

TEMAS

Régimen jurídico de la compensación de instrumentos financieros derivados por miembros compensadores generales

*Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez
Ana de Luna Stötter*

■ LA LEY

Régimen jurídico de la compensación de instrumentos financieros derivados por miembros compensadores generales

*Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez
Ana de Luna Stötter*

© **Francisco Navarro Gancedo-Rodríguez y Ana de Luna Stötter**, 2020

© **Wolters Kluwer España, S.A.**

Wolters Kluwer

C/ Collado Mediano, 9

28231 Las Rozas (Madrid)

Tel: 902 250 500 – Fax: 902 250 502

e-mail: clientes@wolterskluwer.com

<http://www.wolterskluwer.com>

Primera edición: julio 2020

Depósito Legal: M-16460-2020

ISBN versión impresa: 978-84-18349-20-1

ISBN versión electrónica: 978-84-18349-21-8

Diseño, Preimpresión e Impresión: Wolters Kluwer España, S.A.

Printed in Spain

© **Wolters Kluwer España, S.A.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, Wolters Kluwer España, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Dirijase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **Wolters Kluwer España, S.A.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

BMEC hasta la fecha no ha desarrollado hasta la fecha procedimientos de compensación para clientes, por lo que a continuación analizamos los procedimientos de ECAG y LCH al respecto.

Por último, y como adelantamos en el apartado 3.1.6 para compensación indirecta, también desde julio 2019 existe para los MCG la obligación de prestar sus servicios de compensación a clientes en condiciones comerciales equitativas, razonables, no discriminatorias y transparentes, adoptando las medidas razonables para detectar, prevenir, gestionar y controlar los conflictos de interés que pudieran repercutir negativamente en tal prestación entre sus departamentos internos (o sociedades pertenecientes a un mismo grupo societario) encargados de la negociación de Derivados OTC y los encargados de la prestación de los servicios de compensación de Derivados OTC⁽³⁵⁰⁾.

4.2. Estructura de cuentas y régimen de garantías de los clientes

Pasamos a concretar la estructura de cuentas bajo la que LCH y ECAG permiten la prestación del servicio de compensación de Derivados OTC, en particular de IRS, por los MCG a sus clientes.

LCH para su segmento «*SwapClear*» permite a los MCG ofrecer a sus clientes nueve tipos de cuentas en las que asentar Derivados OTC compensables en este segmento, de las que una de ellas es una Cuenta ISA con segregación individualizada⁽³⁵¹⁾, seis son Cuentas OSA con segregación omnibus⁽³⁵²⁾ y dos para clientes de compensación indirecta. Cada una de estas cuentas debe estar necesariamente vinculada a «subcuentas» de dos tipos: de registro de posiciones de Derivados OTC registrados en LCH y de regis-

Sobre el «*Prescribed language*» y el «*End-user notice*» nos remitimos a lo indicado en el apartado 3.1.3.2 anterior.

(350) Se trata del «*FRANDT Approach*» (*Fair, Reasonable, And Non Discriminatory and Transparent commercial terms*) recogido desde tal fecha en el nuevo art. 3 bis EMIR, y del que nos ocupamos en el apartado 5.3.9.

(351) Son Cuentas ISA, según se detalla en el apartado siguiente.

(352) De entre los seis tipos de Cuentas OSA: tres cuentas se denominan «*Client Omnibus Segregated Net Accounts*» (son dos cuentas netas que se diferencian por estar o no el cliente identificado ante LCH y una tercera, también neta, para filiales del MC), otra es una «*Omnibus Gross Segregated Account*» (segregación omnibus pero sin «neteo» de posiciones y garantías entre unos clientes y otros), otra es la «*Custodial Segregated Accounts*» (se trata de cuentas que posibilitan a un cliente de un MC prestar garantías a LCH directamente, sin necesidad de intervención por su MC) y las dos cuentas restantes son para clientes de compensación indirecta (una con funcionamiento neto y otra bruta). Al respecto del funcionamiento bruto y neto de estas cuentas a efectos de garantías, ver el apartado 3.3.3.

tro de garantías constituidas por el riesgo abierto de tales posiciones⁽³⁵³⁾. En cualquier caso, un MCG puede abrir en LCH una o varias cuentas de entre las que la ECC ofrezca para sus clientes,⁽³⁵⁴⁾ quedando obligado a aportar frente a la ECC garantías por cada una de estas cuentas por separado⁽³⁵⁵⁾.

En los apartados siguientes de este epígrafe nos ocupamos de la estructura de cuentas para la prestación del servicio de compensación de IRS en ECAG.

4.2.1. *Compensación de Derivados OTC de clientes que opten por segregación ómnibus*

ECAG aplica el mismo procedimiento tanto para la compensación de Derivados OTC por cuenta propia del MCG como para la compensación de CM Transactions asentadas en Cuentas OSA⁽³⁵⁶⁾.

4.2.1.1. Cuentas OSA de posiciones, márgenes y efectivos

ECAG abre al MCG tantas «*Client Transaction Accounts*» como éste le solicite para asentar CM Transactions por cuenta de Clientes. En estas Cuentas OSA figuran asentados Derivados OTC correspondientes a varios clientes del MCG de ECAG, aconteciendo la compensación de unas posiciones con otras entre sí⁽³⁵⁷⁾.

Dado que hemos visto que los cálculos para obtener el saldo neto diario y las liquidaciones a practicar en consecuencia con respecto de cada Cuenta OSA se efectúan en cada divisa en la que estén denominados las IRS, las

(353) Se trata de las «*position accounts*» y las «*collateral accounts*» a las que hace referencia PLCH 1.4, y de las que puede existir más de una por cada una de las ocho cuentas de clientes descritas.

(354) GRLCH R. 11(h) a (k).

(355) GRLCH R. 11(p).

(356) Se trata del «*Elementary Clearing Model*» de REurex C1.P2.C 1.1.

(357) REurex C1.P2.C.2.1.1.

Los diferentes tipos de cuentas actualmente ofrecidas por ECAF son las siguientes SC Own Accounts, NOSA Direct Client Accounts, GOSA Direct Client Accounts, NOSA Indirect Client Accounts y GOSA Indirect Client Accounts («N» hace referencia a ser cuenta de funcionamiento neto y «G» de funcionamiento bruto, como explicamos en el apartado 3.3.4).

El REurex establece además la posibilidad de que varias cuentas de posiciones «*Transaction Accounts*» pueden estar asociadas a una sola «*Internal Omnibus Margin Account*» (REurex C1.P2.C 4).

ECC deben asociar a cada Cuenta OSA una cuenta de efectivos en cada una de estas divisas⁽³⁵⁸⁾.

ECAG exige a los MCG llevar registros internos relativos a cada Cuenta OSA donde se conserve detalle de todos los pagos y entregas a la ECC, las garantías que entregan a la ECC (identificando el VM) y los derechos de devolución que ostentan frente a la ECAG por todas sus CM Transactions vinculadas a Derivados OTC de clientes asentados en Cuentas OSA⁽³⁵⁹⁾.

4.2.1.2. Acuerdo de compensación contractual

Todos los derechos y obligaciones asociados a las CM Transactions asentadas en una Cuenta OSA tienen, conforme a REurex, la consideración de un «*Omnibus Standard Agreement*». Esto conlleva que todas las CM Transactions y derechos de crédito/reales a la devolución/liberación de garantías (incluyendo VM) asentados en las cuentas a las que nos referimos en el apartado anterior integran un solo acuerdo de compensación contractual, en el caso de ECAG, un «*Rahmenvertrag*» bajo Derecho alemán, entre el MC y ECAG⁽³⁶⁰⁾.

Como desarrollo de lo tratado en los apartados 3.3.5 y 3.3.6 en el ámbito del MC por cuenta propia, advertimos que, en sede de Cuentas OSA, del hecho de encontrarnos bajo un acuerdo de compensación contractual se derivan dos consecuencias principales:

— La primera es que, en ausencia de incumplimiento o insolvencia de la ECC o del MCG⁽³⁶¹⁾, cada Cuenta OSA es la base del cálculo del saldo neto exigible de manera diaria y ordinaria entre la ECC y el MCG por las

(358) Así por ejemplo ECAG abre al MCG una cuenta de efectivos «*Internal Omnibus Cash Account*» asociada a cada «*Internal Omnibus Margin Account*» en cada divisa en que opera (REurex C1.P2.C.2.3).

Resulta casi innecesario advertir que, dada la fungibilidad de cada divisa entre sí, acontece también la compensación de los efectivos correspondientes a los distintos clientes a los que correspondan estas cuentas.

(359) Por ejemplo, REurex C1.P2.C 3.

(360) REurex C1.P2.C5.

Acuerdo de compensación contractual - «*Standard Agreement*» o «*Rahmenvertrag*»- a los que nos referíamos en el apartado 3.3.5 anterior.

(361) Los reglamentos de las ECC no contemplan el incumplimiento o insolvencia del cliente, ya que por lo general no abarcan más allá de la relación entre la ECC y sus MC, por lo que tanto el incumplimiento como la insolvencia del cliente atañe a la relación entre el MCG y tal cliente, sin incumbir a la ECC, por lo que le dedicaremos atención en el apartado 5.3.5.

CM Transactions asentadas en la misma por cuenta de los clientes del MCG. Este saldo es liquidable en las cuentas de efectivos en cada divisa en que estén denominadas cada una de las CM Transactions que el MCG haya asociado a cada Cuenta OSA⁽³⁶²⁾; mientras que

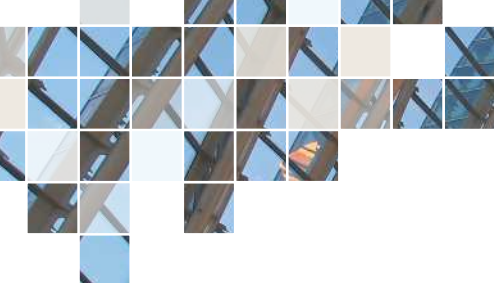
— La segunda opera ya en presencia de la insolvencia o incumplimiento de la ECC o del MCG, en cuyo caso cada Cuenta OSA es la base del cálculo del saldo neto exigible entre la ECC y el MCG ante el vencimiento del acuerdo de compensación contractual y el cierre de las CM Transactions que tal incumplimiento o insolvencia conllevan⁽³⁶³⁾. Este saldo, también liquidable en las cuentas de efectivos en cada divisa en que estén denominadas cada una de la CM Transactions que el MCG haya asociado a cada Cuenta OSA, lo es, en caso de incumplimiento de las liquidaciones con cargo a las garantías aportadas por el MCG y vinculadas a dicha cuenta, sin perjuicio de con cargo al resto de activos que respaldan el cumplimiento por el MCG de estas posiciones como veremos en el apartado 4.3 siguiente.

De manera adicional, en cuanto al régimen de «set-off», por ejemplo el previsto en REurex, consiste en la facultad que asiste a ECAG de compensar cantidades que le sean debidas, contra las garantías constituidas por cuenta propia del MCG y contra las garantías constituidas por el MCG por cuenta de sus clientes.

Resulta por último pertinente mencionar porqué en este apartado, y al abordar este nivel de segregación, mencionamos exclusivamente las CM Transactions (sin que REurex se refiera en momento alguno a las CM-Customer Transactions). Se trata de una omisión voluntaria, por cuanto estas últimas no son operaciones generadas por la ECC, al celebrarse al margen de ella y exclusivamente entre el MCG y su cliente, lo que nos lleva a tratar de su funcionamiento ordinario y extraordinario, en caso de vencimiento anticipado, en el contexto del contrato entre el MCG y el cliente a partir del apartado 5.

(362) Esta compensación y liquidación sobre las posiciones que reflejen las cuentas es correlato del acuerdo de compensación contractual y de la liquidación por saldos que analizamos en el apartado 3.3.5 anterior, resaltando simplemente ahora que la base de cómo se calcula y efectúa tal compensación y liquidación son las diferentes cuentas abiertas en la ECC.

(363) Este acuerdo de compensación contractual queda sujeto, en el caso de ECAG, al REurex en lo que hace a su régimen de vencimiento anticipado, vencimiento anticipado que REurex exige que sea total y no parcial.



El mercado internacional de Derivados OTC es una actividad de gran importancia económica, por ello, entre las medidas paliativas de la crisis financiera de 2008 destacó la compensación obligatoria de Derivados OTC en entidades de contrapartida central, compulsión que recientemente ha demostrado su solidez ante los embates de la crisis global del COVID-19 en la que nos hayamos inmersos.

De manera excepcional, en este caso, la regulación no ha obstaculizado el funcionamiento de la economía, pero su exceso en relación con los Derivados OTC, unido al hecho de la propia complejidad y continua mutación de estos instrumentos hacen que su funcionamiento siga siendo un arcano para bastantes de los involucrados en su negociación (no solo para los directamente vinculados dentro del sector financiero, sino también para todas aquellas contrapartes que los contratan y para los abogados involucrados en su contratación).

Con este libro, sus autores ofrecen al colectivo anterior, y a quienes desde el mundo académico se interesan por estas materias, las claves para descifrar este enigma, con su explicación omnicomprendiva y práctica del proceso jurídico y funcional de la compensación de Derivados OTC en entidades de contrapartida central. Además de una profundización en los aspectos funcionales e institucionales de esta actividad, contiene un análisis contractual de las relaciones entre los miembros compensadores generales y sus clientes bajo derecho español y las derivadas concursales de esta actividad.

La obra, con una dosis equilibrada de pragmatismo y detalle, resulta pionera en la desmitificación de esta materia en el Derecho español.

