

EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS

Por Ángeles Cuenca García

Doctora en Derecho. Profesora Ayudante del Departamento de Derecho Mercantil “Manuel Broseta Pont”. Facultad de Derecho de Valencia.

ÍNDICE

I. Introducción

II. El Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos.

1. Concepto.

2. Notas configuradoras.

III. Sujetos del Mercado.

1. Miembros del mercado.

2. Clientes.

3. Operadores de contado.

IV. Negociación

1. Régimen de transmisión, aceptación y ejecución de órdenes.

2. El registro de las operaciones.

3. El cierre de posiciones.

V. Garantías

1. Régimen de constitución.

2. Otras cuestiones.

VI. Compensación y Liquidación.

1. Liquidaciones diarias.

2. Liquidación al vencimiento.

3. Incumplimientos en la liquidación al vencimiento.

EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS

I. INTRODUCCIÓN

El objeto de este trabajo es ofrecer una perspectiva general sobre el funcionamiento del mercado "*FC&M, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre cítricos, Sociedad Anónima*" (en adelante FC&M) -con sede en la ciudad de Valencia-.

Éste fue autorizado con el carácter de mercado secundario oficial por la Orden de 14 de julio de 1995 (BOE de 17 de julio), y junto a "*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima*" (MEFF Renta Fija) y "*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad Anónima*" (MEFF Renta Variable), integra el grupo de mercados organizados de futuros y opciones (mercados "derivados") con los que contamos en España¹.

El interés de su estudio viene dado por su importancia como mercado financiero de *cobertura de riesgos*, complementario al de contado (en este caso sobre cítricos), y por tanto, por su contribución al desarrollo financiero y económico de nuestro país, y en especial, de la Comunidad Autónoma Valenciana.

Interés que aumenta si tenemos en cuenta la posible ampliación de los subyacentes e instrumentos a negociar en el mismo, dado que la normativa aplicable permite al Ministro de Economía y Hacienda la autorización de la negociación en el mismo de "índices, opciones sobre futuros o contratos de futuros y opciones sobre otras mercaderías distintas de los cítricos".

Ahora bien, hay que precisar que no pueden ser tratadas ahora todas las cuestiones que suscitan nuestro interés. Sin realizar un estudio detallado de los instrumentos que en él se negocian, nos limitaremos, en esta ocasión, a referirnos a las normas generales relativas a la organización y funcionamiento del mercado. Se pretende, ante todo, ofrecer una visión general de los distintos mecanismos utilizados para asegurar la eficacia y buen funcionamiento del mismo.

En primer lugar se hará referencia a la noción y a las notas configuradoras de FC&M, entre las que destacan el objeto de negociación (contratos normalizados) y la interposición contractual de la Cámara de Compensación.

En segundo lugar, trataremos el régimen jurídico de los diversos sujetos intervinientes en el Mercado. Es decir, de los miembros del mercado, sus clientes y los llamados "operadores de contado".

A continuación nos ocuparemos del sistema de negociación implantado en el mercado, que incluye el régimen de transmisión, case y ejecución de órdenes, el régimen del registro de las operaciones y el llamado cierre de posiciones. Además se estudiará el sistema de garantías, fundamental porque asegura el cumplimiento de los contratos negociados. Así como también el sistema de compensación y liquidación, por el que tiene lugar el cumplimiento o ejecución de los contratos.

1 Cfr. Orden de 8 de julio de 1992 por la que se autoriza el mercado de "*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, Sociedad Anónima*" con el carácter de mercado secundario oficial (BOE de 15 de julio; corrección de erratas en BOE de 12 de agosto); y Orden de 8 de julio de 1992 por la que se autoriza el mercado de "*MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, Sociedad Anónima*" con el carácter de mercado secundario oficial (BOE de 15 de julio).

II. EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES SOBRE CÍTRICOS. NOCIÓN Y NOTAS CONFIGURADORAS.

1. Noción

De los "mercados de futuros y opciones sobre cítricos" en España, se ocupa el Capítulo V (arts. 20 a 26) del Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre, añadido por el citado Real Decreto 695/1995 de 28 de abril (BOE de 10 de mayo)².

Nos estamos refiriendo ahora a FC&M como "Mercado", es decir, en cuanto ámbito donde se realiza la negociación de los contratos de futuros sobre cítricos ("marco de negociación, registro, difusión de información, compensación y liquidación de Contratos normalizados de Futuros y Opciones sobre Cítricos" conforme al art. 3 del RFC&M)³.

Para empezar, podemos afirmar que FC&M es un mercado secundario oficial especial en nuestro sistema financiero. Y su especialidad o peculiaridad es doble. Por un lado, viene dada por su condición de mercado derivado. Pero además es un mercado derivado especial dado el particular subyacente que en él se negocia.

a) Mercado secundario oficial "derivado".

La calificación de nuestros tres mercados organizados de futuros y opciones es, conforme a nuestra Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (LMV), el de mercados secundarios oficiales de valores.

Actualmente tienen tal consideración, según el art. 31 de dicha Ley, las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública representada mediante anotaciones en cuenta, así como "aquellos otros, de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta, que se creen en virtud del art. 59 LMV". En esta última categoría se integran, a pesar de la discutible naturaleza de valores negociables de los futuros y opciones, los mercados referidos anteriormente.

2 Este mercado es uno de los muchos mercados en todo el mundo donde se negocian futuros sobre mercancías. Los más importantes son los norteamericanos, entre los que destacan, el Chicago Board of Trade (CBOT) y el Chicago Mercantile Exchange (CME). El primero fue fundado en 1848, comenzó a operar con cereales, y hoy ofrece contratos sobre subyacentes como avena, soja, harina de soja, aceite de soja, trigo, plata, bonos del Tesoro, letras de Tesoro, y sobre el "Major Market Stock Index". El segundo, se creó en 1874 negociando mantequilla, huevos, ave y otros productos agrícolas, añadiéndose después subyacentes como vacuno y porcino, y negociándose desde 1982 el contrato de futuros sobre el S&P 500 Stock Index. Vid. HULL, J. C., *Options, Futures and other Derivative Securities*, Second Ed, Ed. Prentice Hall International Inc., New Jersey, 1993, p. 3. Por su parte, los "commodity markets" en Gran Bretaña son el "London Metal Exchange" donde se negocia con plata y diversos metales, y otros varios mercados londinenses donde se negocia con cacao, café, azúcar, patatas, aceite, etc, integrados en el *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE). Vid. PENNINGTON, R., *The Law of the Investment Markets*, Blackwell Law, London, 1990, p. 17 y 18. En Francia, mediante la Ley de 31 de diciembre de 1987 se fusionaron los mercados a término de mercancías con los de instrumentos financieros, instaurando un mercado único, con la creación de una autoridad profesional única de tutela, la CMT, que es quien estudia los proyectos de nuevos productos a término sobre mercancías y de la oportunidad comercial para su admisión a negociación. Vid. MEDJAOU, K., *Les marchés à terme dérivés et organisés d'instruments financiers. Etude juridique*, L.G.D.J, Paris, 1996, p. 52-55.

3 Como ocurre con las Bolsas de Valores, MEFF Renta Fija, MEFF Renta Variable, y FC&M como "Bolsa" de futuros y opciones no tienen personalidad jurídica, sino que son mercado cuyos elementos materiales son propiedad y están organizados por una persona jurídica que es la Sociedad Rectora, ente que tiene por objeto la gestión de tal mercado y la dirección de las actividades que tengan lugar en el mismo (art. 48 LMV).

Hay que tener en cuenta al respecto que el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, de 12 de febrero de 1997 (en adelante PRLMV) añade la referencia expresa a los Mercados de Futuros y Opciones en su art. 31, estableciendo además en su art. 59 -único integrante de un nuevo Capítulo IV del Título IV denominado "*De los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones representados por anotaciones en cuenta*"-, las normas relativas a la autorización de estos mercados y a los contratos a negociar en los mismos.

Como mercado secundario oficial está sometido a la Ley del Mercado de Valores⁴, aunque es fundamentalmente el citado Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, modificado por el Real Decreto 695/1993, de 28 de abril, el que establece las reglas básicas sobre la organización y funcionamiento de los Mercados de Futuros y Opciones.

Adicionalmente, hay que destacar la importancia del Reglamento de Mercado de cada uno de estos, calificados por el Real Decreto 1814/1991 de 20 de diciembre como "normas de ordenación y disciplina del mercado de valores" (art. 3 RD 1814/1991)⁵. En este sentido, puede hablarse de "autorregulación" del mercado por sus propios órganos. Es decir, es el Reglamento de cada Mercado el que regula su composición, funcionamiento, operaciones y reglas de actuación. Y éste, a su vez, se desarrolla por las Condiciones Generales de cada Contrato y en las Circulares que la Sociedad Rectora emita conforme al mismo.

No cabe duda de la singular naturaleza de estos mercados, con caracteres afines, pero también propios y diferenciadores de los del resto de mercados secundarios ya existentes con anterioridad en nuestro país. La propia normativa, el Real Decreto 1814/1991, así lo expresa al exigir que su regulación se inspire en los criterios reguladores de las Bolsas de Valores y del mercado de Deuda Pública, aunque introduciendo "reglas especiales que se acomodan a la singular naturaleza de los mercados de futuros y opciones"⁶.

Efectivamente, estamos ante mercados, que nosotros denominamos *mercados derivados organizados*⁷, que poseen una peculiar naturaleza. Ello se debe fundamentalmente al objeto de

4 Como tal tiene un específico régimen de "regulación", supervisión e inspección. Es el Gobierno, en concreto el Ministerio de Economía y Hacienda (a propuesta de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, en adelante CNMV), el habilitado para determinar la organización y funcionamiento de estos mercados. Además, éstos están sometidos al control y supervisión de la CNMV, que supervisa el funcionamiento de los mercados, y posee especiales facultades de vigilancia sobre las Sociedades rectoras de los mismos. Vid. al respecto la Circular 2/1992 de 15 de julio de la CNMV sobre *normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, información estadística y cuentas anuales de carácter público de las Sociedades Rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones* (BOE de 24 de julio).

5 Se ha criticado al respecto la discutible naturaleza jurídico-administrativa del Reglamento, dado su especial sistema de elaboración y publicación. No obstante, al respecto hay que tener en cuenta que el art. 59. 7º del PRLM, exige que aquél, además de aprobarse por el Ministerio de Economía y Hacienda, se publique en el BOE. Esta circunstancia acerca más al Reglamento a una disposición administrativa de carácter general.

6 Sobre los Mercados de Futuros y Opciones en España, vid., entre otros, FONTECHA, E. y DE CRISTOBAL, L., "Los mercados de opciones", en *Curso de Bolsa y mercados financieros* (dir. Sánchez Fernández), Ariel Economía, Barcelona, 1996, p. 979-1006; ROMEO, R. y SOLLOA, I., "MEFF: el mercado español de opciones y futuros financieros", en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, cit., p. 1008-1029; ROA DÍAZ- REGAÑÓN, A. y BORREL VIDAL, M., "Los mercados de futuros", en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, cit., p. 1031- 1049; DEL RIVERO ZARDOYA, J. M. y GONZÁLEZ OCHOA, J., "Futuros sobre mercadería en España", en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, cit., p. 1054-1069.

7 Ha de diferenciarse entre derivados negociados en mercados organizados ("Exchange Listed") y mercados no organizados u "over the counter" (OTC). En el último caso nos referimos a figuras como los *Fras* (instrumento de gestión de tipos fijos de interés), los *Floors*, *Caps* y *Collars*, (instrumentos de gestión de tipos variables de interés), y los *Swaps* (de tipo de interés y de divisas). Sobre FRAs, vid., entre otros, FONT I RIBAS, *Nuevas entidades, figuras. contractuales y garantías en el mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1990, pág. 529 y ss. Sobre Swaps vid. DÍAZ RUIZ, E., "El contrato de swaps",

negociación en los mismos: los denominados instrumentos financieros derivados: futuros y opciones⁸, que son fundamentalmente instrumentos de gestión del riesgo asumido en otros mercados. Así como también, consecuentemente, a las especiales operaciones que en él se realizan.

b) Mercado derivado especial.

Ahora bien, en el caso de FC&M estamos ante un mercado derivado especial. Efectivamente, aunque su estructura es similar a la de MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable, FC&M posee especialidades, derivadas del activo subyacente negociado, que se reflejan en las disposiciones específicas del Reglamento, y en las Circulares del Mercado que lo desarrollan⁹.

Estamos ante un mercado organizado, en el que se negocian derivados cuyo activo subyacente lo constituyen determinadas mercancías, en particular cíclicos¹⁰. En Estados Unidos, estos mercados, denominados "*Commodity exchanges*", están regulados por la "Commodity Exchange Act" de 1974, y desde 1982 en que se reformó ésta, están bajo el control de la "*Commodity Futures Trading Commission*" (CFTC), y no de la "**Securities Exchange Commission**" (SEC), órgano supervisor de los mercados de valores¹¹.

En particular, entre las peculiaridades de FC&M, destacan, además de las relativas al procedimiento de autorización del Mercado, las normas sobre calidad del subyacente¹², el procedimiento de liquidación por entrega (que incluye la suscripción de contratos con operadores de mercado con el fin de poder asegurarla)¹³, y las situaciones especiales relacionadas con el subyacente (las medidas excepcionales de tipo climático o de cualquier otra índole que afecten al subyacente o a la oferta disponible)¹⁴.

Hay que tener en cuenta que los mercados de derivados sobre mercancías se contemplan en el art. 31 y 59 del citado PRLMV, a pesar de que la Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión (en adelante DSI) parece que los excluye de su ámbito de aplicación. Ésta considera como "mercados regulados" sólo aquellos en que se negocien los instrumentos sobre activos financieros que se enumeran en el Anexo B de la misma, siempre que cumplan determinados requisitos (que contempla también el citado art. 31 del PRLMV) entre los que figuran tener un funcionamiento regular, ser un mercado en el que estén definidas las condiciones de funcionamiento y de acceso al mismo, así como las condiciones de admisión a negociación de valores fijadas en la Directiva 79/279/CEE, o "las que debe cumplir un instrumento financiero para poder ser efectivamente negociado en el mercado", y en el que se

RDBB, nº 36, 1989, pág. 733 y ss.; y ALONSO SOTO: "La permuta financiera" en *Nuevas entidades, figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*, p. 438 y ss.

8 Vid. infra. p. 10-13.

9 Como se ha afirmado, el subyacente influye en toda la vida del mercado de derivados, tanto en su organización como en su funcionamiento, y fundamentalmente en la liquidación de las operaciones. CUÑAT EDO, V., "Mercados derivados no financieros: su régimen jurídico", en *Productos Financieros Derivados y Mercados Organizados*, Civitas, 1997, p. 120. Vid. también sobre este mercado, DEL RIVERO ZARDOYA, J. M.. y GONZALEZ OCHOA, J., "Futuros sobre mercadería en España", en *Curso de Bolsa y mercados financieros*, cit., p. 1054-1069.

10 Sobre sus peculiaridades, vid. CUÑAT EDO, V., "Mercados derivados no financieros: su régimen jurídico", cit., p. 113-145.

11 Vid. al respecto, LOSS, L. y SELIGMAN, J., *Fundamentals of Securities Regulation*, 3ª ed, L&B, New York, 1994, p. 233- 238; y RATNER, D., *Securities Regulation in a Nutshell*, 3ª ED., West Publishing, Co., 1988, p. 25.

12 Cfr. Circular nº 3/95 sobre *Normas de calidad para la naranja navel/navelina y valencia-late entregable*; y Circular 22/95 sobre *Normas de calidad complementarias a la Circular 3/95 de 28 de junio*.

13 Vid. infra. p.27-31, y p.54 y ss.

14 Cfr. Circular 13/95 sobre Situaciones especiales. Incidencias en la negociación y/o en la entrega originadas por *situaciones extraordinarias en el activo subyacente*.

imponga el cumplimiento de las obligaciones de declaración y de transparencia de los arts. 20 y 21 de la propia Directiva¹⁵.

Esta exclusión nos parece criticable en cuanto consideramos que reuniendo los citados caracteres (no cabe duda de que FC&M los cumple), un mercado derivado sobre mercaderías y sus inversores merecen la misma protección y posibilidades de desarrollo que un mercado derivado sobre instrumentos financieros.

Y es que, como se ha apuntado, las consecuencias no son indiferentes. Entre otras, las empresas de servicios de inversión que operen con derivados no financieros no se beneficiarán, en lo que a servicios sobre éstos respecta, del "pasaporte comunitario"¹⁶. Esto significa que tales empresas -que en principio no podrán prestar servicios de inversión y actividades complementarias en el resto de la Unión Europea (ya sea estableciendo una sucursal, bien ofreciendo allí directamente sus servicios)-, no podrán acceder a cualquier mercado en condición de miembro, y no tendrán tampoco la posibilidad de acceder o adherirse a los sistemas de compensación y liquidación.

Resulta ilustrativo al respecto el caso *Alpine Investments* (STJCE de 10 de mayo de 1995, "Alpine Investments BV c. Minister van Financiën", Asunto C-384/93), relativo a la oferta de servicios financieros relacionados con la inversión en mercados de futuros sobre mercancías. A pesar de que el Tribunal de Justicia no se pronuncia claramente sobre si la DSI es aplicable a estos mercados, sí considera que la normativa de un Estado miembro que restringe la prestación de servicios de inversión en un mercado de futuros sobre mercancías (prohíbe a los prestadores de servicios efectuar llamadas telefónicas no solicitadas a clientes potenciales en otros Estados miembros para ofrecerles sus servicios), constituye una restricción a la libre prestación de servicios del art. 59 TCEE. Restricción que, no obstante, se considera está justificada por la necesidad de proteger a los inversores y de salvaguardar la "reputación" de los mercados financieros nacionales.

2. Notas configuradoras

La estructura y caracteres de FC&M, así como la del resto de mercados derivados españoles, está basada en la de los pioneros mercados norteamericanos. Al respecto, las peculiares notas que definen a estos mercados derivados organizados, son fundamentalmente dos: el objeto de negociación, y la interposición contractual de la Cámara de compensación.

a) Su objeto de negociación: contratos normalizados.

En los mercados derivados organizados se negocian fundamentalmente futuros y opciones, tanto con activo subyacente financiero como no financiero.

Estos se enmarcan dentro de la nueva categoría de instrumentos financieros que vienen denominándose derivados ("*derivative securities*"). Se califican como tales a aquellos cuyo su valor depende del valor o precio de algún otro activo subyacente -"*underlying asset*"- (ya sea acciones, obligaciones o bonos, divisas o mercancías)¹⁷.

15 Vid. al respecto, KETTERER, J. A., "Efectos de la Directiva de Servicios de Inversión en los mercados organizados de derivados", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 49, 1995, p. 83 y ss; RUBIO DE CASAS, M. G., "Los mercados en el Proyecto de Reforma de la Ley de Mercado de Valores de diciembre de 1995", *La reforma del Mercado de valores*, CRDBB, nº 4, p. 41-54; y DÍAZ RUIZ, E., "Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE", *La reforma del Mercado de valores*, CRDBB, nº 4, CRDBB, p. 55-72.

16 RUBIO DE CASAS, M. G., "Los mercados...", cit.p. 47; y DÍAZ RUIZ, "Los mercados...", cit, p. 67.

17 Vid., HULL, J., *Options, Futures and other...*, cit., p. 2; WATSHAM, T. J., *Options and Futures in International Portfolio Management*, Chapman& Hall, London, 1992, p. 2; BROWN, C., "How to recognize a derivative", *International Financial Law Review*, mayo 1995, p. 28; RIZELLO, J., "The development and evolution of Derivative Products", en *The Handbook of derivatives & Synthetics*, Ed. Irwin, Chicago, 1994, p. 2.

A instrumentos que encajan en esta noción surgida en el mundo anglosajón, hace referencia, aunque sin definirlos, la Directiva 93/22/CEE de Servicios de Inversión en la Sección B de su Anexo. Desarrollando esta norma comunitaria, en Italia, recientemente el Decreto Legislativo de 23 de julio de 1996 (nº 415) incluye en la categoría de instrumentos financieros a los "*strumenti finanziari derivati*". En Alemania encontramos la reciente definición de los instrumentos derivados, "*Derivativen*" ofrecida por la *Zweites Finanzmarktförderungsgesetz*, de julio de 1994 (nuevo § 1.2 de la *Wertpapiergesetz*). También en Francia, el ámbito objetivo de aplicación de la *Loi de modernisation des activités financières* nº 96-597 de 2 de julio de 1996 es la prestación de servicios financieros en relación a determinados instrumentos financieros, entre los que se encuentran los "*instruments financiers à terme*" (art. 5), coincidentes con los enumerados en la DSI.

Podemos definirlos, en general, como aquellos instrumentos que permiten negocios jurídicos independientes, que utilizando como referencia el valor de mercado de otros instrumentos, persiguen cubrirse de los riesgos producidos por las variaciones de los mismos o de sus precios, instrumentando bien la compra o venta del denominado activo subyacente, bien un acuerdo de pago de la diferencia entre dos precios (el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación a vencimiento).

En FC&M se negocian, de momento, sólo contratos de futuros. En concreto, en la actualidad son tres las clases de contratos que se negocian. Estos son el Contrato de Futuro sobre naranja Navel-Navelina, Contrato de Futuro sobre naranja Valencia Late, y el Contrato sobre Clementina. Sus Condiciones Generales, que figuran como Anexo al Reglamento del Mercado, tal y como exige el art. 3.1 del mismo, recogen las características básicas de éstos.

En cuanto a la definición legal en nuestro ordenamiento, junto al concepto legal de "futuro financiero" ofrecido en el art. 1.2 del Real Decreto 1814/1991¹⁸, encontramos la definición de "futuros sobre cítricos" contenida en el art. 20 del Real Decreto 695/1995 de 28 de abril.

Este último define a los "futuros sobre cítricos" que podrán negociarse en tal mercado como "contratos a plazo que tengan por objeto exclusivamente cítricos, cuya cuantía, calidad, clase y fecha de vencimiento estén normalizados, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como contraparte ante los miembros comprador y vendedor"¹⁹.

18 El art. 1.2 del Real Decreto 1814/1991 define a los futuros financieros como "*contratos a plazo que tengan por objeto valores, préstamos o depósitos, índices u otros instrumentos de naturaleza financiera; que tengan normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento, y que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como compradora ante el miembro vendedor y como vendedora ante el miembro comprador*".

19 A las "opciones sobre cítricos" las define como "*contratos a plazo cuyo objeto sea el mencionado en el apartado anterior, que tenga normalizada su cuantía, calidad, clase y precio de ejercicio, así como su fecha única o límite de ejecución, en los que la decisión de ejecutarlos o no sea derecho de una de las partes, adquirido mediante pago a la otra de una prima acordada, que se negocien y transmitan en un mercado organizado cuya Sociedad Rectora los registre, compense y liquide, actuando como contraparte ante los miembros comprador y vendedor*".

Hay que dejar claro que, aunque reiteradamente se hacen referencias globales a los futuros y opciones financieros, existen sustanciales diferencias entre ambos. Vid. al respecto, DÍAZ RUIZ, *Contratos sobre tipos de interés*, Civitas, Madrid, 1994, p. 206 y ss. No obstante, la diferencia esencial no estriba en que el futuro sea un contrato definitivo y la opción un contrato preparatorio. En todo caso, las opciones financieras deben considerarse contratos principales, y no sólo para el caso en que se liquiden por diferencias (de hecho, la opción puede no ejercerse y no por ello han dejado de producirse determinados efectos). En definitiva, las divergencias derivan del diferente tipo contractual que articulan los futuros y las opciones, de modo que la diferenciación puede extenderse al conjunto general de derechos que conceden unos y otras. Por ello, no coinciden los elementos normalizados de ambas figuras. En las opciones estarán normalizados su importe nominal, objeto y precio de

Por su parte, y de un modo idéntico a los Reglamentos de MEFF R.F y MEFF R.V, el art. 2 del Reglamento de FC&M lo define como "contrato normalizado a plazo, por el cual el comprador se obliga a comprar el activo subyacente y el vendedor a venderlo a un precio pactado (precio de futuro) en una fecha futura (fecha de liquidación). Hasta dicha fecha o hasta que se realice una transacción de cierre, se realizan las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias. Puesto que la liquidación del Contrato puede realizarse por diferencias, la obligación de comprar y vender se puede sustituir en ese caso por la obligación de cumplir con la liquidación por diferencias, en los casos y en la forma prevista en las Condiciones Generales de cada uno de los Contratos negociados en el Mercado".

De estas definiciones se extraen las características esenciales que delimitan el concepto de futuro sobre cítricos, -cuya única diferencia con el futuro financiero radica en el subyacente al que están referidos ambos-.

1) Es un contrato normalizado (no un valor negociable en sentido estricto pues no existe una verdadera emisión ni auténtica negociabilidad conforme a nuestra LMV).

Es decir, la mayoría de sus elementos están estandarizados o normalizados. En particular en las Especificaciones Técnicas de los contratos negociados en FC&M, se hace referencia al activo subyacente, al nominal del contrato, al periodo de negociación y vencimiento, al último día de negociación, a la liquidación a vencimiento, al periodo de entrega, inspección y retirada de mercancía, al almacén de entrega, a la cotización, a la variación mínima y máxima del precio, y al precio de liquidación diaria.

En concreto, se determina el nominal del contrato (cinco toneladas de Naranja), el periodo de negociación y vencimiento (el primero comprende desde el primer día hábil de septiembre hasta el último día de negociación del último mes de vencimiento; siendo los meses de vencimiento noviembre, diciembre, enero, febrero y marzo), el último día de negociación (será el tercer lunes de los meses de vencimiento), y su cotización (los precios se expresarán en pesetas por kilo, sin IVA)²⁰.

2) Y es un contrato a plazo que, como se ha dicho, "procede del contrato de compraventa"²¹, pero no es una compraventa.

Es un contrato a plazo, porque la ejecución de las prestaciones principales que de él derivan difieren en el tiempo (hasta la fecha de vencimiento). Y es un contrato distinto a la compraventa debido a su posible liquidación por diferencias que, junto al posible cierre de posiciones, dota de sustantividad propia, tanto a los futuros como a las opciones.

En principio, quien "compra" futuros tendrá derecho a recibir en la fecha de vencimiento el activo subyacente negociado (cítricos). Y quien "vende" futuros deberá entregar tal activo, recibiendo a cambio la cantidad correspondiente al precio de futuro ya determinado en el momento de contratación.

ejercicio, así como su fecha de ejecución. En los futuros estarán normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento. Asimismo, en los futuros resulta esencial el mecanismo de liquidación diaria que no existe en opciones. En cuanto a garantías, en la opción sólo se constituyen por el tomador, y en los futuros por ambos. Por último, en cuanto a su terminación frente al juego en las opciones de una "fecha de ejecución", en los futuros existe una fecha de vencimiento.

²⁰ Se hace referencia también en estas Especificaciones Técnicas a la variación mínima y máxima del precio. La variación mínima de los precios (tick) será igual a 100 ptas/TM (0,10 ptas/Kg). Por su parte, la fluctuación máxima del precio en relación al cierre de la sesión anterior será fijada por la Sociedad rectora, con comunicación a la CNMV, que también comunicará la variación de los límites cuando las circunstancias del Mercado así lo justifiquen.

²¹ IGLESIAS PRADA, J. L., "El Contrato de Futuros Financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico", en Los Mercados Españoles: Opciones y Futuros Financieros, CDBB, Madrid, 1995, p. 225.

Ahora bien, hay que tener en cuenta que se prevé expresamente la posibilidad de una liquidación por diferencias, que consiste en un procedimiento por el cual el cumplimiento del contrato en la fecha de liquidación se produce únicamente mediante la transmisión en efectivo de la diferencia entre el precio pactado en el contrato y el precio de liquidación a vencimiento conforme al art. 2 RFC&M²². En tal caso, se tendrá derecho a recibir u obligación de pagar la cantidad que resulte de la liquidación por diferencias.

No estaremos entonces ante una compraventa²³, sino ante un contrato sui generis. La liquidación por diferencias, junto al cierre de posiciones²⁴, viene a desnaturalizar la condición de compraventa a plazo de los futuros.

Estamos ante un negocio complejo, que en su última fase de ejecución puede dar lugar a la realización de una compraventa o al pago o recepción de la cantidad resultante de la liquidación por diferencias.

3) Estos contratos han de negociarse y “transmitirse” en un mercado organizado cuya Sociedad rectora los registrará, compensará y liquidará, actuando como contraparte en los mismos.

De esta última nota nos ocupamos a continuación.

b) Interposición de la Cámara de Compensación.

En todos los mercados derivados organizados, existe una Cámara de Compensación (Clearing House) que -con el fin de ofrecer la seguridad necesaria para el buen funcionamiento del mercado-, garantiza todos los contratos que se negocien en el mismo, eliminando el riesgo de contrapartida a los inversores, y permitiendo así una rápida y eficiente compensación y liquidación de los contratos.

En España, el modelo adoptado contempla la existencia de una sola sociedad, Sociedad Rectora y Cámara de compensación a la vez, que realiza todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación de los contratos (art. 3.3. RFC&M).

En concreto, la eliminación del riesgo de contrapartida se consigue mediante la interposición contractual de la Cámara entre los clientes que contratan en el Mercado. Así se prevé en el art. 1.2.b y 7.2 del Real Decreto 1814/1991 y en el art. 3.3. e del RFC&M, que comprende como función de la Sociedad Rectora, la de ser Cámara de Compensación “actuando como contrapartida en todos los Contratos que se registren; en desarrollo de esta función, la Sociedad Rectora será el comprador para la parte vendedora y el vendedor para la parte compradora. Todos los derechos y obligaciones de los miembros o clientes por transacciones realizadas en el Mercado lo serán frente a la Sociedad Rectora que, a su vez exige la constitución de Garantías en aplicación del Reglamento”.

Además, y como peculiar de FC&M, se añade a este artículo un último párrafo por el que se establece la obligación de que la Sociedad Rectora, “con el fin de garantizar en todo caso

22 Cfr. arts. 18.3 y 18.4 RFC&M . En estos artículos se prevé que los “Contratos” cuyas Condiciones Generales así lo establezcan se liquidarán por diferencias en la fecha de liquidación, estableciéndose el procedimiento que seguirá la Sociedad Rectora para ello.

23 Vid. DÍAZ RUIZ, "Contratos sobre...", cit., p. 164 en relación a los futuros sobre tipos de interés. El objeto de estos contratos no es transmisión de un bien o derecho a cambio de un precio (art. 1445 CC) , ni mucho menos con ánimo de revenderla y lucrarse con la venta (art. 325 Cco). Las partes se obligan a hacer un pago en una fecha futura, "pago que no es un precio, ni consiste en una compensación de obligaciones recíprocas y liquidas en dinero, sino de efectuar unos determinados cálculos matemáticos operando sobre ciertos elementos predeterminados por las condiciones generales de cada contrato y ajenos al control o la voluntad de las partes".

24 Vid. infra., sobre el cierre de posiciones, p. 43 y ss.

el cumplimiento de sus obligaciones”, formalice un contrato con varios operadores de contado, que en su conjunto tengan acreditada una participación relevante en el mercado de contado²⁵.

En relación a su alcance, podemos hablar de dos principios complementarios que informan esta interposición contractual de la Rectora: el de actuación como contrapartida jurídica, y el de neutralidad económica en la interposición.

Conforme al primer principio, desde el caso de dos órdenes, FC&M es contraparte jurídica de cada uno de los clientes que transmitieron aquellas, teniendo lugar el perfeccionamiento de dos contratos que serán los que se registrarán en las respectivas cuentas. Por eso se califica a estos contratos “ciegos”, en cuanto cada una de las partes contrata con el Mercado²⁶.

Como consecuencia, todos los derechos y obligaciones de los miembros o clientes por las transacciones realizadas en el Mercado, lo serán frente a FC&M. Será ésta quien deberá cumplir con las obligaciones derivadas de las contrataciones realizadas, y a quien podrá exigirse el cumplimiento de las mismas. FC&M asegura, en todo caso, la entrega de los cítricos, al tener concertados los obligatorios contratos con los “operadores de contado”.

También será FC&M el acreedor de las prestaciones que hayan de realizar los clientes o los miembros. Asimismo, se podrá cerrar la posición frente a FC&M, que será la obligada en la liquidación final o al vencimiento de los contratos²⁷.

Ahora bien, conforme al segundo principio, FC&M no será nunca la contrapartida económica. Sólo se interpondrá y registrará contratos, cuando concurren ciertas circunstancias (art. 12.3 RFC&M), que consisten en que confluyan en el Mercado órdenes de sentido opuesto. De este modo, FC&M tendrá siempre el mismo número de Contratos “comprados” y “vendidos”.

III. SUJETOS INTERVINIENTES EN EL MERCADO

Varias son las categorías de sujetos, junto a la Sociedad Rectora FC&M, que tienen relación directa o indirecta con el mercado, de los que se ocupa el Reglamento. Se trata, fundamentalmente, de los miembros y los clientes del mercado. Aunque también hay que hacer alusión a la figura de los “operadores de contado”, como peculiar “colaborador” de la Sociedad Rectora y de los citados miembros.

1. Miembros del Mercado

Vemos a continuación la noción de miembro del mercado, los requisitos exigidos para adquirir tal condición, sus distintas clases y las funciones de cada uno de ellos, así como las normas que rigen su actuación en el mercado.

Hay que partir en este tema, de que es básico el principio de contratación exclusiva a través de intermediarios especializados. Según el mismo, todo aquel que quiera operar en el mercado, deberá hacerlo a través de uno o varios de los miembros del mercado (art. 16.3 RFC&M).

25 Vid. al respecto, *infra*. p. 28 y ss.

Es también la Sociedad Rectora, en virtud del art. 3.3.k del Reglamento la que llevará el registro actualizado de los contratos formalizados entre los miembros liquidadores y los operadores de contado para el aseguramiento de la entrega.

26 FERNANDEZ-ARMESTO.J., y DE CARLOS BLETRAN,L. *El Derecho del Mercado Financiero*, Civitas, Madrid, p. 519.

27 En este sentido, el último PRLMV obliga en su art. 59.2 *in fine* a que en los mercados de futuros y opciones la sociedad rectora del mercado dé “por si misma”, o asegure por medio de otra entidad (en este caso será necesaria la aprobación del Ministerio de Economía) contrapartida en todos los contratos que se negocien.

Por su importancia, a los miembros del mercado se le dedica el Capítulo Segundo del Reglamento, que establece sus clases y funciones (art. 4), sus derechos y obligaciones (art. 5), y el contenido mínimo de los contratos entre la Sociedad Rectora y miembros, de los miembros entre sí, y de la Sociedad Rectora y miembros con Operadores de Contado (art. 6).

En cuanto a la noción de miembro del mercado, éste es el sujeto que negocia directamente en el Mercado. En este sentido, el art. 15.1 del Real Decreto 1814/1991, los define como "las entidades facultadas para negociar contratos en él, de conformidad con las especificaciones contenidas en el Reglamento", mientras por su parte, el art. 2 RFC&M describe al miembro como "participante en el Mercado con acceso directo al mismo".

Pero existen unos requisitos generales para poder ser miembro del mercado. Estos, como exige el art. 15.2 del Real Decreto 1814/1991, se comprenden en el art. 4 RFC&M.

Condición inexcusable será la de tener la condición de Sociedad o Agencia de Valores, o demás entidades financieras señaladas en el art. 76 a), b) y c) LMV -entidades oficiales de crédito, bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y sociedades mediadoras del mercado de dinero-, que se acreditará con la correspondiente certificación expedida por la CNMV.

No obstante, hay que tener en cuenta aquí que en el PRLMV, se prevé la posibilidad de que -en relación a los mercados donde se negocien instrumentos financieros derivados con subyacente no financiero-, pueda determinarse reglamentariamente la adquisición de la condición de miembro del mercado por entidades distintas a las señaladas (art. 59.2 in fine PRLMV).

Adicionalmente, las entidades que deseen ser miembros del mercado deberán cumplir las condiciones determinadas en el Reglamento del Mercado para ello. Todas ellas deben celebrar un contrato con FC&M aceptando sus reglas de actuación y funcionamiento (arts. 4.2.1.c, 4.3.1.c, 4.4.1.c y art. 4.5.1.b RFC&M). A tal contrato se le califica de "contrato de adhesión" por el que formalmente se manifiesta la aceptación del Reglamento del Mercado²⁸.

Asimismo, en determinados casos será necesario que estos celebren contratos con otros miembros (los miembros negociadores con los miembros liquidadores o miembros liquidadores custodios) -art. 4.2.1.b), 4.3.1.c) y e) RFC&M-, así como también con los "operadores de contado" -art. 6.7.c RFC&M-²⁹.

Por último, deberán constituir determinadas garantías iniciales a favor de FC&M (art. 4.3.1.d y 4.4.1.d RFC&M), con el fin de garantizar en todo momento el cumplimiento de sus obligaciones³⁰.

En cuanto a las distintas clases de miembros, hay que apuntar que es pilar básico para el funcionamiento de todo mercado derivado la configuración de diferentes categorías de miembros del mismo. Cada uno de ellos tendrá una determinada función esencial, ya sea la de negociar, la de cotizar o la de liquidar. Suele diferenciarse, al respecto, entre "brokers", "market makers", y "clearing members"³¹.

En nuestro caso, siguiendo al art. 15 del RD 1814/1991, el art. 4.1 del RFC&M dice que los miembros del Mercado podrán pertenecer a una o más de las siguientes clases: miembro

28 MADRID PARRA, Contratos y Mercados de futuros y opciones, Tecnos, Madrid, 1994, p. 42.

29 Vid. al respecto, infra., p. 28 y ss.

30 Obligaciones de constitución y mantenimiento de garantías relativas a posiciones abiertas y de todo tipo de liquidaciones de efectivos en los plazos estipulados (y también las obligaciones de recepción y custodia de garantías en el caso de miembros liquidadores custodios). Vid. Circular 6/95 de FC&M sobre *Determinación de las garantías iniciales*.

31 Vid. LOSS, cit., p. 625; GIBSON-JARVIE, R., *Futures and Options markets: trading for the 1990s*, Woodhead-Faulkner, London, 1989, p. 28-37; HULL, J., *Introduction*, cit., p. 5-10; HULL, J., *Options, Futures...*, cit., p. 144.

negociador, miembro liquidador, y miembro liquidador custodio. Adicionalmente, podrán ejercer todos esos miembros como creador de mercado.

a) Miembro negociador.

Como su nombre indica su función esencial es la de negociar directamente en el mercado (art. 2 RFC&M). Y podrá hacerlo tanto por cuenta propia como por cuenta de clientes (art. 4.2.2 RFC&M). Es decir, será quien transmitirá las órdenes por cuenta propia o por cuenta de sus clientes directamente a la Sociedad Rectora³².

b) Miembro liquidador.

Es la clase de miembro cuyas funciones propias son además de la de negociar, la de "responder del cumplimiento de obligaciones, realizar pagos y cobros de efectivos y realizar compraventas de activo subyacente" (art. 2 RFC&M).

Es decir, puede -como los miembros negociadores- negociar directamente en el Mercado por cuenta propia o por cuenta de clientes, pero es, además, el miembro que responde frente a FC&M del cumplimiento de las obligaciones de constitución y mantenimiento de garantías y de las liquidaciones resultantes de transacciones realizadas en el mercado (art. 4.3.2. b y c RFC&M). Y tanto, por cuenta propia como de sus clientes, como por otros miembros negociadores no liquidadores con los que haya contratado.

Es también el miembro que realiza el pago o cobro a FC&M de todas aquellas liquidaciones en efectivo -que no correspondan a compraventas del activo subyacente-, siempre que tenga Cuenta de Tesorería en el Banco de España. Los que no la tengan, o teniéndola así lo deseen, deberán domiciliar las liquidaciones en efectivo en una entidad financiera que la tenga, sin que ello suponga ningún traspaso de la responsabilidad (art. 4.3.2.d RFC&M).

Y debe también garantizar la entrega del activo subyacente en las liquidaciones a vencimiento, cuando así lo establezcan las Condiciones Generales correspondientes (art. 4.3.2.e RFC&M)³³.

c) Miembro liquidador custodio.

Es el miembro que, además de las funciones propias de un miembro liquidador, tiene la de recibir, aceptar y custodiar las garantías, en nombre de FC&M³⁴ (art. 2 RFC&M).

En particular, es quien ha de hacerse cargo de las garantías correspondientes a las posiciones abiertas en el mercado bien por sí mismo, bien por sus clientes o bien por los miembros con los que así lo haya acordado (4.4.2.f RFC&M).

Hay que advertir también de que cabe la posibilidad de que se autorice a los miembros liquidadores custodios que así lo soliciten a ser miembro "no negociador" (art. 4.4.3 RFC&M). En este caso, sólo se actuará como custodio, y sólo realizará cobros y pagos en la medida en que sea necesario para cumplir con sus funciones de depositario.

d) Creadores de Mercado.

32 No pueden liquidar ni actuar como depositarios de garantías, aunque serán quienes perciban (a través de los miembros liquidadores y no directamente de la sociedad rectora) las liquidaciones diarias de ganancias en el caso de futuros y las liquidaciones a vencimiento, tanto las que resulten ser de su propiedad como las que correspondan a sus clientes.

33 No realiza la compra-venta del activo subyacente en caso de tener acceso directo al servicio de liquidación de éste, como ocurre en MEFF Renta Fija y MEFF Renta Variable.

34 Puede también negociar directamente en el mercado por cuenta propia y por cuenta de clientes, debiendo responder de las obligaciones resultantes de las operaciones realizadas tanto por cuenta propia, como de clientes y otros miembros con los que así lo haya acordado y comunicado a la Sociedad Rectora.

Según el citado art. 2 RFC&M es el miembro del Mercado que ha acordado mediante un contrato con FC&M que, siempre por cuenta propia, "cotizará precios de compra y venta en forma continuada" en el Mercado.

Es decir, de forma complementaria a las anteriores, se podrá ostentar esta categoría cuya función es garantizar la liquidez del mercado ofreciendo en todo momento y forma simultánea precios de compra y venta en los contratos en que se haya establecido. Precisamente, la existencia de creadores de mercado asegura que las órdenes de compra y de venta serán siempre ejecutadas a cierto precio con inmediatez³⁵.

Estos miembros, que no siempre actúan como intermediarios, se comprometen a asumir la permanente oferta por cuenta propia de posiciones de compra y venta en las operaciones que se hayan estipulado, a cambio de condiciones especiales, que consisten normalmente en el cobro por la Sociedad Rectora de unas comisiones mucho más bajas por la celebración de cada contrato, y eventualmente, por la liquidación de los mismos al vencimiento³⁶.

Por otro lado, en relación a los miembros, hay que hacer alusión a las normas que rigen su actuación en el mercado.

Al respecto, en relación al régimen de supervisión, inspección y sanción de los miembros, se aplican los arts. 84 y ss. de nuestra actual Ley del Mercado de Valores. A estos se remite expresamente el art. 15. 4 del Real Decreto 1814/1991.

Destaca en este punto, la aplicación a los miembros de las normas de conducta de los intermediarios financieros en general. En concreto, del Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo sobre normas de actuación en los mercados de valores y registro obligatorios, y de las normas que lo desarrollan. Por si esto no fuera suficiente, el miembro queda obligado a velar por el cumplimiento de las normas previstas en el citado Real Decreto 629, en virtud de la cláusula t) del modelo de contrato que tendrá que celebrar con la Sociedad Rectora para ingresar en el mercado.

En particular, FC&M ha elaborado un Código General de Conducta aplicable a las personas y entidades relacionadas con dicho Mercado. Se trata de la Circular 20/95 sobre Código General de Conducta del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, con la que se persigue un transparente proceso de formación de precios, así como un comportamiento leal por parte de todos los que intervengan en la negociación, compensación y liquidación de las operaciones³⁷.

Por último, hay que precisar que el cese como miembro del mercado podrá producirse bien de forma voluntaria, bien de forma forzosa. Para este último supuesto, el Capítulo noveno del Reglamento del Mercado denominado "Incumplimientos" establece en su art. 28 RM el procedimiento a seguir (suspensión de funciones) en caso de incumplimiento de las obligaciones

35 Vid. DÍAZ RUIZ, "Contratos...", cit., p. 285; MADRID PARRA, cit., p. 44; SALIBA, A., "La función del creador de mercado", ICE, n.º. 706, junio 1992, pp. 79 y ss; y PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., La figura de los Creadores de Mercado en la Legislación española sobre mercado de productos financieros derivados de renta variable, Madrid, 1993, p. 3.

36 Por último, el art. 4.5.3 RM prevé que el Consejo de Administración de FC&M podrá limitar el número de creadores de Mercado por cada Contrato objeto de negociación. Vid. también Circular n.º 2/95 de FC&M sobre *Creadores de Mercado*.

37 Su contenido es prácticamente idéntico al del Anexo del citado Real Decreto 629/1993. *Las reglas generales de conducta* versan sobre "Imparcialidad y buena fe", "Cuidado y diligencia", "Medios y capacidades", "Información sobre la clientela", "Información a los clientes", "Conflictos de interés", y "Negativa a contratar y deberes de abstención". Destacan asimismo, la previsión de un "Procedimiento de Resolución de Controversias" (art. 3), las reglas especiales en materia de "información privilegiada" (art. 4), y la referencia a las consecuencias de infracción de tales normas (art. 6). Vid. también la Circular 21/95 sobre *Código de Conducta del Personal de la Sociedad Rectora del Mercado de Futuros y Opciones sobre Cítricos, S. A.*

de los miembros. Procedimiento que puede terminar con la resolución definitiva de su contrato con FC&M, y la automática expulsión del mercado.

2. El cliente del mercado

Del cliente del mercado se ocupa el Capítulo Tercero del Reglamento, donde se enumeran sus derechos y obligaciones (art. 7), se establece el modelo normalizado de contrato entre los miembros y sus clientes (art. 8), y se regula el procedimiento de reclamaciones de clientes y el procedimiento arbitral (art. 9).

Al cliente se le define como la *"persona física o jurídica que realiza transacciones de compraventa de contratos en el Mercado, accediendo a él a través de un miembro "* (art. 2 RFC&M).

Tres son, por tanto, las notas que le caracterizan:

a) Podrán ser clientes tanto personas físicas como personas jurídicas, aunque lo serán fundamentalmente entidades financieras.

Aunque no dice nada el Reglamento, podrían subclasificarse distintas categorías de inversores o clientes en función de su especialización profesional, diferenciando entre inversores institucionales, inversores profesionales e inversores particulares, tal y como hace el art. 7 del Real Decreto 291/1992 de 27 de marzo, fundamentalmente en vistas a proporcionar a éstos últimos una mayor protección.

Nos sirve aquí de referencia la propia DSI, que apunta la conveniencia -a efectos de la protección de los inversores, que es uno de sus objetivos- de tener en cuenta "las distintas necesidades de protección de las diversas categorías de inversores y de su grado de especialización profesional" (Considerando nº 32). Precisamente, será el carácter profesional de la persona a la que se preste el servicio, el que deberá tenerse en cuenta a efectos de aplicación de las normas de conducta (art. 11.1 DSI).

En este sentido, hay que apuntar que el art. 14.2º del citado RD 629/1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores y registro obligatorios, establece que los contratos-tipos reguladores de la actividades u operaciones de las entidades intermediadoras, deberán ajustarse en todo caso a los dispuesto por la Ley 26/1984 de 19 de julio, Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios³⁸.

b) El cliente es el sujeto que "realiza las transacciones" en el Mercado.

Esto significa que, a pesar de la necesaria intervención de los miembros, es el cliente o inversor final (que puede ser también el propio miembro si actúa por cuenta propia) el que asume los resultados jurídicos y económicos de los contratos que negocie.

c) Ahora bien, en todo caso los clientes accederán al mercado a través de los miembros que en él intermedian, en virtud de un obligatorio contrato entre ambos sujetos.

Expresamente se especifica en el Reglamento que los clientes no tienen acceso directo al Mercado, y que, por tanto, sólo podrán actuar a través de uno o más miembros (art. 16.3 del RFC&M). Por ello, cuando un cliente desee operar en el mercado deberá firmar previamente un contrato con un miembro del mercado, y obtener una identidad comercial por cada cuenta que se le abra.

38 Para aplicar tal precepto será necesario, no obstante, que sea posible calificar a los inversores particulares de consumidores y usuarios, si cumplen los requisitos del art. 1 de la LGDCU. Entre otros, CACHÓN BLANCO, "El principio jurídico de protección al inversor en valores mobiliarios", RDBB, 1994, p. 640.

Hay que destacar en este punto, la importancia de ese contrato marco entre clientes y miembros -contrato de comisión-, que generará adicionales derechos y obligaciones entre estos sujetos, adicionales a las derivadas de la contratación de los futuros.

3. Operadores de contado

Aunque no se trata de un miembro del mercado, hay que hacer referencia, por su particularidad, a esta clase de eventual interviniente en el Mercado, que se denomina "operador de contado".

Esta figura se define como la *"persona física o jurídica cuya actividad ordinaria incluya la producción, comercialización, intermediación y/o participación en mercados de Cítricos que constituyan el activo subyacente de alguno de los Contratos negociados en el Mercado"*(art. 2 RFC&M).

En este precepto se está indicando el presupuesto básico para poder ser operador de contado. Con independencia de que se trate de una persona física o jurídica, su actividad ordinaria (que comprenderá bien la producción, bien la comercialización, bien la intermediación o participación) tendrá que estar relacionada con el mercado a contado de los cítricos correspondientes.

Y estos sujetos se relacionarán tanto con la Sociedad Rectora como con los miembros liquidadores, siendo su función clara. Por un lado, contribuyen a hacer posible el cumplimiento por los miembros liquidadores de sus funciones. Por otro, aseguran la garantía que ofrece la Cámara de Compensación en el mercado, en el caso de incumplimiento de un cliente de su obligación de entrega de los cítricos³⁹. Y en ambos casos se justifican en la especial naturaleza del subyacente al que no tienen acceso directamente ni los miembros ni la rectora.

Diferenciamos entre su relación con los miembros liquidadores y con FC&M:

a) Tanto los miembros liquidadores como los liquidadores custodios, deben celebrar un contrato con al menos un operador de contado de forma que se garantice la función de "garantizar la entrega del activo subyacente en las liquidaciones a vencimiento, cuando así lo prevean las Condiciones Generales del Contrato" (arts. 4.3.1.e y 4.4.1.e).

Se entiende con este precepto que será suficiente contratar con un sólo operador de contado, aunque parece evidente que será necesario que éste tenga una participación en el mercado a contado que le permita hacerse cargo de sus funciones.

Pero además, el Reglamento establece el contenido mínimo de los contratos a celebrar entre el miembro liquidador y el operador de contado (art. 6.7 RFC&M).

Cabe destacar de éste, que el operador de contado se compromete, cuando así se lo requiera el miembro liquidador, y en las liquidaciones a vencimiento de los contratos, a entregar o recoger la mercancía de la calidad y condiciones previstas en las CCGG y en las Circulares de aplicación (art. 6.7.c RFC&M).

En particular, entregará la mercancía para atender las posiciones abiertas vendedoras, bien propias del miembro, o en su caso de terceros (clientes o miembros negociadores). Y recogerá la mercancía para atender las posiciones abiertas compradoras bien del miembro, bien de terceros.

No obstante, el alcance de la intervención de estos sujetos en el mercado no resulta tan sencilla. El Reglamento la ha complicado, al prever una supuesta subrogación del operador en todos los derechos y obligaciones del cliente o miembro frente a la Sociedad Rectora. Al respecto, según el art. 6.7.f RFC&M, el cliente, el miembro negociador o su cliente, o el

39 Vid. CUÑAT EDO, V., "Mercados...", cit., p. 135 y 136.

miembro liquidador -según proceda- “autorizan al operador a subrogarse frente a la Sociedad Rectora en los derechos y obligaciones que se deriven para el cliente o miembro como consecuencia de la liquidación a vencimiento del contrato por entrega”. Por supuesto, en cuanto a la entrega de la mercancía y percepción del precio en el caso de posiciones vendedoras, y en cuanto a la recepción de la mercancía y pago del precio en el caso de posiciones compradora.

Podría pensarse que en virtud de este artículo el operador no es un simple colaborador, sino que pasa a ser la contraparte de FC&M, sustituyendo en la relación contractual al cliente o miembro en cuestión.

Complicando más esta cuestión, a continuación en el apartado g) se especifica en qué situaciones “subsistirán” las obligaciones de los clientes y miembros frente a la Sociedad Rectora, siempre solidariamente con el operador. Esto ocurrirá cuando el operador incumpla y en consecuencia se resuelva el contrato (así como también respecto de las obligaciones accesorias establecidas en las Condiciones Generales de los Contratos -devolución de cajas y palets-)⁴⁰.

En definitiva, todo esto significa que FC&M encontrará como ejecutor de los contratos a un operador de contado (que podría considerarse que actúa por cuenta del miembro, sin necesidad de acudir a la subrogación). Ahora bien, si éste incumple, y no entrega o paga el precio, la Sociedad Rectora podrá tomar medidas contra los clientes y los miembros, iniciales y verdaderos obligados.

b) También la Sociedad Rectora está obligada en virtud del Reglamento a formalizar un contrato con varios operadores de contado, que en su conjunto tengan acreditada una “participación relevante” en el mercado de contado (art. 3.3.e RFC&M).

Sin entrar a descifrar el significado de “participación relevante”, hay que apuntar que del contenido mínimo de este contrato se ocupa el art. 6.8 del Reglamento. Según éste, y en el marco del denominado “procedimiento de aseguramiento de la entrega”, la Rectora designa al operador de contado como “entidad colaboradora” para, en su caso, realizar la entrega o recepción de la mercancía en las liquidaciones a vencimiento de los contratos (art. 6.8.b).

En consecuencia, este operador se compromete, previo requerimiento de la Rectora, a entregar o recoger (depende de que el cliente o miembro tengan posición vendedora o compradora) la mercancía de la calidad y condiciones previstas en las Condiciones Generales y Circulares aplicables (art. 6.8.c).

En este caso, la intervención del operador tendrá lugar en el contexto del denominado “procedimiento de aseguramiento de la entrega”. Tendrá que entregar la mercancía cuando el cliente o miembro liquidador vendedor no cumpla con su obligación. Y tendrá que recoger la mercancía entregada cuando el que incumpla sea un cliente o miembro liquidador con posición compradora.

En este caso su relación con la Sociedad Rectora es claramente directa. No está actuando por cuenta de ningún cliente o miembro. Por ello, en el apartado f) del art. 6.8 se afirma que en todo caso se entenderá que las relaciones mercantiles relativas a la compraventa de la mercancía que se establezcan “vincularán directamente al Operador de contado con la Sociedad Rectora”⁴¹.

Se articula, pues, la garantía de FC&M en el cumplimiento de los contratos a través de la compraventa de los cédulos subyacentes a un tercero ajeno al mercado. A su vez, se protege al

40 Sobre los problemas que pueden suscitar estos preceptos, vid. CUÑAT EDO, V., “Mercados...”, cit., p. 138.

41 En el apartado g) se dice que el precio al que se realizará la compraventa de la mercancía entre el operador de contado y la Rectora se determinará de acuerdo con los procedimientos establecidos en las Condiciones Generales de los Contratos entre ambos.

operador de contado que se relacionará directamente con la Rectora, y no con clientes o miembros incumplidores.

IV. NEGOCIACIÓN

En sentido estricto, podemos referirnos al sistema de contratación o negociación como aquel mediante el cual se produce la confluencia entre la "oferta" y "demanda" sobre un futuro y se casan las mismas, configurando el "precio" de la transacción.

Pero desde una perspectiva amplia, el Reglamento del Mercado regula en el capítulo relativo a negociación (tal y como exige el art. 3.2. c) del Real Decreto 1814/1991), tanto el sistema de cotización de precios y transmisión de órdenes, como el sistema de "case" de órdenes y el sistema de registro de las transacciones. Es más, se alude también en este Capítulo al procedimiento de resolución de incidencias, a los supuestos de interrupción de la contratación, al sistema de difusión de la información, y a los horarios de negociación.

Dada la imposibilidad de proceder a un estudio detallado de todos estos aspectos, destacaremos a continuación aquellas cuestiones básicas relativas al régimen general de las órdenes (transmisión, aceptación y ejecución), al registro de las operaciones, y al denominado "cierre de posiciones".

Y lo hacemos en este orden siguiendo las distintas fases que comprende el proceso lineal de contratación. En primer lugar tendrá lugar la formulación por el cliente de las diversas órdenes que el miembro transmitirá al Mercado. A continuación, y en el marco del sistema de negociación de FC&M, se casarán las diferentes órdenes dando lugar a diferentes transacciones, que serán registradas, interponiéndose contractualmente desde ese momento FC&M entre los inversores. Adicionalmente, tras la realización de una transacción y la producción de sus efectos básicos (pago de comisiones y constitución de garantías), los clientes podrán "cerrar sus posiciones" durante la vida del contrato.

1. Régimen de transmisión, aceptación y ejecución de órdenes.

El primer aspecto al que cabe hacer referencia es al de la transmisión de las órdenes. En principio, el cliente comunicará la orden que considere oportuna al miembro, que será quién la transmitirá al Mercado⁴². Y es de la transmisión de las órdenes por los miembros al Mercado de la que se ocupa el Reglamento, que en su art. 11 establece las indicaciones que debe contener ésta y sus modalidades.

Al respecto, hay que apuntar que se cuenta con un sistema de negociación automático o informático, en virtud del cual todos los miembros disponen de terminales del sistema informático de negociación desde los que reciben información sobre la situación de cada instrumento, y emiten las órdenes, realizándose el case de operaciones de forma automática⁴³.

42 A este respecto, hay que tener en cuenta que el art. 4.1 del Real Decreto 629/1993, sobre normas de actuación apunta como las órdenes de los clientes "deberán ser claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto el ordenante como el receptor conozcan con exactitud sus efectos, debiendo tener las órdenes el contenido mínimo que se haya determinado". Esta claro que la formulación de las órdenes afectará a las relaciones cliente-miembro, en el contexto de su contrato de comisión. En virtud de éste el miembro garantiza al cliente la correcta transmisión al Mercado de las órdenes que reciba del mismo.

43 Hay que destacar que en todo el proceso de negociación el operador se apoya en la información proporcionada a través del Terminal de negociación. Y se exige, al respecto, transparencia en la negociación y la necesidad de suministrar información pública acerca de los precios y volúmenes de negociación (art. 10.3 RFC&M). Destaca también en este punto la eventual actuación de la denominada "Comisión de Vigilancia del Mercado", que realiza las funciones de supervisión y control prevista en la normativa del Mercado. Vid. al respecto la Circular 12/95 FC&M sobre *Procedimiento de actuación ante operaciones presuntamente erróneas*; y la Circular 17/95 FC&M sobre *Comisión de Supervisión y Vigilancia*.

Cada operador, situado en su propia entidad, dispone de un terminal que le permite enviar a un procesador central común para todos los operadores, sus órdenes de compra y venta. El ordenador central realiza las funciones de validación de las órdenes recibidas, búsqueda de contrapartida, registro de operaciones, y anotación de posiciones en las correspondientes cuentas.

Veamos ahora las diversas órdenes que pueden transmitirse por los miembros del Mercado, así como su contenido mínimo. Por una parte, en cuanto a su contenido mínimo, se especifica que las órdenes que se transmitan a FC&M, deberán incluir, y es una exigencia motivada por la normalización, las siguientes indicaciones (art. 11.1 RM):

En primer lugar, el "signo de la orden", es decir, si la orden es de "compra" o de "venta". En segundo lugar, el "Contrato" al que se refiere la orden, es decir, si es una opción (de compra o de venta) o un futuro. En tercer lugar, la cantidad expresada en número entero de Contratos. En cuarto lugar, el mes de vencimiento. En quinto lugar, el precio de ejercicio y la prima si se trata de una opción. Y, por último, este precepto se cierra con una cláusula abierta, según la cual deberá indicarse, en general, "cuantas precisiones fueran necesarias para la buena ejecución de la orden".

En cuanto a las clases de órdenes, según el art. 11. 2º RM, éstas podrán ser, dependiendo de las condiciones de ejecución, "al menos" de los siguientes tipos: "simples, todo o nada y combinadas".

La orden simple es aquella "orden de compra o venta de contratos de una misma Serie que no incluye ninguna otra condición que la descripción mínima de una orden" (art. 2 RFC&M). Será, por tanto, aquella referida a una misma serie de Contratos, y cuyo contenido será el contenido mínimo o especificaciones exigidas en el art. 11.1 RM. Además, y este es el rasgo que las define, no estarán condicionadas, pudiendo ejecutarse total o parcialmente (art. 11.2.a RFC&M).

La orden combinada es la "orden de compra o venta de Contratos de más de una Serie y que está condicionada al cumplimiento total de la orden". Se referirán, por tanto, a más de una serie de Contratos y estarán condicionadas a la ejecución total y simultánea de todas las subórdenes que la integran (art. 11.2.c RFC&M).

Por último, las órdenes todo o nada son aquellas que están condicionadas a que se ejecute el número completo de Contratos y que, por tanto, no podrán ejecutarse parcialmente (art. 11.2.b RFC&M). En cuanto a sus precisiones mínimas necesarias el operador del miembro deberá especificar al operador de mercado que la orden tiene tal carácter, además de las precisiones que éste último le requiera.

Pero el proceso de negociación no termina con la transmisión de las órdenes. Adicionalmente, el art. 10 RFC&M establece una serie de reglas generales referidas a la aceptación (que tendrá como consecuencia su firmeza y vinculación), y ejecución de las órdenes.

En este sentido, se exige en todo caso que la Sociedad Rectora acepte expresamente las órdenes que se transmitan al Mercado (también su ejecución o cancelación), para que éstas sean válidas⁴⁴ (art. 10.5 RFC&M).

En el momento en que existan simultáneamente órdenes de sentido opuesto que puedan casarse entre sí, estas serán ejecutadas dando lugar a una transacción (art. 10.9 RFC&M).

Para su ejecución, se dará un orden de prioridad a las órdenes aceptadas conforme a las siguientes reglas. En primer lugar, la de mejor precio, y en segundo, y a igualdad de precios, la

⁴⁴ Todas las órdenes transmitidas a la Sociedad Rectora serán firmes y vinculantes desde el momento que hayan sido aceptadas por el sistema de negociación (art. 10.4 RFC&M).

más antigua. En tercer lugar, tendrán prioridad sobre las órdenes simples las órdenes combinadas que impliquen compras y/o ventas simultáneas (art. 12.1 RFC&M).

Por último, cabe destacar la existencia de límites a las posiciones de los miembros y clientes (art. 22 RFC&M), cuya finalidad es la de limitar la concentración de riesgos del mercado. También en el apartado 7º de las Condiciones Generales de cada Contrato se hace referencia los límites a las posiciones de miembros y clientes. En definitiva, la Sociedad Rectora limitará la posición abierta de sus miembros y clientes, constituyendo la inobservancia de estos límites un incumplimiento que permitirá que la Sociedad rectora proceda al cierre ordenado del exceso, y exija las correspondientes garantías extraordinarias⁴⁵.

2. Registro de operaciones

FC&M procede al registro de los contratos o transacciones realizadas en el Mercado basándose en el "sistema de anotaciones en cuenta" establecido en el art. 16 RFC&M.

Y ello en virtud del art. 12.2 RFC&M conforme al cual "una vez realizada una transacción, la misma será registrada en la cuenta que corresponda"⁴⁶. Será una vez producida la ejecución y case de las órdenes cuando deberá procederse al registro de la misma en la cuenta que corresponda por la Cámara de compensación.

En concreto, el Reglamento del Mercado define el término registro como el "acto por el que MEFF RV anota los datos de una transacción en las cuentas correspondientes de su sistema para su posterior compensación, liquidación y cálculo de garantías" (art. 2 RFC&M).

No obstante, aunque puede interpretarse que sólo se registra una transacción, hay que tener en cuenta que serán dos contratos los que efectivamente FC&M registrará a raíz de cada operación, dada su interposición contractual. Procederá al doble registro de la transacción en cada una de las cuentas correspondientes.

Del "Sistema de anotaciones en cuenta" se ocupa, como hemos dicho, el art. 16 del Reglamento. Conforme al mismo, la Sociedad Rectora mantendrá cuentas propias de los miembros y cuentas de clientes, cada una designada con una "identidad comercial", que servirá como código de identificación del cliente (art. 16.1)⁴⁷.

Son varias las cuestiones que subyacen aquí:

a) Consideraciones generales.

Los futuros y opciones financieras se representan mediante anotaciones en cuenta. Expresamente el art. 1.5 del RD 1814/1991 dice que "los futuros y opciones financieros estarán representados exclusivamente mediante anotaciones contables de la correspondiente Sociedad Rectora". Desarrollando este precepto, también los arts. 3.2 y 12.2 del Reglamento del Mercado prevén que "los contratos objeto de negociación" se representen mediante anotaciones en cuenta. Es decir, los futuros son objeto de anotación contable en un registro

45 Cfr. Circular 11/95 FC&M sobre *Procedimiento a seguir en caso de que un contrato supere los límites de fluctuación máxima diaria de precios*, y Circular 15/95 FC&M sobre *Límites a las posiciones de miembros y clientes*.

46 Aunque conforme al art. 12.3 RFC&M sólo registrará Contratos negociados en el Mercado cuando se den las circunstancias del art. 11, es decir, que confluyan en el Mercado órdenes en sentido opuesto. Hay que tener en cuenta que también se permiten operaciones especiales, acordadas directamente entre los miembros, en este Mercado (art. 12.4 RFC&M). Vid. Circular 18/95 sobre *Aplicaciones: Operaciones a cambio convenido*. También se permiten, en casos excepcionales modificaciones de las anotaciones en el Registro (art. 12.5 RFC&M). Vid. Circular 9/95 sobre *Operaciones de Transpaso*.

47 Vid. Circular 10/95 FC&M sobre *Mecanismos de apertura y cancelación de cuentas*.

informático que lleva la propia Sociedad Rectora (en concreto en la cuenta propia de un miembro del mercado o en una de las cuentas de clientes)⁴⁸.

En cuanto a su régimen jurídico, el art. 1.5 RD 1814/1991 se remite al régimen de anotaciones en cuenta establecido en el Capítulo II del Título I de la Ley del Mercado de Valores ("De los valores representados por anotaciones en cuenta"), a aplicar "con las adaptaciones que impongan las especiales características de aquéllos". Por su parte, el art. 44 del Real Decreto 116/1992 establece que la llevanza de los registros contables correspondientes a futuros y opciones se regirá por las disposiciones específicas aplicables a cada una de ellos, aunque declara aplicables con carácter supletorio las disposiciones del propio Real Decreto.

Por tanto, las anotaciones en cuenta de los futuros y opciones financieras se rigen por las especiales disposiciones del Reglamento del Mercado, y supletoriamente por las reglas generales sobre anotaciones en cuenta de valores negociables⁴⁹.

La ausencia de escritura y la existencia de condiciones generales son algunas de las especiales características a las que según el Real Decreto 1814/1991 habrá que adaptar el régimen jurídico de la anotación o registro de los futuros y opciones. Además, la particular configuración del mercado hace que la propia Sociedad Rectora (que con una interpretación forzada podría considerarse la emisora de los futuros y opciones) sea la entidad encargada de llevar el registro y de compensar y liquidar estos instrumentos. Asimismo, no existe una propia negociación "secundaria" (transmisión) de estos instrumentos, existiendo modificación de los registros en casos muy excepcionales.

b) Sistema de anotaciones en cuenta.

Comienza el citado art. 16 diciendo que "los miembros tendrán cuentas propias y cuentas de clientes, cada una designada con una identidad comercial, que servirá como código de identificación de cada cliente" (art. 16.1 RM).

Son varias las consideraciones que cabe efectuar. En primer lugar, que toda cuenta estará designada con un código o identidad comercial, configurándose éstas como medio de identificación de los clientes.

Es precisamente, como sabemos, el art. 16.3 del Reglamento del Mercado el que, recordando que los clientes no tienen acceso directo al Mercado, establece que cuando un cliente desee operar en el Mercado deberá primero obtener de un miembro una identidad comercial para cada cuenta que abra (así como firmar el preceptivo contrato con el mismo). De este modo, el cliente queda identificado mediante el código de sus cuentas.

En cuanto al contenido de las cuentas, el art. 16.2 del Reglamento del Mercado, desarrollando el "sistema de anotaciones en cuenta", prevé que tanto las cuentas de los clientes como las cuentas propias de los miembros reflejen necesariamente en todo momento los siguientes datos: a) los contratos registrados ("posiciones tomadas"); b) las primas por opciones pendientes de liquidar; c) las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias devengadas; d) las liquidaciones a vencimiento devengadas; e) las peticiones de garantía; y f) las comisiones devengadas a favor de FC&M.

48 Sin entrar ahora en la cuestión de si los futuros y opciones son o no valores negociables (entre otras circunstancias porque no existe una verdadera emisión, ni entidades emisoras), hay que apuntar la incoherencia sistemática existente al calificar a los futuros y opciones como "contratos" y su necesaria anotación en cuenta como "valores" o derechos. En este sentido, entre otros, ESPINA, D., cit., p. 244.

49 MASSAGUER, "La opción financiera: caracterización jurídica", en *Los Mercado Españoles: Opciones y Futuros Financieros*, CDBB, Madrid, 1995, p. 282.

Es decir, el registro no se limita a anotar o representar el futuro sin más, sino que recogerá otros datos relacionados con la transacción para poder proceder a su compensación y liquidación, así como al cálculo de garantías.

Esta circunstancia evidencia que se trata de un registro contable peculiar o especial frente al acaecido en otros mercados secundarios. Y es que su necesidad es evidente en cuanto se trata de negocios a término, de ejecución sucesiva y no instantánea⁵⁰.

Por último, y en cuanto a las distintas clases de cuentas utilizadas, se definen en el art. 2 del Reglamento.

En primer lugar, se refiere genéricamente a la "Cuenta de Compensación" definiéndola como el "registro contable en el que se anotan las transacciones realizadas por su titular y las posiciones abiertas que resultan de las mismas".

Ahora bien, hay que tener en cuenta que existen dos clases básicas de cuentas abiertas por los miembros en MEFM según la categoría de su titular. Estas podrán ser cuentas propias de los miembros o cuentas de clientes, tal y como prevé el art. 16.1 RFC&M.

Pero además podemos diferenciar, según su función, distintas clases de cuentas que se utilizan en el Mercado. Existen cuentas ordinarias o de negociación, cuentas globales, cuentas transitorias, y cuentas diarias.

La Cuenta ordinaria o de negociación, es la que permite al miembro negociar en el Mercado para un titular específico, y deberá reflejar en todo momento los contratos registrados, las garantías, primas de opciones, liquidación de pérdidas y ganancias en futuros, comisiones de negociación y vencimiento, y la liquidación a vencimiento.

La Cuenta global, es el instrumento que permite que un cliente que opere en el mercado a través de varios miembros, pueda acceder a una gestión global de sus posiciones en el Mercado.

Conforme al art. 16.4 RFC&M cuando un cliente opere en el Mercado utilizando varias identidades comerciales, con uno o varios miembros, podrá solicitar a FC&M, a través de un miembro, el mantenimiento de una cuenta global. El miembro a través del que se haya cursado la solicitud se convertirá en "tenedor de cuenta", gestionará la misma, y será el obligado a comunicar el importe de las garantías.

Esta clase de cuenta se define por el art. 2 RFC&M como aquella que "recoge las transacciones que un cliente ha realizado utilizando diferentes identidades comerciales a efectos de que las liquidaciones y depósitos en garantía puedan ser calculados sobre el saldo que dicha cuenta arroje". Y es que la cuenta global recogerá, especialmente a efectos del cálculo de garantías, de forma conjunta todos los contratos registrados en las cuentas del cliente englobadas en la misma (art. 16.5 RFC&M).

La Cuenta Transitoria, aunque no se define en el art. 2 RFC&M, existe también como complemento a la anterior clase la denominada cuenta transitoria.

Esta es una cuenta ordinaria de negociación que se caracteriza porque de forma automática y en tiempo real traspasa las operaciones en ella registradas a la Cuenta Global. En

⁵⁰ En este sentido, se ha afirmado que aunque se dice que se anota el "contrato", ocurre realmente que queda representada la titularidad jurídica de las partes en el mismo. Se dice que el derecho anotado en cuenta aquí es la "posición jurídica, acreedora o deudora, en una relación contractual contraída frente a la Sociedad Rectora". ESPINA, D., cit., p. 244- 247. Aunque después ésta no circula contablemente como afirma este autor, salvo en casos excepcionales. En definitiva, se afirma que son los créditos (habría que añadir las obligaciones) de las partes en futuros y opciones, y no los contratos mismos, los derechos "representados exclusivamente mediante anotaciones en cuenta" con posibles efectos substantivos sobre su régimen jurídico.

los términos del ap. 2.1 de la Circular 12/95 MEFFRV, esta cuenta tiene la "propiedad especial de volcar automáticamente todas las operaciones que se registran en ella a una cuenta global asociada". En cuanto a su contenido, por ser una cuenta, como su nombre indica transitoria, no refleja en ningún momento las posiciones abiertas del cliente, ni las liquidaciones ni garantías correspondientes a las mismas.

La Cuenta Diaria, permite a los miembros negociar en el mercado sin necesidad de indicar la cuenta del titular, dejándose para un momento posterior la "asignación" de las operaciones al titular que corresponda.

A ella se refiere el art. 2 del RFC&M que la define como aquella en que se registran durante una sesión las transacciones realizadas por un miembro para su posterior "asimilación" a cuentas propias, en su caso, o de clientes.

La Cuenta diaria es abierta por FC&M para cada entidad en el momento que se hace miembro del Mercado. Y todas las operaciones registradas en las cuentas diarias deben ser asignadas antes de la hora límite (18.00 h). La asignación se puede realizar en tiempo real durante la sesión de mercado y durante el período establecido una vez finalizada la negociación, que se denomina "prórroga de asignación en cuenta diaria", que finaliza cuando lo indique el Administrador del Mercado. Finalmente, las cuentas diarias tienen una cuenta propia asociada que recibe las operaciones registradas en aquella que no hayan sido asignadas en el horario establecido.

3. Cierre de posiciones.

El mecanismo del cierre de posiciones es quizá la peculiaridad configuradora de la negociación más importante en todos los mercados derivados organizados.

La esencia del cierre de posiciones consiste en que un cliente puede deshacer la posición que tenga en el Mercado cualquier día antes de la fecha de vencimiento (incluso el día de vencimiento) simplemente realizando la operación inversa a la que generó su posición.

Económicamente el cierre de posición, posible a raíz de la interposición de la Cámara de Compensación, es un modo de dejar sin efecto el contrato anticipando así la ganancia o limitando la pérdida, según el caso. Es en definitiva la transacción mediante la cual el inversor reduce o cancela posiciones previas. Es en este sentido, en el que se consideran los mercados derivados, mercados secundarios (secondary market), en cuanto permiten la "compra" o "venta" de futuros y opciones previamente "vendidas" o "compradas" mediante el cierre de transacciones.

Por su parte, el Reglamento del Mercado en su art. 2 define "cerrar un contrato" como "realizar una transacción opuesta a la que dio origen al Contrato, comprando un Contrato idéntico al previamente vendido o vendiendo uno idéntico al previamente comprado. Para que dos contratos sean idénticos, deben coincidir en Clase, Tipo y Serie".

Además el art. 7.3.g del Reglamento configura como obligación del cliente (también el art. 5.2.e para los miembros) la de comunicar en las transacciones de cierre dicha circunstancia, con la finalidad de que FC&M tenga en cuenta tal circunstancia a efectos de compensar.

Esta previsión permite diferenciar entre una transacción de apertura y una transacción de cierre. La "transacción de apertura" ("opening transaction") es aquella transacción de "compra" o "venta" por la que se establece o incrementa una posición como vendedor o comprador de un futuro y la "transacción de cierre" ("closing transaction") es aquella en la que en algún momento antes de la expiración el vendedor una "compra" de un futuro idéntico, o el comprador realiza la "venta" de un futuro idéntico .

En definitiva, cuando un inversor quiera desvincularse de un contrato, cancelará sus efectos económicos mediante la contratación de un contrato de signo opuesto, compensando así las recíprocas posiciones acreedoras y deudoras de las partes .

Y es que la negociación de futuros y opciones financieras no tiene lugar mediante la transmisión o cesión del contrato. No tiene lugar en este caso ninguna transmisión -por transferencia contable- a favor de un nuevo adquirente conforme al art. 9 LMV y el art. 12 del RD 116/1992, sino que existe un sistema diferente de "desinversión". Y lo es por el particular objeto de negociación en estos mercados: no se transmiten valores, sino que se asumen posiciones jurídicas (que desaparecerán -y no se cederán- cuando se cancelen los registros).

En cuanto a la naturaleza de este mecanismo, se considera que, jurídicamente el cierre de posiciones implica una compensación contractual. Así se ha calificado por diversos autores que se refieren a la compensación como una de las causas de extinción de la opción en cuanto fenómeno técnico extintivo que provoca el cierre de posiciones (tanto en los casos de cierre voluntario de posiciones como en los casos de cierre por la Sociedad Rectora en nombre y por cuenta de su titular ante un incumplimiento del mismo)⁵¹.

Se trata de una compensación establecida reglamentariamente, en cuanto MEF e inversor serán recíprocamente acreedores y deudores, aunque en virtud de dos contratos distintos aunque idénticos. Efectivamente, se da la situación objetiva de compensación (art. 1196.5 CC) y su ratio legis (en principio extinción de dos créditos en la cantidad concurrente). Y su función es clara: dotar de agilidad a la negociación de derivados.

V. GARANTÍAS

La articulación de un complejo sistema de garantías, paralelo a la interposición contractual de la Sociedad Rectora, también es nota esencial y caracterizadora de los mercados derivados. Su finalidad es la de proteger un correcto funcionamiento del Mercado asegurando el cumplimiento de los contratos negociados en el mismo.

De las Garantías se ocupa el Capítulo 6 del RFC&M. Se enumeran sus clases y los activos aceptados (art. 20), su régimen de determinación y método de constitución (art. 21), los límites a las posiciones de los miembros y clientes (art. 22), así como los criterios de actuación ante la no constitución o actualización de garantías (art. 23)⁵².

Las garantías constituidas a favor de la Sociedad Rectora, conforme al art. 20 del RFC&M, garantizan frente a la misma todas las cantidades que le sean debidas por el cliente o el miembro obligado a constituir las, en relación a las transacciones realizadas en el Mercado, (incluyendo las relativas a la entrega y pago de la mercancía cuando se produzca la liquidación a vencimiento mediante entrega de las misma).

Veamos en primer lugar el régimen de constitución, para tratar después varias cuestiones importantes en relación a las garantías en FC&M.

1. Régimen de constitución

En cuanto a sus clases, en el art. 20.1 RFC&M se relacionan las tres clases de garantías que la Sociedad Rectora puede exigir tanto a los miembros como a los clientes del mercado: son la garantía inicial, garantía diaria y garantía extraordinaria.

A la garantía inicial (art. 20.1.1), exigible sólo a los miembros, ya hemos hecho referencia⁵³. La que nos interesa ahora, la garantía diaria, consiste en la "garantía variable relativa a las posiciones tomadas en el Mercado, exigibles a todos los miembros y clientes del Mercado con Contratos abiertos registrados en sus cuentas" (art. 20.1.2). Por su parte, la garantía extraordinaria será aquella adicional a la diaria, exigible a los miembros y clientes "por

51 MASSAGUER, cit. p. 282.

52 El Real Decreto 1814/1991 contiene un Capítulo IV íntegramente dedicado al régimen de garantías. Se determina en el art. 17 el deber de constitución y mantenimiento de las garantías. En el art. 18 su actualización diaria. Y en el art. 19 la forma de materialización de las mismas.

53 Vid. supra, p. 22.

circunstancias excepcionales de Mercado, o por tratarse de posiciones que la Rectora estime de alto riesgo” (art. 20.1.3.)⁵⁴.

Y es la Sociedad Rectora la que calcula y exige la garantía diaria en la forma indicada en el Reglamento, en las Circulares y en las Condiciones Generales de cada contrato (art. 20.1.2 RFC&M)⁵⁵.

En concreto, es el art. 21 RFC&M el que establece el régimen de determinación y el método de constitución de garantías.

a) Son los miembros liquidadores los responsables de la constitución y mantenimiento de los depósitos de garantía derivados de las transacciones realizadas en el Mercado (ya sea por cuenta propia o de sus clientes o por cuenta de miembros negociadores no liquidadores) (art. 21.2 RFC&M)⁵⁶.

En concreto, FC&M pone diariamente a disposición del miembro liquidador y liquidador custodio el detalle de los importes de garantías de las que el miembro liquidador sea responsable. Este está obligado a entregar las cantidades, efectos o documentos en que se materialicen las distintas garantías, y será responsable solidario respecto de la garantía diaria (art. 4.3.2.b RFC&M). Asumen estos una responsabilidad personal y de carácter solidario frente a MEFM por la aportación y actualización de las garantías de los clientes y miembros que liquidan a través de ellos⁵⁷.

b) En cuanto al cálculo de las garantías, el art. 21.3 RFC&M establece que su importe se fijará por la Rectora conforme al Reglamento y a las Condiciones Generales aplicables. Dicho importe corresponderá al “neteo” (compensación) de todos los contratos registrados en cada cuenta.

Completando esto, los respectivos apartado 6º de las Condiciones Generales de los Contratos que se negocian actualmente, establecen que el cálculo se realizará por el procedimiento de análisis de cartera, es decir, teniendo en cuenta todos los Contratos (futuros y opciones) de una misma cartera para hallar el valor positivo o negativo de la cartera “en el peor de los supuestos que se simulen”. Se remiten, por último, a la determinación del modelo de valoración por medio de Circular de FC&M.

2. Otras cuestiones

a) Control y “titularidad” de las garantías.

Por su parte, el art. 20.2 del Reglamento establece que las garantías "estarán bajo el control, y en su caso, titularidad de la Sociedad Rectora, que podrá exigir su traslado en todo momento". A pesar de la dicción de este precepto, no parece que haya que considerar que la Sociedad Rectora es la titular de las garantías⁵⁸. Y ello porque así se confirma con las previsiones

54 En cuanto a los activos que se aceptan como garantía, y a su forma de materialización, el art. 20.3 RFC&M se remite a las Circulares, autorizadas por la CNMV, por las que estos serán determinados.

55 Vid. Circular nº 1/95 sobre *Depósitos de garantías diarias, liquidación de pérdidas y ganancias y liquidación por entrega*, Circular 5/95 sobre *Determinación de las garantías diarias y fluctuación máxima diaria del contrato de futuros navel-navelina y valencia late*; y Circular 19/95 sobre *Reajuste del depósito de garantía para posiciones abiertas durante el periodo de entrega*. Anexo con Extracto del Reglamento CEE nº 1035/72 del Consejo de 19 de mayo de 1972.

56 Es por ello por lo que el miembro liquidador deberá en todo caso asegurarse de que el cliente o el miembro por el que responde, efectúa efectivamente el depósito, y en otro caso, deberá comunicarlo inmediatamente a la Sociedad Rectora. Vid. también art. 5.2.g RFC&M.

57 En este sentido, MINGUEZ PRIETO, R., "El régimen jurídico de las garantías en Iso mercados de derivados", en *Los Mercado Españoles: Opciones y Futuros Financieros*, CDBB, Madrid, 1995, p. 303.

58 En este sentido, MINGUEZ PRIETO, R. "El régimen jurídico....", cit..., p. 303.

para el caso de una situación concursal del miembro o cliente, como también porque FC&M no es beneficiaria de los rendimientos generados por los activos constituidos como garantía, tal y como establece el art. 20.4 RFC&M⁵⁹.

Efectivamente, se detalla en el tercer párrafo de este artículo como, de conformidad con lo establecido en la Ley 31/1994 de 14 de abril (por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria), la Sociedad Rectora “gozará de derecho absoluto de separación” respecto a los valores y al efectivo en que estuvieran materializadas las garantías que los miembros o clientes hubieran constituido o aceptado en favor de aquella en razón de las operaciones realizadas en el Mercado, en caso de que estos se vieran sometidos a un procedimiento concursal. Y todo ello, sin perjuicio de que el “sobrante que reste tras la liquidación de las operaciones garantizadas” se incorpore la masa concursal del cliente o miembro en cuestión⁶⁰.

b) Posibilidad de compensación.

Destaca también la previsión del art. 20.6 del Reglamento por la que se establece que la Sociedad Rectora podrá compensar conforme a las reglas generales del Derecho (es decir conforme a los arts. 1995 y siguientes de nuestro Código Civil), las cantidades líquidas vencidas y exigibles que le adeuden los clientes o los miembros con las cantidades que adeude al cliente o miembro en cuestión por virtud de primas, liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias o liquidaciones al vencimiento, así como también las cantidades que haya recibido de los mismos por virtud de las garantías que los mismos deben constituir conforme al Reglamento.

Y ello, sin perjuicio de la expresa prohibición del Reglamento que impide a los miembros del mercado compensar entre sí las posiciones de los distintos clientes o miembros de los que respondan (art. 21.6 RFC&M).

c) Criterios de actuación ante la no constitución o actualización de garantías.

Por su importancia, se ocupa de esta cuestión el art. 23 RFC&M. Para el caso de incumplimiento (no constitución o ajuste de garantías precisas en la cuantía y tiempo establecidos) se prevé que FC&M pueda liquidar por cuenta del cliente todas sus posiciones en el Mercado ejecutando la garantía previamente constituida si fuese necesario, entregando al cliente el resultado de dicha liquidación si fuese a favor del cliente o reclamándosela si fuese a favor de FC&M.

Es más, expresamente se dice que se entiende el mero incumplimiento como una “orden de liquidación de todos los contratos registrados en su cuenta” a FC&M⁶¹, convertida en acreedor pignoraticio⁶². Orden que se ejecutará automáticamente en caso de incumplimiento.

Adicionalmente, FC&M no registrará ningún contrato en aquellas cuentas para las que no se haya constituido la garantía en la forma y plazo correspondiente (art. 23.6 RFC&M).

Hay que tener en cuenta, además, que conforme al art. 30 del Reglamento, integrado en el Capítulo VIII dedicado exclusivamente a “incumplimientos”, es regla básica la de que si algún

59 Este expresamente se refiere a que la Sociedad Rectora no será el beneficiario final de los rendimientos que las garantías constituidas puedan generar, ni soportará los costes asociados a las mismas. Por su parte, el art. 20.5 establece que los Miembros liquidadores custodios sólo podrán disponer de las garantías con autorización expresa de FC&M.

60 Por último, se dice también que en caso de quiebra de un miembro o cliente del mercado, la constitución o aceptación de valores y efectivo como garantía de las operaciones de Mercado, sólo será impugnable al amparo de lo dispuesto en el art. 878. 2º del Código de Comercio, mediante acción ejercitada por los síndicos en la que se demuestre la existencia de fraude en la constitución o afectación de los valores y efectivo como garantía de las operaciones de Mercado.

61 “Orden firme e irrevocable de cerrar, por cuenta del cliente, todos los Contratos...” otorgada por el cliente en MEFF RV.

62 MINGUEZ PRIETO, R. “El régimen jurídico...”, cit..., p. 303

cliente o miembro incumple cualquiera de sus obligaciones en relación a las transacciones realizadas en el Mercado, (tanto en el momento de ejecución de los contratos, como durante la vida de los mismos), la Sociedad Rectora podrá ejecutar las garantías constituidas, si fuera necesario, a fin de asegurar el cumplimiento de las obligaciones del cliente o miembro que incumpla⁶³.

VI. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN.

Vamos a ocuparnos, por último, del sistema de compensación y liquidación, en cuanto aquél mediante el cual tiene lugar el cumplimiento o ejecución de los contratos. Es el art. 3.2. d) del RD 1814/1991 el que exige que el Reglamento del Mercado establezca en cuanto a liquidación tanto el sistema de liquidación diaria, como el procedimiento de liquidación al vencimiento de los contratos.

De esta materia se ocupa el art. 5 del RFC&M. Se regulan las liquidaciones diarias (art. 17), las liquidaciones al vencimiento de los Contratos (art. 18), y la liquidación de efectivos (art. 19).

1) Liquidaciones diarias

Hay que tener en cuenta que la Sociedad Rectora realiza diariamente la compensación y liquidación de las transacciones efectuadas en el día, poniendo a disposición de los miembros el detalle y resultado de su liquidación y la de sus clientes (art. 17.1), a quiénes deberán transmitir la información pertinente (art. 17.2 FC&M).

Las liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias de los futuros se realizarán en todo caso antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha de cálculo. De este modo, en la fecha de liquidación, los miembros pagarán o recibirán de la Rectora, con fondos disponibles ese mismo día, los importes correspondientes a, en este caso⁶⁴, la diferencia entre precios aplicables a los Futuros abiertos según la citada liquidación diaria.

El art. 17.4 del Reglamento especifica como se calcularán las pérdidas o ganancias producidas, distinguiendo entre “futuros comprados” (se calcula la diferencia entre el precio de liquidación diaria menos el precio de futuro); “futuros vendidos” (se calcula la diferencia entre el precio de futuros menos el precio de liquidación diaria); y “futuros comprados y vendidos en la misma sesión” (se calcula la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra). Evidentemente, en todos los casos, la diferencia positiva será una ganancia, y la negativa una pérdida.

Por último se dice que el precio de liquidación diaria se especificará en las Condiciones Generales de cada Contrato (art. 17.4. in fine RFC&M). Por ello, las Especificaciones Técnicas de los Contratos negociados en FC&M (ap. 2 CCGG), se refieren al procedimiento de cálculo de ese precio de liquidación diaria que determinará la Sociedad Rectora al cierre de cada sesión.

En principio, el precio de liquidación diaria será la media ponderada por volumen de las diez últimas operaciones realizadas durante los últimos 20 minutos de negociación para el primer vencimiento; y de las cinco últimas operaciones realizadas durante los últimos 20 minutos de

63 Adicionalmente se establece que para el caso de retraso en cualquiera de las liquidaciones del Mercado (salvo en las liquidaciones a vencimiento de las posiciones abiertas compradoras o vendedoras al vencimiento por entrega del activo subyacente en los contratos de futuro), el cliente o miembro vendrá obligado al pago de una penalización, que calculará aplicando el MIBOR, en su tipo medio que publique diariamente el Banco de España para depósitos a un día, incrementado en cinco puntos porcentuales, a las cantidades que deberían haber pagado, devengándose día a día durante cada uno de los días en que se mantenga el retraso. Adicionalmente, se responderá de todos los daños y perjuicios que se hayan causado por el retraso, así como del pago a la Rectora de la comisión correspondiente.

64 También puede serlo en concepto de primas de opciones, de diferencia entre precios en transacciones de cierre de futuros, y de las comisiones aplicables.

negociación para los siguientes vencimientos, siempre que el volumen negociado entre esas operaciones sea igual o superior a 50 contratos en el primer vencimiento y 25 en los siguientes.

Ahora bien si estas condiciones no se cumplen, se establecen una serie de métodos subsidiarios sucesivos:

a) Se tomará como precio de liquidación el último cruce de mercado si éste se realiza por un volumen igual o superior a diez contratos;

b) Lo será la media aritmética entre la mejor oferta y la mejor demanda, al cierre de la sesión ;

c) Si no existiera oferta o demanda o ninguna de las dos al cierre de la sesión, se tomará como precio de liquidación para el primer vencimiento la media ponderada por volumen de las diez últimas operaciones realizadas durante toda la sesión y para el segundo vencimiento y siguientes, la media ponderada por volumen de las cinco últimas operaciones realizadas durante toda la sesión;

d) Si cualquiera de los procedimientos anteriores no se pudiera aplicar, se tomará como precio el precio de la última transacción realizada en el mercado, si esta se realiza por un volumen superior a cinco contratos;

e) Si por este último procedimiento no se pudiera calcular, se tomaría como precio de liquidación el de la sesión anterior;

Por último se dice que si el método anterior fuera insuficiente para determinar el precio de liquidación diaria, la Sociedad Rectora lo determinará por métodos “alternativos”, aunque no se hace mención a ninguno de ellos.

2) Liquidación al vencimiento

La liquidación al vencimiento de un Contrato tiene lugar de la forma indicada en Reglamento del Mercado y en las Condiciones Generales de cada Contrato (art. 18.2 RFC&M).

Y en las Condiciones Generales de los Contratos objeto de nuestro estudio se establece el sistema de liquidación por entrega de los correspondientes activos subyacentes, como es común en los mercados sobre mercancías⁶⁵.

En las Especificaciones técnicas, se establece claramente que las posiciones que permanezcan abiertas a vencimiento se liquidarán por entrega del activo subyacente, según la Circular que regula la liquidación por entrega a vencimiento.

1) Conforme al apartado 4º de las respectivas Condiciones Generales, sobre forma de liquidación a vencimiento de los contratos, los titulares de aquellas posiciones vendedoras que al término del periodo de negociación se mantuvieran abiertas, deberán proceder a la entrega del activo subyacente de acuerdo con los procedimientos establecidos⁶⁶.

También las Especificaciones Técnicas de cada contrato hacen referencia al periodo de entrega, inspección y retirada de mercancía, y al almacén de entrega⁶⁷.

65 Vid. sobre sus particularidades, CUÑAT, cit., p. 135-141.

66 Vid. Circular nº 4/95 sobre *Procedimiento de liquidación por entrega a vencimiento del contrato de futuros sobre naranja navel/navelina y valencia late*;

67 Lo serán los almacenes en la Comunidad valenciana homologados por la Sociedad Rectora y determinados en la correspondiente Circular. Vid. Circular 14/95 sobre *Almacenes de entrega*; y Circular 1/96 sobre *Asignación por la Cámara de franjas horarias obligatorias en la entrega de fruta*.

2) Por su parte, en el apartado 5º de las Condiciones Generales se hace referencia al “precio de liquidación del último día de negociación”. Se dice al respecto, que el último día de negociación de un vencimiento, la Sociedad Rectora calculará el precio de liquidación a vencimiento, del mismo modo que se calcula cada uno de los precios de liquidación diarios. Excepcionalmente se permite que, en condiciones extraordinarias, la Rectora determine el precio de liquidación por medios “alternativos”, que tampoco se enumeran.

3) Incumplimientos en liquidación al vencimiento

En el apartado 8º de las Condiciones Generales de cada Contrato, de conformidad con el art. 30.2 del Reglamento, se prevén normas referentes a incumplimientos en el momento de liquidación al vencimiento⁶⁸.

Tras remitirse a la aplicación del art. 30 RFC&M, las Condiciones generales expresan que no obstante aquél, llegada la liquidación a vencimiento, el Contrato quedará "resuelto de pleno derecho", cuando concurren las siguientes circunstancias (ap. 8.2 CCGG):

a) Cuando el titular de una posición compradora no hubiere efectuado el pago de la mercancía a la Sociedad Rectora en la fecha de liquidación.

b) Cuando el titular de una posición vendedora no hubiere presentado a inspección la mercancía en el tiempo y forma establecidos en la correspondiente Circular (de procedimiento de liquidación por entrega). Y también cuando la mercancía entregada hubiera sido rechazada tras dicha inspección, sin que el vendedor hubiere procedido a la restitución de mercancía apta para la entrega en la forma y tiempo previstos en la Circular.

Producida la resolución del Contrato conforme a lo anterior, la Sociedad Rectora iniciará con carácter inmediato el “procedimiento de aseguramiento” que se establece en la citada Circular.

A consecuencia de éste, los titulares de las posiciones vendedoras o compradoras a los que el incumplimiento del Contrato fuera imputable, resultan obligados a satisfacer a la Sociedad Rectora, al día siguiente al de la conclusión del procedimiento de aseguramiento, y “en concepto de indemnización de daños y perjuicios producidos”, cantidades correspondientes a dos conceptos:

En primer lugar, una cantidad igual a la suma a la que ascienda la diferencia negativa, a cargo de la Sociedad Rectora, entre el precio de liquidación y el precio al que la Sociedad rectora hubiere adquirido o vendido las mercancías en el mercado en ejecución del procedimiento de aseguramiento (las partes aceptan expresamente, a través de las Condiciones Generales, las condiciones en que la Sociedad Rectora hubiera convenido la compraventa con los operadores de contado).

En segundo lugar, una penalización por incumplimiento igual al 10% del valor efectivo del contrato, calculado con el precio de liquidación ajustado del día anterior al día en que originariamente se hubiere realizado la entrega o recepción de la mercancía. Esta penalización quedará a favor de la Rectora en caso de incumplimiento del comprador, y será puesta por ésta a disposición del comprador en caso de incumplimiento del vendedor, en la cuantía que resulte de acuerdo con lo previsto en la Circular de Procedimiento de Liquidación por entrega.

No obstante, se dice, la resolución del contrato no afectará a las cantidades previamente satisfechas o percibidas como consecuencia del Contrato. Y en todo caso, la Sociedad Rectora ejecutará las garantías constituidas por la parte incumplidora, que se aplicarán a las obligaciones que resulten a cargo de la misma.

Adicionalmente, en el apartado 9º de las Condiciones Generales se hace mención especial al supuesto de “mora del comprador en la retirada”. El comprador incurrirá en mora si finalizado

68 Vid. también Circular 13/95 sobre *Situaciones especiales. Incidencias en la negociación y/o en la entrega originadas por situaciones extraordinarias en el activo subyacente*

el plazo establecido en la Circular que regula el procedimiento de entrega, no retirase la fruta de su propiedad.

Los efectos de esta situación son dos. Por un lado, se entiende que éste autoriza irrevocablemente a la Sociedad Rectora a retirar los cítricos de los que es propietario y a venderlos por su cuenta en las condiciones que ésta tenga convenidas en los contratos suscritos con los operadores de contado. A continuación, el producto de tal venta se pondrá a disposición del comprador, deducidos todos los gastos ocasionados por la mora.

Por último, cabe destacar la mención expresa en las Condiciones Generales al supuesto de "causa de fuerza mayor" (ap. 8.3 CCGG). En casos de fuerza mayor que hicieran imposible el aseguramiento total o parcial por la Cámara, se reintegrará al comprador el contravalor en pesetas de la mercancía, calculado con el precio de liquidación del día anterior al día en que originariamente se hubiera realizado la entrega, y se le indemnizará tal y como se establece para el caso de incumplimiento en el procedimiento de entrega.