunos calcularon en 2,000 millones de dólares], éste se suma a otros casos en los que empresas mexicanas resultaron afectadas por la excesiva exposición a la volatilidad.¹¹¹ Estas pérdidas fueron potencializadas por el entorno de la crisis de 2008, y la consecuente, devaluación del peso. Sin embargo, éste es sólo un ejemplo, pero podemos recordar las crisis 1987¹¹² o incluso la de 1995, que dejaron hondas secuelas en la economía.

En sumo, las crisis constantes de nuestra economía y el uso incorrecto de los derivados han generado la necesidad de buscar mecanismos que refuercen el mercado de derivados. Estos mecanismos deben adaptarse a los cambios constantes del mercado de derivados.

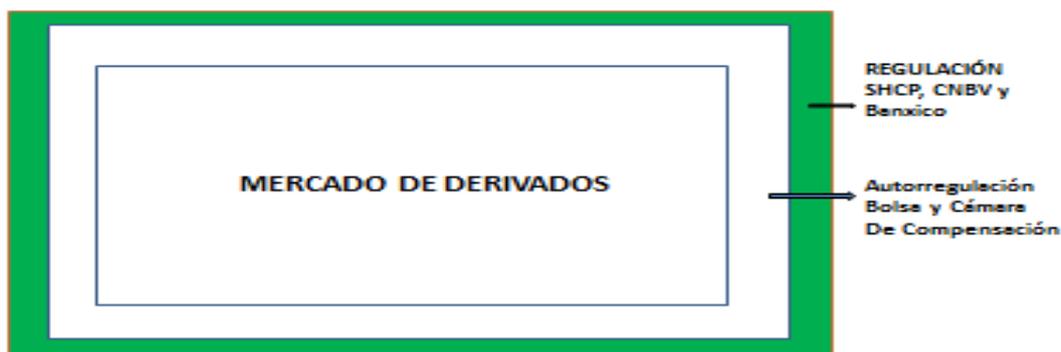
Por esta razón, es importante contar con herramientas como la autorregulación en nuestro mercado.¹¹³ La autorregulación es un complemento de la regulación gubernamental, ya que este esquema de regulación *incrementa* las capas de regulación, aprovechando la *capacidad técnica, inmediatez y experiencia* de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación y, *distribuye* responsabilidades en las autoridades del sistema financiero y en la Bolsa y Cámara de Compensación. Esto es, la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación regulan las actividades de los participantes en el mercado de nuestro país por medio de los Reglamentos interiores, Manuales y el Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana. A continuación, se presenta un dibujo que permite entender la funcionalidad de la autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país.

¹¹¹ Soto, Orquídea, "LA COMER RENACE", Revista Expansión, Septiembre 13, 2010, número 1049, p. 34.

¹¹² "En 1987, la inflación comienza con el 104% y para octubre había crecido al 141%. El peso se había devaluado de diciembre de 1986 a octubre de 1987 un 78.9%..." Arévalo Bustamante, María de los Ángeles, Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, A.C., México, 2003, p.13.

¹¹³ "Los Objetivos y Principios IOSCO reconocen que la autorregulación puede ser una apropiada herramienta de regulación." Cfr. Carson, John, Op. Cit., p. 7.

Niveles de regulación



En el dibujo anterior “Niveles de regulación” se observan 3 cuadros. El cuadro oscuro o mayor representa la regulación gubernamental de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México. El cuadro intermedio o blanco representa la autorregulación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación. No obstante, los cuadros blancos son el ámbito interno o mercado de derivados en su totalidad. Esto significa, que la Bolsa y Cámara de Compensación al formar parte del mercado están en una *posición clave* para regular *inmediatamente* situaciones riesgosas que pongan en peligro la integridad del mercado y a los inversionistas.

Para reforzar el *porqué* de la inserción de la autorregulación en el marco regulatorio de nuestro país. Se puede pensar en la función normativa; en términos del artículo 72 constitucional, el proceso de creación de la norma requiere un proceso formal seguido por el Poder Legislativo. Este proceso consta de la iniciativa, discusión, aprobación, sanción e inicio de vigencia. Para concluir este proceso se requieren meses. Sin embargo, dadas las características cambiantes del mercado de derivados, las soluciones deben efectuarse de forma *instantánea*, de lo contrario, posiblemente se pondría en peligro a los inversionistas o la integridad del mercado. De esta forma, los organismos autorregulatorios formulan normas para resolver situaciones que están sucediendo simultáneamente. Estas normas aplicables a los participantes del mercado

de derivados tienen las mismas características que las normas legislativas, esto es, son obligatorias, generales, abstractas y son formuladas por una entidad privada a la cuál un cuerpo gubernamental competente facultó para realizar tal actividad.

No obstante, los cuestionamientos a la funcionalidad de la autorregulación siempre han existido. Así, en Inglaterra se asumió que la autorregulación forma parte del interés público y que dichas funciones corresponden a los órganos de gobierno. En nuestro país, la crítica se puede centrar en que las funciones de normar y sancionar son potestativas de los poderes de la unión, consagrados en el artículo 49 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos. Al respecto, habría que determinarse la validez absoluta de esta posición clásica y su funcionalidad en todos los ámbitos. Sin embargo, la autorregulación no es un esquema que elimine las funciones constitucionales de los poderes de la unión, puesto que, son las autoridades del sistema financiero quienes estructuraron este esquema.

Respecto de las críticas a la autorregulación, la exposición de motivos de la reforma a la Ley del Mercado de Valores publicada en el Diario Oficial de la Federación el 4 de enero de 1990, es categórica al señalar que los cuestionamientos a la existencia de los esquemas de autorregulación en los mercados financieros es un debate superado:

“La autorregulación es un principio de probado beneficio para la operación eficiente de los mercados de valores. En la actualidad la discusión del tema ya no se centra en si debe o no existir; lo que es materia de su análisis es su extensión y la manera de asegurar su cumplimiento. Se propone que los intermediarios se dicten sus normas de autorregulación el procedimiento para hacerlas efectivas, en el reglamento interior de la Bolsa de Valores.”

En este sentido, los *CONSIDERANDOS* de la *REGLAS A LAS QUE HABRÁN DE SUJETARSE LAS SOCIEDADES Y FIDEICOMISOS QUE INTERVENGAN EN EL ESTABLECIMIENTO DE UN MERCADO DE FUTUTOS Y OPCIONES COTIZADOS EN BOLSA* [1996] emitidas conjuntamente por la SHCP, CNBV y Banxico resaltan la importancia del esquema de autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país:

“...Que es de suma importancia, dadas las características del mercado que nos ocupa, que las normas que regulan tal mercado propicien y fortalezcan la autorregulación de los participantes del mismo;”

La autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país permite a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación complementar las funciones reguladoras de la SHCP, CNBV y Banxico a través de la formulación de normas tendientes a direccionar la conducta de los participantes [integridad financiera, requisitos de constitución, estándares de conducta, sistemas de negociación y compensación, capital mínimo, etc.]. Asimismo, la Bolsa y Cámara de Compensación cuentan con facultades para revisar el cumplimiento de la normatividad a través de auditorías, reportes de información, evaluación de riesgos y seguimiento de operaciones en los sistemas electrónicos de negociación y, compensación y liquidación. Para reforzar las facultades de normar y supervisar, la Bolsa y Cámara de Compensación cuentan con la facultad de sanción para disciplinar las conductas contrarias a la normatividad [penas económicas, amonestaciones, exclusiones y revocaciones].

4.2. Concepto

El doctrinario John Carson [2011] apunta que es imposible formular una definición universal de la autorregulación.¹¹⁴ La imposibilidad de formular una definición de la Autorregulación es el resultado de las características diversas que adquiere la autorregulación en cada país. En el Capítulo III, se analizó la autorregulación en Inglaterra y Estados Unidos, respecto del primer país se pudo observar que la autorregulación es una facultad mínima que tienen las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación reconocidas por la Autoridad de Servicios Financieros [Financial Services Authority]. Por su parte, respecto del segundo país se explicó que las Bolsas y Cámaras de Compensación son los reguladores primarios del mercado de derivados. Además, se menciona que la Ley de las Bolsas de Derivados [1936] no sólo reconoce a las Bolsas y Cámaras de Compensación con el carácter de organismos autorregulatorios, sino también a la Asociación Nacional de Futuros [National Futures

¹¹⁴ Cfr. Carson, John, Autorregulación en los mercados de valores [Self-Regulation in Securities Markets], Policy Research Working Paper, World Bank, 2011, p. 5.

Association]. Por esta razón, concluyó que cada país tiene un modelo de autorregulación con características particulares.

No obstante, las pocas aproximaciones al concepto de autorregulación son analizadas a partir de los cuerpos reguladores. En esta línea, el profesor Pablo Larrañaga describe que: "...Las agencias predominantemente reguladoras, también independientes del gobierno en el sentido de que una proporción significativa de sus miembros representan directamente al sector regulado, pero en las que, en todo caso, subsiste algún grado de control público en alguna de las siguientes formas: a. algunos de los miembros representan el interés público; b. los principios y/o procedimientos a seguir están determinados legislativamente; y c. las reglas y decisiones pueden ser impugnadas mediante la referencia a tribunales o a otra agencia de rango superior."¹¹⁵ Larrañaga realiza su análisis de la autorregulación a partir de la conformación de los órganos colegiados y el interés público que caracteriza a los organismos de autorregulación. Sin embargo, considero que omite la parte sustancial, como son las funciones que desempeñan dichos organismos. Esto es, el nivel de autorregulación en un ámbito está determinado por la extensión de las funciones de los órganos que desempeñan dichas funciones, que se pueden simplificar en: normar, supervisar y sancionar.

Aunque, el término autorregular podría estrictamente significar la formulación de normas aplicables a los sujetos de un mismo ámbito. Desde mi perspectiva, tal definición carece de elementos como la supervisión y sanción, pues, que sería de la norma sin el elemento disciplinario y sin, los procedimientos de supervisión que verifiquen el incumplimiento de una norma. La sola formulación de normas es solo un aspecto de una regulación o autorregulación integral. En este sentido, el Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana establece:

"Para elevar la calidad y competitividad del mercado bursátil mexicano, es necesario complementar el marco regulatorio vigente con un esquema autorregulatorio integral a través del cual se norme, supervise y sancione la conducta de sus participantes."

¹¹⁵ Larrañaga, Pablo, Regulación. Técnica jurídica y razonamiento económico, Ed. Porrúa, México, 2009, p. 68.

Para efectos de este estudio, defino a la autorregulación en el mercado de derivados en México como aquella facultad que delegaron las autoridades del sistema financiero en la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación para *formular* normas tendientes a direccionar la conducta de los participantes y el desarrollo de las actividades del mercado, *supervisar* el cumplimiento de la normatividad aplicable y, *sancionar* las conductas que incumplan la normatividad. Estas funciones de autorregulación deben coadyuvar en la protección de los inversionistas e integridad del mercado.

4.3. Características

Determinar las características de la autorregulación en el mercado de derivados, es un ejercicio que permite enmarcar los elementos constitutivos. Considero que la autorregulación está caracterizada:

- ❖ **Facultad delegada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y Banco de México.** Las autoridades del Sistema Financiero Mexicano delegaron las facultades de regulación en la Bolsa de Derivados y la Cámara de Compensación.
- ❖ **La autorregulación la desempeñan entidades privadas.** La Bolsa de Derivados es una sociedad anónima y, la Cámara de Compensación es un fideicomiso privado de administración y pago.¹¹⁶
- ❖ **Interés público.** La autorregulación de la Bolsas de Derivados y Cámara de Compensación tiene como finalidades la protección de los inversionistas y la integridad del mercado.¹¹⁷

¹¹⁶ La Regla Primera de las REGLAS [1996] establece: "Bolsa[s]. A la sociedad anónima que tenga por objeto proveer las instalaciones y los demás servicios para que se coticen y se negocien los contratos de futuros u opciones. Cámara[s]. Al fideicomiso que tenga por fin compensar y liquidar contratos de futuros y contratos de opciones, así como actuar como contraparte de cada operación que se celebre en Bolsa."

¹¹⁷ Los Considerandos de las REGLAS [1996] establecen: "...Las bolsas y cámaras de compensación elaboren sus reglamentos internos y manuales operativos con la finalidad de reducir los riesgos a que estén expuestos los participantes en dicho mercado."

A lo largo de las diversas normas emitidas por las autoridades del sistema financiero podemos encontrar que la regulación tiene como finalidad la protección de los inversionistas e integridad del mercado, esto es, un interés público.

- ❖ **Foro interno.** La esfera de aplicación de las funciones de autorregulación de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación es el mercado de derivados. El que formula la norma de autorregulación es el destinatario directo de la misma.

- ❖ **Órganos de Autorregulación.** La Bolsa de Derivados desempeñará sus funciones de autorregulación a través del Consejo de Administración y el Contralor Normativo. El Consejo de Administración podrá crear comités de disciplina, vigilancia y autorregulación.¹¹⁸ Por su parte, la Cámara de Compensación desempeñará sus funciones a través del Comité Técnico o los comités de autorregulación que éste último establezca.¹¹⁹

- ❖ **La autorregulación comprende funciones de normar, supervisar y sancionar.**

4.4. Tipos de Autorregulación

En el marco regulatorio del mercado de derivados, existen normas de origen gubernamental y normas de origen autorregulatorio. Esta distinción es en función del cuerpo regulador gubernamental o privado que emite la norma. Las normas de origen gubernamental fueron analizadas en el capítulo II [Marco regulatorio del mercado de derivados]. Como se ha señalado, las normas de origen gubernamental son de carácter reglamentario, puesto que, su fundamento es el artículo 89, fracción I de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos que asienta la facultad del ejecutivo para “I. Promulgar y ejecutar las leyes que expida el congreso de la unión, proveyendo en la esfera administrativa su exacta observancia.”

Por su parte, las normas de origen autorregulatorio son normas reglamentarias no en el sentido del párrafo anterior, sino, en el sentido de regular el ámbito interno de una entidad en el que el receptor de la norma es el sujeto que formuló la misma. Asimismo,

¹¹⁸ La Disposición Séptima de las DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997] establece: “Séptima. Al Consejo de Administración de las Bolsas le corresponderá: d) Establecer los comités que estime necesarios para el mejor desempeño de las funciones de la Bolsa, de conformidad con lo establecido en el inciso b) de la Quinta de las reglas.”

¹¹⁹ La Disposición Trigésimo Segunda de las DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997] establece “El comité técnico de la Cámara de Compensación que estime necesarios, de conformidad con las políticas y lineamientos establecidos en el contrato de fideicomiso, tendrá las siguientes funciones: g) Establecer los comités que estime necesarios para el mejor desempeño de las funciones de la Cámara de Compensación...”

el reglamento tiene como finalidad regular la operación de la entidad. En este sentido, las normas que emiten los organismos autorregulatorios no recaen sobre terceros, sino recae sobre ellos mismos.

Respecto de la naturaleza de las normas de origen autorregulatorio, estas normas las clasifíco en tres tipos: normas aplicables a los miembros, normas aplicables al mercado y normas que establecen funciones de autorregulación. Dicha clasificación depende del objeto/sujeto que pretende regular la norma. Aunque, también es cierto que dentro de esta clasificación se pueden encontrar normas procedimentales, normas éticas, normas operativas y normas que imponen una sanción.¹²⁰

Cabe mencionar, que las normas de origen autorregulatorio no sólo son aquellas que emiten la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación, también incluye ordenamientos emitidos por otros organismos de autorregulación en materia bursátil. Este es el caso del Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana, que es un ordenamiento expedido por el Consejo de Administración de la Bolsa de Valores que tiene como finalidad promover estándares de conducta en los *participantes* de la Bolsa y Cámara de Compensación. El Código de Ética es el único de los cuerpos normativos de autorregulación que no tiene como origen a la Bolsa de Derivados o Cámara de Compensación. Es preciso apuntar, que el Código de Ética no es vinculante u obligatorio, sino, es un cuerpo recomendatorio que establece una serie de principios tendientes a la sana y correcta competencia.

En resumen, los ordenamientos de autorregulación son: Código de Ética de la Comunidad Mexicana Bursátil; Reglamento interior de la Bolsa de Derivados; Reglamento interior de la Cámara de Compensación; Manual de políticas y procedimientos de la Bolsa de Derivados y, Manual de políticas y procedimientos de la Cámara de Compensación. A continuación, se analiza a cada uno de ellos.

➤ **Código de Ética**

¹²⁰ “I. Normas procedimentales. Disposiciones cuya finalidad es detallar ciertas actividades necesarias y que por su casuismo no se encuentran previstas en la ley; II. Normas de actuación. Tienen por finalidad estandarizar los criterios necesarios para el fomento a las sanas prácticas del mercado y III. Normas relativas a la imposición de sanciones. Reglas que prevén sanciones para el caso de incumplimiento.” Sánchez Quezada, Norma Isabel, Organismos autorregulatorios del mercado de valores, Tesis de Licenciatura, UNAM, Facultad de Derecho, 2009, pp. 92-95.

El Código de Ética fue expedido por el Consejo de Administración de la Bolsa de Valores en 1997, al que se adhirió la Bolsa de Derivados el 18 de agosto de 1998 y, la Cámara de Compensación el 7 de diciembre de 1998. Dicho Código tiene como propósito establecer principios éticos que sean la línea de conducta de las personas que habitualmente realizan actividades en el mercado de derivados. Sin embargo, los principios contenidos en el Código de Ética no son normas obligatorias en cuanto que no existe disposición alguna que sancione su incumplimiento, más bien, se refiere a preceptos de conducta que deberían observar los profesionales al realizar sus actividades.¹²¹ En este sentido, el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española establece que ética significa “recto, conforme a la moral”¹²².

A continuación, enumero los principios establecidos por el Código de Ética de la Comunidad Mexicana Bursátil:

- ✓ Actúa de acuerdo con las disposiciones aplicables y las sanas prácticas de mercado.
- ✓ Actúa con base en una conducta profesional íntegra que permita el desarrollo transparente y ordenado del mercado.
- ✓ Haz prevalecer el interés de tu cliente.
- ✓ Evita los conflictos entre tu interés personal y el de terceros.
- ✓ Proporciona al mercado información veraz, clara, completa y oportuna.
- ✓ Salvaguarda la información confidencial de tus clientes.
- ✓ No uses ni divulgues información privilegiada.
- ✓ Compite en forma leal.

La aplicación del Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana al mercado de derivados no sólo surge de la necesidad de establecer una serie de principios éticos que fortalezcan las sanas actividades en el mercado, sino también, es una obligación de la Bolsa contar con un Código de Ética aplicable al personal de la Cámara de

¹²¹ “Los preceptos morales son autónomos porque tienen su fuente en la voluntad de quienes deben acatarlos. Las normas del derecho son, por el contrario, heterónomas, ya que su origen no está en el albedrío de los particulares, sino en la voluntad de un sujeto diferente.” García Maynez, Eduardo, Introducción al estudio del derecho, Ed. Porrúa, México, 1999, p. 22.

¹²² <http://buscon.rae.es/drael/>.

Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y de la misma Bolsa. Al respecto, las *REGLAS* [1996] señalan:

“NOVENA.- Las Bolsas deberán contar con lo siguiente: ...i) Un código de ética aplicable al personal de la Bolsa, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y, Operadores de mesa.”

Asimismo, el Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana recomienda a la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación formular normas o estándares conforme a los principios del código, establecer sistemas de supervisión y, un órgano disciplinario encargado de sancionar. Esto con la finalidad de contar con un *esquema autorregulatorio integral*.¹²³

La importancia del Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana es considerable, ya que establece principios que promueven las actividades sanas y transparentes del personal de los intermediarios del mercado, propiciando la libre formación de los precios, información transparente y la sana competencia con la finalidad de proteger a los inversionistas y la integridad del mercado.

➤ **Reglamento interior de la Bolsa de Derivados**

Como mencione anteriormente, el reglamento es un conjunto de normas que rigen el funcionamiento, procedimientos, estructura y funciones de los órganos de una corporación. En este sentido, el agente interno que crea la norma es quién debe cumplir dicha disposición.

El reglamento interior de la Bolsa de Derivados publicado en enero de 1999 es el cuerpo normativo expedido por la Bolsa de Derivados que rige la conducta de los participantes, actividades en el mercado y funcionamiento de la Bolsa de Derivados. Este ordenamiento ha sido modificado en fecha 30 de marzo de 2001, 14 de septiembre de 2001, 8 de noviembre de 2002, 11 de julio de 2003, 15 de marzo de 2004, 11 de mayo de 2005, 14 de marzo de 2006, 28 de septiembre de 2006, 29 de noviembre de

¹²³ El Objetivo del Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana establece: “Para elevar la calidad y competitividad del mercado bursátil mexicano, es necesario complementar el marco regulatorio vigente con un esquema autorregulatorio integral a través del cual se norme, supervise y sancione la conducta de sus participantes.”

2006, 1 de agosto de 2007, 25 de septiembre de 2007, 3 de octubre de 2007, 24 de agosto de 2009, 6 de mayo de 2010, 13 de octubre de 2010 y la última modificación fue publicada el 2 de diciembre de 2010. Jerárquicamente, es el ordenamiento normativo superior del mercado de derivados, puesto que, es aplicable a la Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y auditores externos. El punto 6038 del Reglamento interior de la Bolsa de Derivados establece que inclusive la Cámara de Compensación estará obligada a cumplir las disposiciones de este ordenamiento.

“La Bolsa y la Cámara de Compensación deberán celebrar un contrato en el que se regulen las relaciones entre ambas instituciones, debiendo pactarse expresamente la obligación de la segunda de sujetarse, en todo lo que le sea aplicable, al Reglamento y al Manual Operativo, particularmente por lo que se refiere a la información que deba entregar a la Bolsa en su carácter de entidad vigilante de la Cámara de Compensación.”

No obstante, la subordinación al Reglamento interior de la Bolsa de Derivados no está determinada por una ley. En el caso de la Cámara de Compensación, esta se adhiere al reglamento a través de un contrato. Por su parte, los Socios Liquidadores y Operadores se adhieren al momento que son autorizados con tal carácter.

El Reglamento interior de la Bolsa de Derivados está conformado principalmente por normas de admisión, estándares mínimos, normas comerciales o de negociación y normas operativas. Sin embargo, las características mínimas que debe cumplir este ordenamiento de origen autorregulatorio son determinadas por los ordenamientos emitidos por las autoridades del sistema financiero. El reglamento en términos generales regula los siguientes segmentos:

Normas aplicables a los miembros

- ✓ Requisitos de admisión que deben cubrir los fideicomisos y sociedades que deseen constituir a un Socio Liquidador u Operador.
- ✓ Procedimientos de admisión aplicables a Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Certificación del personal.
- ✓ Derechos y Obligaciones de los Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Responsabilidad de los Socios Liquidadores y Operadores.

- ✓ Estándares mínimos de conducta, operativos, administración de riesgos, información y conflictos de interés.

Normas aplicables al mercado

- ✓ Términos y condiciones de celebración de las negociaciones.
- ✓ Procedimiento para listar contratos.
- ✓ Concertación electrónica de operaciones.
- ✓ Sistemas electrónicos de negociación, registro y recepción y, transferencia de las operaciones de contratos realizadas en la bolsa.
- ✓ Tipos de operaciones que se realizan en el sistema electrónico.
- ✓ Uso y difusión de información.

Normas que establecen funciones de autorregulación

- ✓ Medidas disciplinarias: Penas económicas, suspensiones, revocaciones y exclusiones.
- ✓ Procedimiento para la integración de casos.
- ✓ Recursos que proceden contra las medidas disciplinarias.
- ✓ Medidas precautorias y declaración de situaciones de emergencia.
- ✓ Mecanismos de vigilancia: seguimiento de operaciones en los sistemas electrónicos, auditorías, requerimientos de información u otros.
- ✓ Situaciones extraordinarias.
- ✓ Solución de controversias. Conciliación y arbitraje.

➤ **Reglamento interior de la Cámara de Compensación**

El Reglamento Interior de la Cámara de Compensación [1997] establece los lineamientos y especificaciones a las que deben sujetarse en la liquidación y compensación de contratos de derivados principalmente los Socios Liquidadores, los Operadores, la Cámara de Compensación, y en lo conducente los auditores externos. La última modificación realizada al reglamento interior de la Cámara de Compensación fue publicada el 11 de mayo de 2011.

Asimismo, el Reglamento está conformado en gran medida de mecanismos que aseguran la liquidez de los Socios Liquidadores y Operadores [capital mínimo de operación, red de seguridad, etc.] y, la Cámara de Compensación [capital mínimo, red de seguridad, fondos de aportaciones y compensación]. Para revisar la liquidez y el cumplimiento del reglamento interior este ordenamiento establece el seguimiento de operaciones en los sistemas de compensación y liquidación, auditorías, requerimientos de información legal, financiera o contable y, la evaluación de riesgos, con estos procedimientos de supervisión se busca revisar que los Socios Liquidadores y Operadores cumplan con la normatividad aplicable.

En este sentido, considero que la supervisión de la compensación y liquidación de contratos a tiempo de mercado realizada por la Cámara de Compensación resulta de importancia mayúscula. Esto es, la Cámara de Compensación segmenta los riesgos y resuelve situaciones peligrosas a través de mecanismos como: fondo de aportaciones y compensación; red de seguridad o liquidación del patrimonio de los Socios Liquidadores, Operadores y Cámara de Compensación. El Reglamento de la Cámara de Compensación está conformado de las siguientes normas:

Normas aplicables a los miembros

- ✓ Requisitos y procedimientos de admisión de fideicomitentes y Socios Liquidadores.
- ✓ Requisitos y procedimientos de admisión de operadores administradores de cuentas globales.
- ✓ Certificación del personal por parte de la Bolsa.
- ✓ Derechos y obligaciones de los Socios Liquidadores y Operadores administradores de cuentas globales.
- ✓ Obligaciones de la Cámara de Compensación.
- ✓ Patrimonio mínimo y capital mínimo de la Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Integración del patrimonio mínimo de la Cámara de Compensación y Socios Liquidadores y capital mínimo de los Operadores administradores de cuentas globales.

Normas aplicables al mercado

- ✓ Registro y compensación de operaciones.
- ✓ Registro de cuentas y subcuentas dependiendo el tipo de Socio Liquidador.
- ✓ Transferencia de contratos abiertos.
- ✓ Condiciones generales de contratación.
- ✓ Integración del patrimonio mínimo de la Cámara de Compensación.
- ✓ Fondo de Aportaciones. Integración del fondo de aportaciones; aportaciones en valores.
- ✓ Fondo de Compensación. Integración del fondo de compensación.
- ✓ Liquidación de operaciones.
- ✓ Disposiciones Finales. Uso y difusión de la información; responsabilidades de la Cámara de Compensación y Socios Liquidadores; tarifa de servicios; retiro voluntario o exclusión de un Socio Liquidador.

Normas que establecen funciones de autorregulación

- ✓ Medidas preventivas y declaración de situaciones de emergencia.
- ✓ Red de seguridad y comisionados de ejecución. Red de seguridad de operadores que administran cuentas globales; red de seguridad de Socios Liquidadores que administren cuentas globales; red de seguridad de los Socios Liquidadores; red de seguridad de la Cámara de Compensación; intervención a Socios Liquidadores y Operadores que administren cuentas globales; comisionados de ejecución.
- ✓ Mecanismos de supervisión: seguimiento de operaciones en los sistemas de compensación y liquidación, auditorías, información legal, financiera o contable; obligaciones de la Cámara de Compensación; evaluación de riesgos.
- ✓ Medidas disciplinarias: amonestaciones, penas económicas, exclusiones y revocaciones.
- ✓ Recurso contra las medidas disciplinarias.
- ✓ Procedimiento disciplinario.
- ✓ Solución de controversias. Conciliación y arbitraje.

➤ **Manual de políticas y procedimientos de la Bolsa de Derivados**

Para el Diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, manual significa “Libro en el que se compendia lo más sustancial de una materia”¹²⁴. Del significado anterior, se desprende que es un material impreso de importancia considerable. En términos generales, “manual” significa una guía que contiene una descripción pormenorizada de las actividades de una entidad administrativa. Es así, que el manual de políticas y procedimientos es una guía que precisa la organización, actividades, operación y sistemas tecnológicos de una corporación.

Sin embargo, la crítica puede surgir al cuestionar si el Manual de políticas y procedimientos de la Bolsa de Derivados es un ordenamiento normativo de origen autorregulatorio. En este sentido, es preciso señalar que el incumplimiento de una disposición del Manual genera la imposición de una sanción. Esto es, el Manual establece obligaciones y no recomendaciones.

El manual de políticas y procedimientos de la Bolsa de Derivados es un compendio que especifica los requisitos de admisión, procedimientos, operación y sistemas tecnológicos a los que deberán sujetarse la Bolsa, Socios Liquidadores, Operadores y Cámara de Compensación. Este ordenamiento está conformado por las siguientes normas:

Normas aplicables a los miembros

- ✓ Requisitos de aprobación de los Socios Liquidadores y Operadores: Plan general de funcionamiento y, Manual de políticas, procedimientos y control de riesgos.
- ✓ Documentación que deben entregar los interesados en participar como Socios Liquidadores u Operadores.
- ✓ Certificación y acreditación del personal.
- ✓ Procedimientos para acreditar la capacidad técnica del personal de Socios Liquidadores y Operadores.
- ✓ Obligaciones administrativas y requerimientos de información.
- ✓ Documentación que deben entregar periódicamente los Socios Liquidadores y Operadores a la Cámara de Compensación.

¹²⁴<http://buscon.rae.es/drael/>

- ✓ Suspensión Preventiva. Procedimiento de suspensión de operadores a solicitud de la Cámara de Compensación o Socios Liquidadores.

Normas aplicables al mercado

- ✓ Características y Acceso al Sistema Electrónico de Negociación.
- ✓ Procedimientos de acceso al Sistema Electrónico de Negociación.
- ✓ Recepción de instrucciones de operación vía telefónica.
- ✓ Ingreso, modificación y cancelación de posturas, así como las distintas operaciones.
- ✓ Recepción de Órdenes y Asignación de Operaciones.
- ✓ Características del sistema que permite registrar y tramitar las órdenes de los clientes y, asignar las operaciones pactadas en bolsa.
- ✓ Identificadores de Orden, Ejecución, Asignación y Corrección de operaciones.
- ✓ Conflicto de interés

➤ **Manual de políticas y procedimientos de la Cámara de Compensación**

El Manual de políticas y procedimientos de la Cámara de Compensación especifica o detalla lo establecido en el Reglamento interior de la Cámara de Compensación. Este ordenamiento normativo de origen autorregulatorio precisa la organización, operación, procedimientos y sistemas tecnológicos a las que deberán ajustarse las funciones de la Cámara de Compensación, los Socios Liquidadores y los Operadores que administren cuentas globales. A continuación, se mencionan las normas que conforman a este cuerpo normativo:

Normas aplicables a los miembros

- ✓ Requisitos de aprobación de los Socios Liquidadores y Operadores: Plan general de funcionamiento; Manual de políticas, procedimientos y control de riesgos; sistemas de administración de cuentas.
- ✓ Acreditación del personal de Socios Liquidadores y de los Operadores administradores de cuentas globales.

Normas aplicables al mercado

- ✓ Condiciones generales de contratación.
- ✓ Recepción de órdenes y asignación de operaciones.
- ✓ Procedimiento de alta de series.
- ✓ Posiciones límites y posiciones de cobertura.
- ✓ Registro y Compensación de operaciones.
- ✓ Corrección de errores.
- ✓ Liquidación de operaciones.
- ✓ Fondo de aportaciones.
- ✓ Administración de aportaciones de valores.
- ✓ Metodología para el cálculo de las aportaciones iniciales mínimas.
- ✓ Fondo de compensación.
- ✓ Información. Disposiciones generales, reportes del sistema de compensación y liquidación.
- ✓ Procedimientos de transferencia de posiciones.
- ✓ Cuotas o comisiones.

4.5. Organismos autorregulatorios

La autorregulación del mercado de derivados en México, es ejercida por la sociedad y fideicomiso autorizados para actuar como Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación respectivamente, a los cuáles las autoridades del sistema financiero delegaron por medio de normas reglamentarias las funciones de normar, supervisar y sancionar en sus respectivos ámbitos de competencia.

4.5.1. Bolsa de Derivados

En el capítulo I “Integrantes” señalé que la Bolsa de Derivados es una sociedad anónima autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, cuya finalidad básica es proveer las instalaciones, mecanismos y procedimientos adecuados para

celebrar contratos en términos de las reglas.¹²⁵ Esto es, la función primaria de la Bolsa de Derivados es comercial, porque, facilita los mecanismos para que los clientes negocien los contratos de derivados.

No obstante las autoridades del sistema financiero asignaron a la Bolsa de Derivados la regulación del mercado en el ámbito de su competencia. Esto es, las autoridades del sistema financiero mexicano facultaron a la Bolsa de Derivados para autorregular el mercado de derivados, debido a los riesgos originados por fluctuaciones prolongadas de los bienes o activos que son referencia de los contratos y a la necesidad de regular prontamente las situaciones que pueden poner en peligro a los inversionistas e integridad del mercado.¹²⁶

La Bolsa de Derivados desempeña las funciones de autorregulación a través del Consejo de Administración y el contralor normativo. El Consejo de Administración puede crear comités enfocados a normar, supervisar y sancionar.

En el ejercicio de las funciones de autorregulación, la Bolsa podrá formular normas, supervisar el cumplimiento de la normatividad aplicable e imponer medidas disciplinarias por las violaciones a las mismas. Las facultades de autorregulación no son absolutas, puesto que, las autoridades del sistema financiero supervisan la actividad de los organismos autorregulatorios.

4.5.1.1. Funciones autorregulatorias

Como se ha mencionado, corresponde a la Bolsa de Derivados autorregular el mercado y a sus miembros. En este sentido, “autorregular” [ver tema 4.2 “concepto de autorregulación”] significa que la Bolsa debe formular normas aplicables al mercado y miembros, supervisar través de procedimientos de vigilancia y, sancionar el incumplimiento de la normatividad.

¹²⁵ La Regla Quinta de las REGLAS [1996] establece: “QUINTA. Las Bolsas que hayan recibido la autorización a que se refiere la regla tercera, tendrán las siguientes obligaciones: a) Proveer las instalaciones, mecanismos y procedimientos adecuados para celebrar contratos de futuros u opciones.”

¹²⁶ Punto 1003.00, Reglamento Interior de la Bolsa de Derivados.

➤ Normar¹²⁷

De acuerdo a la Disposición Cuarta, de las *DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL* [1997] corresponde a la Bolsa de Derivados expedir normas a las que deben sujetarse en sus actividades los Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación y la misma Bolsa, así como el personal de éstos.

A través de la facultad de normar, la Bolsa de Derivados puede emitir normas prontamente respecto de situaciones que pueden poner en peligro a los inversionistas y la integridad del mercado. Es así, que la Bolsa de Derivados puede emitir normas que regulen a los miembros y al mercado. Respecto de las normas que regulen a los miembros, éstas pueden ser: requisitos y procedimientos de admisión de Socios Liquidadores u Operadores; patrimonio o capital de Socios Liquidadores u Operadores; entre otras. Respecto de las normas que regulen al mercado, éstas pueden ser: los sistemas electrónicos de negociación u operativos; términos y condiciones de los contratos; estándares de conducta; administración de riesgo; procedimientos de sanción o supervisión, entre otras.

De esta forma, la Cámara de Compensación ha emitido dos cuerpos normativos: el Reglamento Interior y el Manual de políticas y funcionamiento. El contenido de estos cuerpos normativos se analizó en el tema 4.4 “Tipos de autorregulación” de este capítulo.

➤ Supervisar¹²⁸

¹²⁷ La Disposición cuarta de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] establece: “Las Bolsas en la consecución de su objeto y a fin de promover la competitividad del Mercado y la formación de precios, emitirán normas a las que deberán sujetarse los Socios Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación, Operadores de Piso y demás personas cuando realicen actividades previstas en las REGLAS o en las DISPOSICIONES, e implementarán procedimientos para salvaguardar los derechos de los clientes.”

¹²⁸ La Disposición Decimosegunda de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] establece que: “Las Bolsas vigilarán las actividades de los Socios Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación y Clientes.

Asimismo, las Bolsas vigilarán a través de la información que le sea entregada por las Cámaras de Compensación, la liquidación y compensación de los Contratos de Futuros y Opciones.

Las Bolsas a fin de llevar a cabo la vigilancia de las actividades de los Socios Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación y Clientes, deberán elaborar conforme a los lineamientos a que se refiere el inciso m) de la disposición anterior, a través de un Comité, un programa de acción continuo y sistemático con el propósito de que se observen debidamente las REGLAS, DISPOSICIONES y las normas de autorregulación que emitan.

Para efectos de lo señalado en el párrafo anterior, deberá considerarse la revisión permanente de las operaciones concertadas a través de los sistemas operativos de negociación, la observación de las áreas donde se realizan las operaciones, la auditoría de registros y sistemas y el análisis de la información de los Socios Operadores, Socios Liquidadores, Cámaras de Compensación y Clientes.”

Corresponde a la Bolsa de Futuros u Opciones monitorear las actividades de la Cámara de Compensación, Socios Liquidadores, Operadores y Clientes. Asimismo, corresponde a la Bolsa vigilar que los integrantes cumplan la normatividad, los usos bursátiles y las sanas prácticas del mercado.¹²⁹ La supervisión es sistemática y continúa, revisa que la actividad de los integrantes se apegue a los lineamientos exigidos. La Bolsa realiza la función de supervisar por medio de:

- ❖ **Seguimiento de operaciones en los sistemas de negociación.** Registra y monitorea las transacciones; evalúa riesgos y observa las operaciones que se lleven a cabo en el Sistema Electrónico de Negociación. Sin embargo, la crítica respecto a este mecanismo importante de supervisión, es que no existe expresamente un órgano de autorregulación que se encargue de supervisar la negociación en tiempo real.
- ❖ **Auditorías.** Revisa, examina y verifica contratos, manuales, registros y sistemas operativos y contables.
- ❖ **Requerimientos de información.** Solicita documentos relacionados con las actividades de los integrantes en materia legal, financiera y contable.
- ❖ **Cualquier otro medio que designe el consejo de administración.**

¹²⁹ Canela Valle, Diana, Op. Cit., pp.43-44. La profesora Canela Valle clasifica la supervisión del mercado en tres ámbitos:

“1. Hacia los miembros

Certificación y autorización de promotores, Operadores, responsables de operación, de control, de administración de riesgos y de administración de cuentas.

Verificación de entrega de información y operación.

- Aprobación de manuales y procedimientos internos.
- Evaluación de cumplimiento de reglas de capital.
- Práctica de auditorías para verificar el cumplimiento de la normatividad, así como de los manuales y procedimientos internos, y para investigar las violaciones al Reglamento Interior respecto de las cuales se requiera información adicional del intermediario para poder analizar el alcance de una violación.

2. Hacia la operación

- Cumplimiento de las reglas de operación y de conducta en el piso de remates.
- Supervisión de la operación del mercado en tiempo real.

3. Hacia el mercado

- Determinar los sistemas de negociación, las mecánicas operativas y los horarios de operación.
- Aprobar el desarrollo de nuevos instrumentos y condiciones generales de contratación.
- Aprobar estrategias para el desarrollo y promoción del mercado.
- Determinar los sistemas de liquidación y compensación.
- Determinar el horario de liquidación.
- Aprobar las condiciones generales de contratación del servicio de liquidación y compensación.
- Aprobar estrategias para el desarrollo y promoción.”

En suma, la Bolsa verifica el estricto cumplimiento de las normas que emite y de la normatividad aplicable al mercado de derivados, con el objeto de prevenir fallos de integrantes y en su caso, punir los actos u omisiones que pongan en peligro la integridad del mercado e intereses de los inversionistas.

➤ **Disciplinar**¹³⁰

Sancionar actos u omisiones contrarios a la normatividad aplicable al mercado. Las medidas disciplinarias consistirán en amonestaciones, penas económicas, suspensiones, revocaciones y exclusiones.¹³¹ Dichas medidas se hacen extensivas al personal de los integrantes, en cuyo caso, la imputación recaerá en la Cámara de Compensación, Socio Liquidador u Operador. De esta forma, corresponde al Comité Disciplinario y Arbitral o al Director General imponer las sanciones procedentes en términos del Reglamento Interno de la Bolsa.

No obstante, los cuestionamientos a la función disciplinaria de la Bolsa de Derivados surgen a partir de que se señala que la función coercitiva es exclusiva del poder judicial. En este sentido, puedo afirmar que la función disciplinaria no se contrapone en ningún momento con la función del poder judicial, ya que ésta se realiza en un ámbito interno y sólo comprende sanciones administrativas y sobretodo, porque las sanciones que impone la Bolsa de Derivados no elimina la posibilidad de la función judicial.

Para la determinación de las sanciones, la Bolsa de Derivados podrá integrar en cualquier momento un procedimiento por la violación de la normatividad aplicable, cuando sea competencia del Subcomité Disciplinario y Arbitral, previa investigación.¹³² El Responsable del Proceso será nombrado por el Director; la Bolsa a través del Contralor Normativo presentará la denuncia ante el Responsable del Proceso. Con la denuncia

¹³⁰ Disposición Decimotercera, DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997].

¹³¹ Punto 7001.00, Reglamento Interior de la Bolsa de Derivados.

¹³² El punto 1131.00 del Reglamento Interior de la Bolsa de Derivados establece que: "La integración de un caso consiste en la apertura que incluye de forma relacionada todas las pruebas, documentación y demás información recabada durante la investigación previa.

La investigación y, en su caso, la integración de un caso podrá iniciar por cualquiera de las siguientes formas:

- I. De oficio. Cuando la Cámara detecte cualquier hecho presuntamente violatorio y el Contralor Normativo cuente con los elementos suficientes derivados de cualquier investigación o auditoría.
- II. A petición de parte. Cuando cualquier persona denuncie ante la Cámara de Compensación uno o más hechos presuntamente violatorios y el Contralor Normativo cuente con los elementos suficientes derivados de la investigación que sobre el particular se haya realizado."

presentada, el Responsable del Proceso evaluará la procedencia de la denuncia, y en caso de que ésta proceda, emplazará a las partes denunciadas para que contesten en un plazo de 10 días hábiles. El Responsable del Proceso conformará el Panel Disciplinario, que procederá al estudio del caso.¹³³ Concluida la etapa de estudio del caso, se abrirá a etapa resolutoria. La resolución que ponga fin al procedimiento, deberá: estar fundada y motivada, contener la medida aplicable; gastos y costas. La parte contra la que recayó la resolución definitiva, podrá interponer recurso de revisión en un plazo de 10 días hábiles ante el Subcomité.

4.5.1.2. Órganos de Autorregulación

La Bolsa de Derivados ejerce sus funciones de autorregulación a través de órganos. De esta forma, los órganos con funciones de autorregulación son: el Consejo de Administración que es el órgano decisorio y, el contralor normativo que es el encargado de supervisar que los integrantes del mercado cumplan con la normatividad. Adicionalmente, el Consejo de Administración podrá crear comités que auxilien en la función de autorregulación.¹³⁴ A continuación, se enumeran las funciones que desempeñan el Consejo de Admisión, el Contralor Normativo y los comités.

➤ **Consejo de Administración.**¹³⁵ El Consejo de Administración está conformado por representantes de los Socios de la Bolsa y miembros independientes. Ambos cuentan con una representación del 50%.¹³⁶ Las funciones de autorregulación asignadas al Consejo de Administración son:

- ✓ Expedir el reglamento interior de la Bolsa.
- ✓ Ordenar auditorías a Socios Operadores, Socios Liquidadores y Cámara de Compensación.

¹³³ Punto 7068.00, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

¹³⁴ La Regla Quinta de las REGLAS [1996] establece: "QUINTA.- Las Bolsas que hayan recibido la autorización a que se refiere la regla tercera, tendrán las siguientes obligaciones:

...b) Crear los comités necesarios para atender, al menos, los asuntos relativos a la Cámara de Compensación, finanzas, admisión, contencioso y disciplina, ética, autorregulación y conciliación y arbitraje.

¹³⁵ La Disposición Séptima, de las DISPOSICIONES establece "SÉPTIMA.- Al consejo de administración de las bolsas le corresponderá:

...f) Expedir el reglamento interior de la bolsa;

g) Ordenar auditorías a los Operadores, Socios Liquidadores y Cámara de Compensación;

h) Imponer sanciones por infracciones a las normas que emita la bolsa."

¹³⁶ Disposición Quinta, DISPOSICIONES DE CARACTERPRUDENCIAL [1997].

- ✓ Imponer sanciones por infracciones a las normas que emita la Bolsa.
- **Contralor Normativo**, persona nombrada por la Asamblea de Accionistas y aprobada por la Junta de Gobierno de la CNBV. La Bolsa a través del Contralor Normativo supervisa y vigila que los integrantes cumplan con la normatividad aplicable; ésta supervisión es extensiva a clientes, personal, directivos, consejeros e integrantes de los Comités.¹³⁷ El Contralor Normativo tiene las siguientes funciones:
 - ✓ Vigilar que los integrantes cumplan con la normatividad aplicable.
 - ✓ Presentar análisis por escrito de informes de comisarios y dictámenes de auditores externos, al Consejo.
 - ✓ Proponer al Consejo modificaciones a las normas de autorregulación que emita la Bolsa.
 - ✓ Informar a la CNBV mensualmente del cumplimiento de las obligaciones a su cargo, o inmediatamente, en la hipótesis de irregularidades en el mercado de las que tenga conocimiento.
 - ✓ Asistir a las sesiones de Consejo participando con voz pero sin voto.
 - ✓ Investigar el incumplimiento de la normatividad.
- **Órganos de autorregulación.** Los órganos de autorregulación, son órganos colegiados que auxilian en las funciones de autorregulación al Consejo de Administración. **Comité de Auditoría.** El comité de auditoría es el órgano colegiado encargado de aprobar a los auditores externos que realizarán las auditorías a los Socios Liquidadores, Operadores y la Cámara de Compensación. Asimismo, este comité determina los criterios que deben considerar los auditores externos en la realización de auditorías.¹³⁸ **Comité Disciplinario.** El comité disciplinario se encarga de la imposición de sanciones: amonestaciones, exclusiones, penas económicas y revocaciones.¹³⁹ El director general de la Bolsa de Derivados también puede imponer penas económicas o amonestaciones. De igual forma, corresponde al comité disciplinario integrar al panel que tendrá por objeto estudiar el caso. **Comité Normativo y de Ética.** El Reglamento interior de

¹³⁷ Punto 6000.00, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

¹³⁸ Punto 6010, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

¹³⁹ Punto 7000, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

la Bolsa de Derivados se limita a señalar que es el órgano colegiado de la Bolsa encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades normativas y en materia de ética de los participantes en la bolsa.¹⁴⁰ No obstante, no existe disposición alguna que señale como está conformado ni el proceso para crear las normas autorregulatorias.

En este punto es preciso señalar que, las posibles críticas que se podría hacer al esquema de autorregulación, radica en los órganos que desempeñan las funciones de autorregulación: Consejo de Administración y Contralor Normativo.

Primeramente, el Consejo de Administración de la Bolsa de Derivados desempeña funciones comerciales y de autorregulación.¹⁴¹ Esto puede generar un conflicto de interés, ya que los intereses comerciales de los participantes pueden obstaculizar la autorregulación de la Bolsa y, la no consecución de sus objetivos. Los conflictos de interés en el Consejo de Administración pueden ser causados por la motivación de los Socios de obtener ganancias mayores.

No obstante, para aminorar el conflicto de interés, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en las *DISPOSICIONES DE CARACTER PRUDENCIAL* [1997] procuró que en la integración del Consejo de Administración existiera un equilibrio de intereses, con lo que, los Socios de la Bolsa tienen igual representación que los miembros independientes.¹⁴² Con esto reduce, el posible conflicto de interés que se pudiera suscitar si solo existieran intereses comerciales. Otro aspecto que reduce el conflicto de interés, es la facultad del Consejo de Administración para crear comités a los que delegue las funciones de autorregulación, sanción y supervisión.

Por lo que se refiere al Contralor Normativo, la posible crítica se centra en que cargar la responsabilidad de supervisar el cumplimiento de la normatividad de mercado en una sola persona puede resultar riesgoso. Además, parte considerable de la supervisión radica en revisar las negociaciones a través de los sistemas electrónicos y la evaluación

¹⁴⁰ Punto 1001, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

¹⁴¹ Regla Séptima, REGLAS [1996].

¹⁴² La Disposición Quinta de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] establece: "QUINTA.- Los estatutos sociales de las Bolsas deberán establecer, entre otras, cláusulas relativas a:

...b) La integración del Consejo de Administración en la que se prevea:

i) Que el número de integrantes que representen a los Socios de la Bolsa, no rebase el 50% de los consejeros designados, debiendo recaer los demás nombramientos en Miembros Independientes."

de riesgos, lo que resulta un impedimento para el Contralor Normativo en función de que éste es un especialista en materia jurídica y no en la financiera o contable.

Para evitar que los riesgos ocasionen daños a los inversionistas e integridad del mercado, se debe procurar que los órganos que desempeñan las funciones de autorregulación sean cuerpos colegiados e independientes de la estructura comercial.

4.5.2. Cámara de Compensación

La Cámara de compensación es el fideicomiso de administración y pago autorizado por la Bolsa de Derivados y Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con el objeto de compensar y liquidar contratos y en su caso, actuar como contraparte de las operaciones efectuadas. Su función primaria es compensar y liquidar contratos de futuros u opciones, es decir, la función comercial.

No obstante, las autoridades del sistema financiero facultaron a la Cámara de Compensación para normar, supervisar y sancionar la actividad y conducta de Socios Liquidadores, Operadores, Auditores Externos y de la misma Cámara. A través de las funciones de autorregulación, la Cámara de Compensación protege la viabilidad del mercado e intereses de inversionistas, ya que verifica la liquidez de los participantes y el estricto cumplimiento de la normatividad aplicable.

4.5.2.1. Funciones autorregulatorias

La Cámara de Compensación desempeña las funciones de normar, supervisar y disciplinar, con fundamento en las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997] emitidas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

➤ Normar¹⁴³

¹⁴³ La Regla Trigésima de las REGLAS [1996] establece que: "Las Cámaras de Compensación dictarán normas que habrán de observar los Socios Liquidadores en la Liquidación de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones...". Por su parte, la Disposición Trigésima de las DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL establece: "Las Cámaras de Compensación dictarán normas que habrán de observar los Socios Liquidadores en la liquidación de los Contratos de Futuros y Opciones...".

Emitir normas aplicables a Socios Liquidadores, Operadores, Auditores Externos y a la misma Cámara de Compensación, respecto de actividades que realicen en la negociación de contratos en Bolsa. Esta función permite a la Cámara de Compensación subsanar o modificar la normatividad con el objeto de hacer frente a una situación que ponga en peligro la liquidez de los integrantes y la correcta administración de riesgos. En uso de la facultad de normar, la Cámara de Compensación ha emitido: Reglamento Interior y Manual de políticas y procedimientos.

➤ **Supervisión**¹⁴⁴

Verificar que los Socios Liquidadores, Operadores de cuentas globales y la misma Cámara de Compensación, así como, el personal de éstos cumplan con el Reglamento Interior de la Cámara de Compensación, el Manual de políticas y procedimientos y la normatividad aplicable. La Cámara de Compensación vigila a los integrantes sujetos a su supervisión por medio de:

- ✓ Seguimiento de los sistemas de compensación y liquidación. Monitorear el registro de operaciones y contratos abiertos.
- ✓ Auditorías a Socios Liquidadores y Operadores que administren cuentas globales. Examinar que los Socios Liquidadores y Operadores cumplan sus obligaciones en términos del reglamento y manual operativo, respecto de los contratos, manuales, registros y sistemas operativos y contables. Está facultad puede realizarse en cualquier momento.
- ✓ Requerimientos de información. Solicitud de documentos que permitan verificar el cumplimiento de la normatividad aplicable. Se podrá requerir información operativa, financiera, contable y legal, en los términos de las *DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL* [1997].
- ✓ Evaluación de riesgos y escenarios extremos. Evaluar riesgos en cuentas propias y en las posiciones de los clientes seleccionados.
- ✓ Vigilancia de las posiciones límites. Para que los Socios Liquidadores, Clientes y Operadores de cuentas globales no rebasen los límites de las posiciones y en

¹⁴⁴ La Disposición CUARTA de las DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997] asienta que: "...vigilarán que en las operaciones concertadas se cumplan debida y eficazmente los términos y condiciones pactados, e implementarán mecanismos y sistemas que procuren eliminar el riesgo de incumplimiento a fin de otorgarle seguridad y confianza al Mercado."

caso de que sea así, proceder a cerrar los contratos abiertos que rebasen dicho límite.

- ✓ Determinar los descuentos aplicables a los títulos aceptados como AIM's.
- ✓ Cualquier otro sistema o medio que determine el Comité Técnico.

La Cámara de Compensación se encuentra sujeta a la supervisión de la Bolsa de Derivados. Esto significa que, la Bolsa de Derivados supervisará el cumplimiento efectivo de las funciones de la Cámara.

➤ **Disciplinaria**

Sancionar actos u omisiones que violen el reglamento, manual y la normatividad aplicable. Las medidas disciplinarias que impondrá el Comité Técnico a través del Director General o Subcomité de Disciplina y Arbitral consisten en amonestaciones, penas económicas, suspensiones y exclusiones.

La Cámara de Compensación podrá integrar en cualquier momento un procedimiento por la violación de la normatividad aplicable, previa investigación del Contralor Normativo.¹⁴⁵ El Responsable del Proceso será nombrado por el Director; la Cámara a través del Contralor Normativo presentará la denuncia ante el Responsable del Proceso. Con la denuncia presentada, el Responsable del Proceso evaluará la procedencia de la denuncia, y en caso de que ésta proceda, emplazará a las partes denunciadas para que contesten en un plazo de 10 días hábiles. El Responsable del Proceso conformará el Panel Disciplinario, que procederá al estudio del caso.¹⁴⁶ Concluida la etapa de estudio del caso, se abrirá a etapa resolutoria. La resolución que ponga fin al procedimiento, debe: estar fundada y motivada, contener la medida aplicable; gastos y costas. La parte contra la que recayó la resolución definitiva, podrá interponer recurso de revisión en un plazo de 10 días hábiles ante el Subcomité.

¹⁴⁵ El punto 1131.00 del Reglamento Interior de la Cámara de Compensación establece que: "La integración de un caso consiste en la apertura que incluye de forma relacionada todas las pruebas, documentación y demás información recabada durante la investigación previa.

La investigación y, en su caso, la integración de un caso podrá iniciar por cualquiera de las siguientes formas:

- III. De oficio. Cuando la Cámara detecte cualquier hecho presuntamente violatorio y el Contralor Normativo cuente con los elementos suficientes derivados de cualquier investigación o auditoría.
- IV. A petición de parte. Cuando cualquier persona denuncie ante la Cámara de Compensación uno o más hechos presuntamente violatorios y el Contralor Normativo cuente con los elementos suficientes derivados de la investigación que sobre el particular se haya realizado."

¹⁴⁶ Punto 7068.00, Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.

4.5.2.2 Órganos de Autorregulación

- **Comité Técnico.** Las funciones de autorregulación son ejercidas por el Comité Técnico. El comité técnico estará conformado por consejeros de la Bolsa de Derivados, Socios Liquidadores y miembros independientes.¹⁴⁷ En el Comité Técnico recae el ejercicio de normar, supervisar y sancionar. La Disposición Trigésima Segunda de las *DISPOSICIONES DE CÁRACTER PRUDENCIAL* [1997] señala que las funciones asignadas al Comité Técnico son:
 - ✓ Expedir el reglamento interior de la Cámara de Compensación.
 - ✓ Supervisar las actividades de los Socios Liquidadores y Operadores.
 - ✓ Imponer sanciones por infracciones a las normas que emita la Cámara de Compensación.

- **Comités de autorregulación.** El Comité Técnico estará facultado para crear comités que apoyen en el ejercicio de determinada función. En el caso particular de la autorregulación, el Comité Técnico debe contar con subcomités de autorregulación y, disciplina y ética. **Subcomité disciplinario y arbitral.** Es el órgano colegiado encargado de imponer amonestaciones, penas económicas, exclusiones y revocaciones a los participantes por el incumplimiento de la normatividad aplicable.¹⁴⁸ El director general de la Cámara de Compensación puede imponer amonestaciones y penas económicas. Asimismo, el Subcomité disciplinario y arbitral debe integrar el panel disciplinario encargado de resolver un caso. **Subcomité de auditoría.** Es el órgano colegiado encargado de aprobar a los auditores externos y los criterios que deben emplear en la realización de una auditoría.¹⁴⁹

¹⁴⁷ Disposición Trigésima primera, DISPOSICIONES DE CARÁCTER PRUDENCIAL [1997].

¹⁴⁸ Punto 1100, Reglamento interior de la Cámara de Compensación.

¹⁴⁹ Punto 1008, Reglamento interior de la Cámara de Compensación.

PROPUESTA

PRIMERA. La funcionalidad de los organismos autorregulatorios depende de la debida integración e independencia de los órganos colegiados en el ejercicio de sus funciones. No obstante, en los reglamentos de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación, los comités disciplinarios y auditoría no son órganos colegiados ni se encargan de la totalidad del procedimiento de sanción y supervisión respectivamente, puesto que, únicamente integran los paneles encargados del estudio del caso o designan a los auditores externos, ratifican la resolución de los paneles o auditores y en ocasiones, la función que desempeñan es invadida por otros órganos. Estas cuestiones relativizan la independencia de los comités e incrementan un posible conflicto de interés.

Con la finalidad de que los comités de disciplina y auditoría desempeñen sus funciones colegiadamente, propongo eliminar los paneles o auditores en que dichos órganos delegan su función y establecer que cada comité debe ejercer exclusivamente sus funciones. Los comités deben estar conformados por un número de cinco personas, las cuáles deben ser aprobadas por la mayoría del Consejo de Administración o Comité técnico [dependiendo el ámbito]. Estas personas deben ser miembros independientes. En el caso de los comités disciplinarios, éstos tendrán competencia exclusiva en el estudio del caso y la determinación de la medida, sin que, otro cuerpo invada su competencia. Respecto de los comités de auditoría, éstos tendrán competencia exclusiva en la realización de auditorías. Con esto, no sólo se crean verdaderos órganos colegiados en materia de supervisión y vigilancia, sino, se evita una concentración excesiva de funciones en un órgano.

SEGUNDA. Los reglamentos de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación omiten el principio de transparencia en las actividades de los organismos autorregulatorios, lo que imposibilita no sólo a los participantes del mercado de derivados conocer el desempeño de las funciones de estos organismos, sino, que opaca el escrutinio público de la autorregulación.

Por esta razón, propongo se inserte en los reglamentos de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación un capítulo referente a la transparencia de la información de

las actividades de los organismos autorregulatorios. El capítulo de la transparencia de la información de los organismos autorregulatorios debería contener:

- ✓ Publicación de las medidas disciplinarias y sanciones.
- ✓ Publicación de los procedimientos de supervisión y el resultado de tales procedimientos.
- ✓ Publicación de los reportes anuales de los comités de autorregulación.
- ✓ Reporte público de los planes de autorregulación de los organismos autorregulatorios.
- ✓ Publicación de los cambios de las normas.

TERCERA. Para reforzar la independencia de las funciones de autorregulación y la efectividad de los organismos autorregulatorios, es preciso establecer comités que verifiquen permanentemente las actividades de los organismos. Estos comités adscritos a la estructura de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación deben estar conformados por miembros independientes y su función básica será:

- ✓ Determinar posibles conflictos de interés de las áreas comercial y autorregulación.
- ✓ Supervisar las funciones de los organismos autorregulatorios por suficiencia, independencia y efectividad.
- ✓ Supervisar las áreas de autorregulación [auditoria, supervisión, disciplinarias, etc.]
- ✓ Revisar la distribución de recursos y compensación del personal.
- ✓ Preparar un reporte anual en el que se evalúe la autorregulación: estructura y personal, acciones disciplinarias y de vigilancia en el año, y desempeño del comité disciplinario y los comités de vigilancia.
- ✓ Recomendar cambios para asegurar la transparente y efectiva regulación y, señalar al consejo de administración o comité técnico el impacto de los cambios.

CUARTA. La supervisión del mercado de derivados recae en un contralor normativo y en los auditores designados por los comités de auditoría de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación. Sin embargo, la problemática radica en que los reglamentos no señalan que órgano de supervisión efectuará el seguimiento de operaciones en los

sistemas de negociación y, compensación y liquidación, mecanismo que debe ser independiente de las áreas comerciales. Asimismo, resulta cuestionable la capacidad del contralor normativo para revisar la complejidad de los sistemas, registros, manuales, etc.

Por esta razón, propongo establecer en la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación comités de supervisión que serán órganos colegiados encargados de realizar el seguimiento en tiempo real de los sistemas de negociación y, compensación y liquidación, las auditorías de los Socios Liquidadores u Operadores, los requerimientos de información y demás mecanismos de supervisión. Con esto, se concentrarán los mecanismos en órganos que contarán con la capacidad de personal y técnica para prever o determinar situaciones surgidas de la dinámica del mercado que pongan en peligro a los inversionistas e integridad del mercado.

CONCLUSIONES

PRIMERA. Los mercados de derivados surgen de la necesidad de negociar activos o bienes a futuro, con la finalidad de reducir o eliminar los riesgos a que están sujetos los activos en un lapso de tiempo futuro. Esto es, las personas fijan el precio y la entrega de los activos en fecha futura. Asimismo, las personas pueden negociar contratos de derivados con el afán de obtener un lucro producto de los diferenciales de los contratos, sin que estas personas tengan la necesidad de reducir un riesgo previo.

SEGUNDA. La inserción de nuestro país en la economía global propició que las autoridades del sistema financiero establecieran mecanismos que permitieron a los agentes económicos reducir los riesgos y aumentar la competitividad de éstos. Así, las autoridades del sistema financiero mexicano crearon el mercado de derivados por medio de las Reglas a las que deberán sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros u opciones cotizados en bolsa.

TERCERA. El marco regulatorio del mercado de derivados está conformado por dos esquemas de regulación: regulación gubernamental y autorregulación. En el primero, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México formulan las normas aplicables al mercado, establecen procedimientos de supervisión e imponen sanciones a los participantes. En el segundo, la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación regulan el mercado de derivados y a los participantes de éste.

CUARTA. Los ordenamientos normativos emitidos por las autoridades del sistema financiero establecen a grandes rasgos:

- ❖ **Reglas a las que deberán sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan y participen en el establecimiento y operación de un mercado de futuros u opciones cotizados en bolsa [1996].** Requisitos y procedimientos de constitución de la Bolsa, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores; Obligaciones de la Bolsa, Cámara de Compensación, Socios Liquidadores y Operadores; Aportaciones de capital y liquidaciones y, facultades de las autoridades. Este ordenamiento fue emitido conjuntamente por las autoridades del sistema financiero mexicano.

- ❖ **Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetaran en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros u opciones cotizados en bolsa [1997].** Habilitación a la Bolsa y Cámara de Compensación para autorregular sus ámbitos; Gobierno corporativo y funciones; integración del gobierno corporativo; Características mínimas de los sistemas electrónicos de negociación y, compensación y liquidación; lineamientos mínimos de los reglamentos y manuales. Este ordenamiento fue emitido por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

- ❖ **Reglas a las que deberán sujetarse las casas de bolsa en sus operaciones financieras conocidas como derivados [1999].** Extiende las operaciones de las casas de bolsa con derivados y suspensiones de autorizaciones. Este ordenamiento fue emitido por el Banco de México.

QUINTA. Las autoridades del sistema financiero son los reguladores primarios del mercado de derivados. No obstante, las autoridades desempeñan funciones específicas y su importancia es distinta. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público [SHCP] es la autoridad superior del sistema financiero mexicano, encargada de aprobar la constitución de la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación, el incremento en la participación accionaria de la Bolsa o constancias de la Cámara de Compensación, así como, los contratos listados y las modificaciones de los ordenamientos de autorregulación. Por su parte la Comisión Nacional Bancaria y de Valores [CNBV], es el órgano desconcentrado de la SHCP cuya función básica es supervisar a la Bolsa y Cámara de Compensación en sus funciones comerciales y de autorregulación, ejecutar

medidas de emergencia y emitir regulación prudencial. Finalmente, en un rango inferior se encuentra el Banco de México, organismo descentralizado que orienta a la SHCP y CNBV en aspectos como la autorización de la Bolsa o Cámara de Compensación u otros.

SEXTA. En Inglaterra y Estados Unidos, las bolsas de derivados fueron fundadas por agentes privados sin intervención del estado. Esto propició que las Bolsas de Derivados regularan los mercados y a los participantes, siendo los primeros organismos autorregulatorios en un mercado de derivados. Sin embargo, con el transcurso de los años la importancia de estos mercados se incrementó sustancialmente, por lo que el estado asumió la idea de que los mercados de derivados representan ámbitos de interés público, reduciendo, la autorregulación de las Bolsas y Cámaras de Compensación significativamente.

- ❖ **Inglaterra.** En el marco regulatorio del mercado de derivados, la autorregulación se ha reducido a un margen mínimo. En este sentido, la Ley de Servicios Financieros y Mercados [Financial Services and Markets Act 2000] transfiere las funciones de autorregulación de las Bolsas y Cámaras de Compensación a la Autoridad de Servicios Financieros [Financial Services Authority] y así, elimina a los organismos autorregulatorios. No obstante, las Bolsas y Cámaras de Compensación conservan algunas funciones de autorregulación marginales: requerimientos de autorización, admisión o membresía de personas e incumplimiento contractual.
- ❖ **Estados Unidos.** La Comisión de Derivados [Commodity Futures Trading Commission] es el cuerpo gubernamental encargado de regular los mercados de derivados. Sin embargo, los organismos autorregulatorios son los reguladores primarios de los mercados de derivados, puesto que, formulan normas aplicables al mercado y miembros, establecen procedimientos de supervisión e imponen sanciones. Asimismo, existen organismos independientes de la Bolsa y Cámara de Compensación que la Comisión de Derivados reconoce con el carácter de organismos autorregulatorios. Estos organismos regulan a los intermediarios y

prestadores de servicios financieros, quiénes deben ser miembros de estos organismos independientes para poder intermediar el interés de los clientes en las Bolsas de Derivados y Cámaras de Compensación. El esquema de autorregulación norteamericano sirvió como modelo para la formulación del esquema de autorregulación en nuestro país.

SÉPTIMA. La autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país surge como una necesidad de establecer mecanismos para prever riesgos o resolver situaciones originadas por la dinámica del mercado que pongan en peligro a los inversionistas y la integridad del mercado. En México, este esquema permite a la Bolsa y Cámara de Compensación regular el mercado y la conducta de los participantes, apoyándose en su *capacidad técnica, experiencia e inmediatez* a las situaciones del mercado.

OCTAVA. Los organismos autorregulatorios desempeñan funciones que originalmente corresponden a las autoridades del sistema financiero, pero, que las autoridades delegaron en la Bolsa y Cámara de Compensación para hacer más eficiente la regulación. La autorregulación no es una cuestión de desvinculación de las autoridades del sistema financiero, es una cuestión de complemento de la regulación.

NOVENA. No existe un concepto universal de autorregulación en los mercados de derivados. En cada mercado de derivados existe un modelo de autorregulación con características propias. De acuerdo a mi definición, la autorregulación en el mercado de derivados de nuestro país no sólo comprende formular normas aplicables al mercado, sino también significa el establecimiento de procedimientos de supervisión y las sanciones de los participantes. Este concepto trata de construir una concepción integral de lo que significa la autorregulación y no limitar el concepto y actividad de los organismos autorregulatorios.

DÉCIMA. Las funciones de los organismos autorregulatorios son normar, supervisar y sancionar. La función de normar comprende la formulación de normas aplicables al

mercado y a la conducta de los participantes. La función de supervisar significa el establecimiento de auditorías, evaluación de riesgos, reportes de información y análisis de información en los sistemas electrónicos. La función de sanción comprende los procedimientos para verificar el incumplimiento de las normas y la imposición de amonestaciones, suspensiones, exclusiones y revocaciones.

DÉCIMA PRIMERA. Las normas autorregulatorias están contenidas en los ordenamientos normativos emitidos por la Bolsa de Derivados y Cámara de Compensación y, en el Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana. Estos ordenamientos autorregulatorios rigen las actividades en el mercado y la conducta de los participantes, con la finalidad de proteger a los inversionistas e integridad del mercado.

- ❖ **Reglamento interior de la Bolsa de Derivados.** Es el cuerpo normativo emitido por la Bolsa de Derivados que establece normas de: admisión, operativas, sistemas electrónicos de negociación, estándares de conducta, mecanismos de administración de riesgos, términos y condiciones de los contratos, procedimientos de supervisión, procedimientos de sanción y solución de controversias a los que deben sujetarse los participantes que negocien contratos de futuros u opciones.
- ❖ **Reglamento interior de la Cámara de Compensación.** Es el cuerpo normativo emitido por la Cámara de Compensación en el que se establecen principalmente mecanismos para garantizar el cumplimiento de los contratos, segmentar riesgos y asegurar la liquidez de los participantes del mercado. Este ordenamiento contiene normas de: admisión, operativas, sistemas electrónicos de registro y compensación, patrimonio o capital mínimo, fondos de aportaciones o compensación, red de seguridad, procedimientos de supervisión, procedimientos de sanción y, solución de controversias aplicables a la Cámara de Compensación, Socios Liquidadores u Operadores.
- ❖ **Manual de operaciones y políticas de la Bolsa de Derivados.** Es el cuerpo normativo que especifica *cómo* se realiza la negociación de contratos de derivados en los sistemas electrónicos y las características de los sistemas

electrónicos a través de los cuáles se realiza el proceso de negociación de dichos contratos, principalmente, son normas de negociación u operación.

- ❖ **Manual de operaciones y políticas de la Cámara de Compensación.** Es el cuerpo normativo emitido por la Cámara de Compensación que especifica básicamente *cómo* se realiza la compensación y liquidación de contratos en los sistemas electrónicos de la Cámara de Compensación, los mecanismos de seguridad para garantizar el cumplimiento de los contratos, las aportaciones a los fondos y los métodos para calcular las mismas.

- ❖ **Código de Ética de la Comunidad Bursátil Mexicana.** Es el cuerpo recomendatorio emitido por el Consejo de administración de la Bolsa de Valores. Este cuerpo recomendatorio establece principios éticos que orientan la actividad de los participantes del mercado.

DÉCIMA SEGUNDA. Los Organismos autorregulatorios del mercado de derivados de nuestro país desempeñan las funciones de autorregulación por medio de órganos internos.

- ❖ **Bolsa de Derivados.** En cuanto a los órganos internos de la Bolsa, ésta desempeña sus funciones por medio del Consejo de Administración, Contralor normativo y comités especializados en autorregulación. El Consejo de Administración es el órgano encargado de expedir el reglamento, ordenar auditorías e imponer sanciones. Por su parte, el Contralor Normativo es el órgano unipersonal encargado de supervisar el cumplimiento de la normatividad y promover modificaciones a los cuerpos normativos de origen autorregulatorio. Adicionalmente, el Consejo de Administración es auxiliado por comités de autorregulación. En este sentido, el comité disciplinario está facultado para conformar paneles que estudiaran el caso e impondrán una sanción. Por su parte, el comité de auditoría se encarga de aprobar a los auditores externos y establecer criterios que deben observar los auditores externos.

- ❖ **Cámara de Compensación.** El comité técnico es el órgano interno encargado de ejercer las funciones de autorregulación. Corresponde al comité técnico expedir el reglamento, supervisar actividades de socios liquidadores u operadores e imponer sanciones a estos en el ámbito de la Cámara de Compensación. Asimismo, el comité técnico será auxiliado en sus funciones de autorregulación por subcomités. Así, el subcomité disciplinario se encargara de conformar los paneles que estudian los casos e imponer las sanciones. En cuanto a la supervisión, el subcomité de admisión y control de riesgos cumple algunas funciones de supervisión.

DÉCIMA TERCERA. La funcionalidad de la autorregulación depende en grado considerable de los siguientes factores:

- ❖ **Independencia de los órganos internos.** Los órganos internos deben ser independientes de los “intereses comerciales”.
- ❖ **Pluralidad de intereses.** Los órganos internos deben estar conformados en un marco de equilibrio de intereses: representantes de socios y representantes independientes. Esto reduce sustancialmente el conflicto de interés que puede surgir con el predominio del interés comercial.
- ❖ **Personal idóneo.** Los órganos internos deben contar con personas especializadas en la disciplina legal, contable, administración de riesgos y financiera. Asimismo, el número de personas debe ser adecuado para el efectivo desempeño de la función asignada.
- ❖ **Mecanismos de supervisión.** Los órganos de supervisión deben contar con mecanismos apropiados a través de los cuáles se pueden prevenir riesgos o resolver situaciones de peligro.
- ❖ **Capacidad de sanción.** Los órganos internos deben contar con las facultades para sancionar las conductas que incumplan la normatividad aplicable al mercados.

BIBLIOGRAFÍA

1. Acosta Romero, Miguel, Nuevo derecho bancario. Panorama del sistema financiero mexicano, 9ª edición, Ed. Porrúa, México, 2003.
2. Arévalo Bustamante, María de los Ángeles, Parámetros de inversión en acciones de valor bursátil, Instituto Mexicano de Contadores Públicos, México, 2003.
3. Bobbio, Norberto, Contribución a la Teoría del Derecho, 2ª edición, Ed. Cajica, México, 2006, p. 279.
4. Canela Valle, Diana, Mercado de productos derivados mexicanos, Tesis de Especialidad en Derecho Financiero, UNAM, Facultad de Derecho División de Posgrado, 2002.
5. Carson, John, Self-regulation in Securities Markets [Autorregulación de los Mercados de Valores], Policy Research, World Bank, 2011.
6. Carvallo Yañez, Erick, Nuevo derecho bancario y bursátil mexicano, 7ª edición, Ed. Porrúa, México, 2006.
7. Carvallo Yañez, Erick, Tratado de derecho bursátil, 4ª edición, Ed. Porrúa, México, 2006.
8. Cervantes Ahumada, Raúl, Títulos y operaciones de crédito, 14ª edición, Ed. Porrúa, México, 1999.
9. Consejo Internacional de Asociaciones de Valores, Autorregulación en los mercados financieros, Estudio explicativo, Septiembre 2006.
10. Cuenca Miranda, José Manuel, Mercados financieros y Autorregulación, ICE sistema financiero novedades y tendencias, Agosto-septiembre, 2002, número 81.
11. De la Fuente Rodríguez, Jesús, Tratado de derecho bancario y bursátil, Tomo II, 6ª edición, Ed. Porrúa, México, 2003.
12. De Lara, Alfonso, Productos derivados financieros: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos, Ed. Limusa, México, 2007.
13. Edwards, Franklin/Hugh T., Patrick, Regulating international markets: issues and policies [Regulando los mercados internacionales: beneficios y políticas], Kluwer Academic, Nueva York, 1992.
14. Elvira, Oscar/Pablo, Larraga, Mercado de productos derivados, Ed. PROFIT, Barcelona, 2008.

15. García Maynez, Eduardo, Introducción al estudio del derecho, 61ª edición, Ed. Porrúa, México, 2009.
16. Gouhg, Leo, How really Works the securities markets? [¿Cómo funciona realmente en Mercado de valores?], Pitman Publishing editorial, Londres, 1997.
17. Hull, John, Introducción a los mercados de futuros y derivados, 3ª edición, Ed. Prentice Hall, Madrid, 1993.
18. Igartúa Araiza, Octavio, Introducción al estudio del derecho bursátil mexicano, 3ª edición, Ed. Porrúa, México, 2001
19. Kane, Edward, Regulatory Estructure in Financial Markets: Jurisdictional competition among SEC, CFTC and other agencies [Estructura Regulatoria en los Mercados Financieros: Competencia jurisdiccional entre SEC, CFTC y otras agencias], Journal of Financial Markets, t. V, Otoño 1984.
20. Larrañaga, Pablo, Regulación: técnica jurídica y razonamiento económico, Ed. Porrúa, 2009.
21. Mendoza Martell, Pablo E./Eduardo, Preciado Briseño, 3ª edición, Lecciones de derecho bancario, Ed. Porrúa. México, 2007.
22. Morgan, Browen/Karen, Yeung, An introduction to law and regulation [Una introducción para derecho y regulación], Cambridge University Press, Cambridge, 2007.
23. Morgan, Víctor, La historia del dinero, Ed. ISTMO, 1ª edición, Madrid, 1969.
24. Quezada Sánchez, Norma Isabel, Organismos autorregulatorios del mercado de valores, Tesis de Licenciatura, UNAM, Facultad de Derecho, 2009.
25. Rodríguez de Castro, Jesús, Introducción al análisis de productos financieros derivados, tercera edición, 3ª edición, Ed. Limusa, México, 2000.
26. Ruiz Torres, Humberto Enrique, Derecho bancario, Ed. Oxford, México, 2003.
27. Shyn, Frank S., Internacionalización de los mercados de derivados: Convergencia de la actividad regulatoria [Internationalization of the Commodities Market: Convergence of regulatory activity], American University International Law Review 9, 1994, número 2.

DICCIONARIOS Y ENCICLOPEDIAS

1. Cortina Ortega, Gonzalo, Prontuario bursátil y financiero, Ed. Trillas, México, 2003.
2. Newman, Peter/Murray, Milgate, The New Palgrave. Dictionary of money & finance, t. I y III, Ed. McMillan, Londres, 1992.

LEGISLACIONES NACIONALES

1. Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos
2. Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
3. Ley del Banco de México
4. Ley del Mercado de Valores
5. Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
6. Ley Orgánica de la Administración Pública Federal
7. Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetaran en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros u opciones cotizados en Bolsa
8. Reglas a las que deberán sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros u opciones cotizados en Bolsa
9. Reglas a las que habrán de sujetarse los participantes del mercado de derivados listados en Bolsa
10. Reglas a las que deberán sujetarse las casas de bolsa en sus operaciones financieras conocidas como derivados
11. Reglamento interior de la Bolsa de Derivados
12. Reglamento interior de la Cámara de Compensación
13. Manual de políticas y procedimientos de Asigna, compensación y liquidación de Asigna, Compensación y Liquidación
14. Manual de políticas y procedimientos del Mercado Mexicano de Derivados S.A. de C.V.

LEGISLACIONES INTERNACIONALES

1. Financial Service and Markets Act 2000 [Ley de Servicios Financieros y Mercados, Inglaterra]
2. Commodity Exchange Act 1936 [Ley de las Bolsas de Derivados, Estados Unidos]
3. Financial Service Act 1986 [Ley de Servicios Financieros, Inglaterra]

4. Recognition Requirements Order for Investment Exchanges and Clearing Houses 2001 [Orden de Requerimientos de Reconocimiento para Bolsas de Inversión y Cámaras de Compensación, Inglaterra].
5. SourceBook CP39a 2001 de la Financial Service Authority [Manual de la Autoridad de Servicios Financieros, Inglaterra].
6. Regulated Activities Order 2001 [Orden de Actividades Reguladas, Inglaterra].

ELECTRÓNICAS

1. <http://www.cftc.gov>
2. <http://www.fsa.gov.uk>
3. <http://www.gpoaccess.gov>
4. <http://www.mexder.com.mx>
5. <http://www.nfa.futures.org>

HEMEROGRÁFICAS

1. Expansión, Septiembre 13, 2010, número 1049.

