

#### 4. DERECHO BANCARIO

## Análisis de la capacidad, régimen regulatorio y concursal de las operaciones de derivados concertadas por las SOCIMIs

*Analysis of the capacity, regulatory regime and bankruptcy regime of derivative transactions entered into by SOCIMIs*

por

IGNACIO RAMOS VILLAR

Profesor Asociado. Departamento de Derecho Económico y Social - Universidad  
Pontificia Comillas (ICAI-ICADE)  
Doctor. Universidad Autónoma de Madrid  
Abogado

**RESUMEN:** Análisis de las cuestiones jurídicas que el empleo de derivados por parte de las SOCIMIs plantea en el actual contexto de cambio normativo, desde la triple vertiente societaria —capacidad de la SOCIMI para concertar operaciones de derivados—, del mercado de valores —obligaciones regulatorias derivadas de su concertación—, y concursal —posibilidad de declaración del vencimiento anticipado en caso de concurso de la contraparte o de la SOCIMI—, precedido del análisis de la tipología de derivados que pueden concertar las SOCIMIs y la documentación de los mismos.

**ABSTRACT:** *Analysis of the legal issues arising out from the entering into derivative transactions by Spanish REITs (SOCIMIs), from a triple perspective: corporate —capacity of the SOCIMI to enter into derivative transactions—, capital markets —regulatory obligations arising out from the entering into them—, and bankruptcy —possibility of declaring the early termination of the derivative upon the bankruptcy of the counterparty or of the SOCIMI—. Said analysis is preceded by the study of the derivatives a SOCIMI can enter into and of the documentation thereof.*

**PALABRAS CLAVE:** SOCIMI. REIT. Derivado. Instrumento financiero. Capacidad. Ultra vires. EMIR. MiFID. Netting.

**KEY WORDS:** *SOCIMI. REIT. Derivative. Financial instrument. Capacity. Ultra vires. EMIR. MiFID. Netting.*

**SUMARIO:** I. INTRODUCCIÓN.—II. TIPOLOGÍA DE DERIVADOS CONCERTADOS POR LAS SOCIMIS.—III. DOCUMENTACIÓN.—IV. DIMENSIÓN

SOCIETARIA: CAPACIDAD DE LA SOCIMI PARA CONCERTAR DERIVADOS.—V. DIMENSIÓN DEL MERCADO DE VALORES: OBLIGACIONES DERIVADAS DE LA CONCERTACIÓN DE DERIVADOS POR LA SOCIMI.—VI. DIMENSIÓN CONCURSAL: POSIBILIDAD DE VENCIMIENTO ANTICIPADO.—VII. CONCLUSIONES.—ÍNDICE.—BIBLIOGRAFÍA.

## I. INTRODUCCIÓN

Resulta llamativa la ausencia desde el plano legal de estudios específicos sobre la concertación de derivados por parte de las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIs) tanto a nivel nacional como en relación a las figuras asimilables a las mismas en el plano internacional (*inter alia, real estate investment trusts (REITs)* en Estados Unidos y Reino Unido, y *sociétés de investissement cottiée* en Francia)<sup>1</sup>), máxime cuando la revisión de la información proporcionada por las SOCIMIs, contenida fundamentalmente en los documentos generados con ocasión de la admisión a negociación de sus acciones<sup>2</sup> en sistemas multilaterales de negociación<sup>3</sup>, revela el frecuente empleo que hacen estas entidades de los citados instrumentos financieros.

El presente artículo tiene por objeto suplir dicha laguna, analizando las cuestiones jurídicas que el empleo de derivados por parte de las SOCIMIs plantea en el actual contexto de cambio normativo, desde la triple vertiente societaria, del mercado de valores y concursal.

## II. TIPOLOGÍA DE DERIVADOS CONCERTADOS POR LAS SOCIMIS

A diferencia de lo que ocurre con otros vehículos de inversión inmobiliaria<sup>4</sup>, la normativa reguladora de las SOCIMIs no contempla explícitamente un régimen específico delimitador de los derivados que pueden ser concertados por las mismas. No obstante, el examen de la información públicamente disponible revela algunas pautas comunes en la tipología de derivados que conciernen las SOCIMIs en cuanto a su subyacente, finalidad, estructura contractual, forma de liquidación y lugar de negociación.

Atendiendo al subyacente del derivado, la contratación se centra en tipos de interés e inflación, en el primer caso habitualmente con la finalidad de gestionar —eliminando o reduciendo— el riesgo de variación en el tipo de interés asociado a toda o parte de la financiación, habitualmente bancaria, concedida a la SOCIMI, y en el segundo caso, con el propósito de mitigar los riesgos derivados de fluctuaciones en los contratos de arrendamiento concertados por la SOCIMI cuyo importe se encuentre vinculado a la evolución de índices de precios. La finalidad perseguida con la concertación del derivado es, por lo tanto, habitualmente de cobertura, si bien la concertación con finalidad de inversión no resulta desconocida<sup>5</sup>.

En cuanto a la estructura contractual que reviste el derivado, suele tratarse, en el caso de derivados que tengan como subyacente tipos de interés, de *swaps* de tipo de interés fijo contra variable (siendo la SOCIMI el pagador de tipo fijo, y la contraparte el pagador de tipo de interés variable) y de *collars*; y en el caso de inflación, de *swaps*. Atendiendo a la forma de liquidación del derivado, esta suele tener lugar únicamente por diferencias, sin que haya en ningún momento entrega del activo subyacente. Finalmente, en función del lugar de negociación,

la concertación se concentra fundamentalmente en los mercados no organizados *u over the counter* (habitualmente conocidos por su acrónimo, OTC<sup>6</sup>).

No obstante, la tipología de derivados que pueden ser concertados por las SOCIMIs trasciende los ejemplos anteriores, dado que, sin abandonar siquiera la finalidad de cobertura, cabría la posibilidad de que las SOCIMIs concertaran, entre otros, derivados sobre tipo de cambio<sup>7</sup>, sobre índices inmobiliarios, sobre las propias acciones cotizadas de la SOCIMI<sup>8</sup> o, incluso, en cuanto expuestas al riesgo de crédito, sobre riesgo de crédito. Adicionalmente, cabe la posibilidad de que las SOCIMIs concierten (e incluso en muchas ocasiones habrán inadvertidamente concertado) derivados implícitos; esto es, derivados que se presentan formando parte de un contrato<sup>9</sup>, como puede ser un depósito<sup>10</sup>, o de otro instrumento financiero, como puede ser un valor negociable u otro derivado<sup>11</sup>.

### III. DOCUMENTACIÓN

Centrándonos en los derivados OTC<sup>12</sup>, la documentación de los derivados concertados por las SOCIMIs no refleja particularidades significativas respecto a la práctica habitual del mercado, articulándose habitualmente en dos niveles: un documento en el que se detallarán, como mínimo, los términos económicos específicos del mismo —la confirmación—, y un documento, al que la confirmación quedará sujeta, en el que se recogerán los términos generales que regirán la relación contractual, de negocio y de crédito entre las partes —el contrato marco<sup>13</sup>—, contrato pre-impreso<sup>14</sup> con términos estándar<sup>15</sup> cuyas estipulaciones las partes pueden reemplazar, complementar o modificar<sup>16</sup> para adaptarlos a su relación contractual particular mediante un anexo al mismo<sup>17</sup>.

Dentro de los términos que recogerá la confirmación<sup>18</sup> destacan los términos sustantivos del derivado, que serán habitualmente elaborados sobre la base de las reglas, procedimientos y estructuras desarrollados por el mercado<sup>19</sup>. No obstante, no existiendo ninguna obligación para ello, pueden encontrarse casos en los que el derivado se documente sin sujeción a contrato marco y a los estándares de mercado<sup>20</sup>, creando una regulación *ad hoc* al respecto<sup>21</sup>.

### IV. DIMENSIÓN SOCIETARIA: CAPACIDAD DE LA SOCIMI PARA CONCERTAR DERIVADOS

En cuanto sociedad anónima<sup>22</sup>, no puede descartarse la posibilidad de que la concertación de un derivado por parte de una SOCIMI sea cuestionada por el administrador concursal en caso de concurso de la misma, o incluso por la propia SOCIMI si se sustituyese su administración y la nueva administración decidiese revisar la operación concertada, sobre la base de la hipotética transgresión del objeto social recogido en los estatutos de la SOCIMI.

Tal riesgo no es novedoso, habiéndose empleado dicho argumento en relación con sociedades y operaciones de derivados en general —sobre todo en los sistemas de capacidad especial<sup>23</sup>, en los que el objeto social delimita la capacidad jurídica de la sociedad— para argumentar que una sociedad no puede concertar derivados si estos no se encuentran comprendidos en su objeto social, pues carecería de capacidad al respecto<sup>24</sup>, al exceder este tipo de operaciones del objeto social especificado en los documentos constitutivos de la misma y siendo, por tanto, los mismos actos *ultra vires*<sup>25</sup>. No habiendo capacidad, la concertación del derivado

por parte de una sociedad sería, por tanto, de acuerdo con este argumento, un acto radicalmente nulo en dichos supuestos, aun cuando contase con el consentimiento de todos los accionistas.

Dicha doctrina no tuvo cabida, sin embargo, en el Derecho continental europeo, donde se admite pacíficamente el principio de la capacidad general de las sociedades, teniendo la descripción del objeto social únicamente el alcance de delimitar el poder de representación de los administradores<sup>26</sup>. Las operaciones que exceden tal límite son ineficaces, pero pueden ser subsanables mediante la ratificación de la junta general. Tal es el caso de España<sup>27</sup>, donde se recoge, en régimen aplicable a las SOCIMIs, una concepción atenuada del *ultra vires* al prescribir que el objeto social señala el límite de imputación a la sociedad de los actos que realicen sus administradores, añadiendo que tales limitaciones no se pueden oponer a los terceros contratantes con la sociedad que hubieren obrado de buena fe y sin culpa grave<sup>28</sup>.

## V. DIMENSIÓN DEL MERCADO DE VALORES: OBLIGACIONES REGULATORIAS DERIVADAS DE LA CONCERTACIÓN DE DERIVADOS POR LA SOCIMI

Los mercados de derivados, y en particular el mercado de derivados OTC, se encuentran sometidos a una intensa reforma, contenida fundamentalmente<sup>29</sup> en el reglamento europeo habitualmente referido por el acrónimo EMIR<sup>30</sup>, norma que tiene como propósito fundamental dar cumplimiento a los objetivos marcados en materia de derivados por el G-20, y que imponen una serie de obligaciones tendentes a reducir los riesgos percibidos en los mismos, entre los que se incluye el compromiso de que todos los contratos de derivados OTC «estandarizados» se liquiden a través de una entidad de contrapartida central, y que aquellos que no se puedan liquidar a través de una entidad de contrapartida central queden sujetos a mayores requisitos para reflejar los mayores riesgos asociados con los mismos<sup>31</sup>. Desde su aprobación, EMIR ha sido complementado mediante distintos reglamentos de desarrollo y normas técnicas<sup>32</sup>, y clarificado en distintos puntos por ESMA<sup>33</sup> y por la Comisión Europea<sup>34</sup>.

Los requisitos que impone EMIR no aplican a todo tipo de instrumentos, sino únicamente a aquellos que califiquen como «derivados» a los efectos previstos en la norma. Resulta, por lo tanto, necesario analizar si los derivados que habitualmente pueda concertar una SOCIMI tienen la consideración de «derivado» a los efectos previstos en EMIR, concepto este que no se encuentra definido en la norma, remitiéndose al efecto a la enumeración de instrumentos financieros realizada por MiFID<sup>35</sup>, y dentro de los cuales quedarán habitualmente comprendidos los derivados que más frecuentemente concierte una SOCIMI, incluyendo los derivados sobre tipos de interés<sup>36</sup> y los derivados sobre inflación<sup>37</sup> referidos anteriormente<sup>38</sup>.

Analizado el sometimiento de los derivados que concierte una SOCIMI a EMIR, debe analizarse el tipo concreto de derivado en el que se integrarán a efectos del mismo, y en particular si deben ser considerados a efectos de la norma contratos de derivados OTC<sup>39</sup> o no, dado que las obligaciones que EMIR impone difieren en uno y otro caso<sup>40</sup>. A dichos efectos, EMIR considera «derivado OTC» al derivado «cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado», tal y como los mismos se definen en MiFID<sup>41</sup>, o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado<sup>42</sup>. Dado que los derivados que

habitualmente concierta una SOCIMI no se ejecutan en un mercado regulado, deberán ser considerados derivados OTC a los efectos de EMIR<sup>43</sup>. Adicionalmente, resultará también necesario —a efectos de determinar sobre todo el posible sometimiento del derivado a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central— concretar la categoría específica de derivado a la que pertenece<sup>44</sup>.

Ha de tenerse en cuenta que el eventual incumplimiento de las obligaciones impuestas por EMIR no conlleva la nulidad del derivado, pero sí la posibilidad de imposición de sanciones por parte de la autoridad supervisora<sup>45</sup>, cuyo volumen dependerá no solo del tipo de obligación infringida, sino también de la categorización que la entidad infractora tenga a efectos de EMIR<sup>46</sup>.

Al respecto, EMIR distingue cuatro grupos de entidades. El primer grupo lo integran las entidades de crédito<sup>47</sup>, las empresas de servicios de inversión<sup>48</sup>, las empresas de seguros<sup>49</sup>, las empresas de reaseguros<sup>50</sup>, los organismos de inversión colectiva y sus sociedades de gestión<sup>51</sup>, los fondos de pensiones<sup>52</sup> y los fondos de inversión alternativos gestionados por gestoras de fondos de inversión alternativa<sup>53</sup>, a los que EMIR identifica como «contrapartes financieras»<sup>54</sup>. El segundo grupo lo componen todas aquellas empresas que no tengan la consideración de contraparte financiera de acuerdo con lo referido anteriormente o de entidad de contrapartida central, y a las que EMIR identifica como «contrapartes no financieras»<sup>55</sup>. Por su parte, el tercer grupo lo integran las entidades que, teniendo la condición de «contrapartes no financieras», pertenezcan a un grupo cuyo volumen de concertación de operaciones de derivados OTC exceda de determinados umbrales<sup>56</sup>, y que la práctica de mercado identifica a efectos operativos como «contrapartes no financieras plus». Finalmente, el cuarto grupo lo componen las entidades de terceros países que hubieran entrado dentro de alguna de las categorías anteriores de haber estado establecidas en la UE y siempre que los derivados que concierten tengan un efecto directo, importante y predecible dentro de la UE, o la aplicación de las obligaciones previstas en EMIR sea necesaria o adecuada para evitar la elusión de cualquier disposición de EMIR<sup>57</sup>.

Habitualmente la contraparte de todo derivado que concierte una SOCIMI será una entidad que califique como «contraparte financiera» a los efectos previstos anteriormente —concretamente, una entidad de crédito o empresa de servicios de inversión—, o una entidad de un tercer estado que hubiera calificado como «contraparte financiera» de haber estado establecida en la UE<sup>58</sup>. La SOCIMI tendrá, por su parte, de partida la consideración de «contraparte no financiera», siendo necesario realizar un análisis específico de su grupo para determinar si puede tener la consideración de «contraparte no financiera plus». La pertenencia de la SOCIMI a una u otra categoría no es baladí, pues la adscripción a una u otra determinará las obligaciones concretas que deberán ser asumidas por las partes bajo el derivado y la frecuencia de cumplimiento de las mismas.

Para ello, deberá realizarse un proceso de análisis secuencial que comienza con la delimitación del grupo al que pertenece la SOCIMI<sup>59</sup>. Una vez delimitado el grupo, deberán identificarse dentro del mismo todas las operaciones de derivados OTC concertadas por las entidades que lo integran y que no tengan la consideración de «contrapartes financieras», incluyendo las operaciones concertadas entre entidades del grupo. Identificadas dichas operaciones, se deberán excluir todas las operaciones de derivados OTC que tengan la consideración de operaciones de cobertura, entendiendo por tales las operaciones de derivados OTC que reduzcan de una manera objetivamente medible los riesgos relacionados directamente con la actividad comercial o la actividad de financiación de tesorería de la entidad

o del grupo<sup>60</sup>. Las operaciones de derivados OTC que queden después de haber realizado las anteriores operaciones habrán ser agrupadas en cinco grupos atendiendo a su subyacente —riesgo de crédito, renta variable, tipos de interés, tipos de cambio y un último que abarca las materias primas y los restantes subyacentes—. En el supuesto de que, en cualquier momento, la posición media a lo largo de treinta días hábiles supere el umbral previsto en cualquiera de los cinco grupos de subyacentes<sup>61</sup>, la SOCIMI tendrá la consideración de «contraparte no financiera plus»<sup>62</sup>.

Con carácter general, las obligaciones a las que la SOCIMI y la contraparte pueden quedar sujetas en relación con EMIR se agrupan en dos grandes grupos. De un lado, las obligaciones que en ocasiones se califican —independientemente— de administrativas, por ser su contenido teóricamente de corte administrativo<sup>63</sup> y, de otro, las obligaciones que se califican de económicas, por ser este su contenido central. Entre las primeras, encontramos la obligación de reporte de las operaciones a repositorios, la pronta confirmación de las operaciones, la reconciliación de la cartera de operaciones, la compresión de la cartera de operaciones, el establecimiento de mecanismos de resolución de disputas<sup>64</sup>, y la valoración diaria de las operaciones. Entre las segundas, la liquidación de determinadas operaciones de derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central, y la entrega de colateral en las operaciones de derivados OTC que no se encuentren sometidas a dicha obligación.

La determinación de las obligaciones concretas que deberán ser cumplidas por la SOCIMI y la contraparte y la extensión de las mismas dependerá del estatus que ambas partes tengan a efectos de EMIR. En el supuesto habitual de que la SOCIMI tenga la consideración de «contraparte no financiera» y su contraparte de «contraparte financiera», el derivado únicamente quedará sujeto a las obligaciones de reporte de la operación a un repositorio, pronta confirmación de la operación, reconciliación, compresión, e inclusión de mecanismos de resolución de disputas. Por el contrario, en el supuesto de que la SOCIMI tenga la consideración de «contraparte no financiera plus», el derivado quedará adicionalmente sometido a la obligación de valoración diaria de las operaciones por ambas partes y a las obligaciones económicas referidas anteriormente<sup>65</sup>. Finalmente, en el supuesto de que la contraparte no se encuentre establecida en la UE, seguirán aplicando las anteriores obligaciones, si bien con carácter unilateral para la SOCIMI<sup>66</sup>.

Comenzando por la obligación de reporte, tanto la SOCIMI como su contraparte<sup>67</sup> deberán reportar<sup>68</sup> la concertación, modificación o terminación del derivado<sup>69</sup>. Dicho reporte habrá de realizarse a un repositorio —entidades privadas que tienen por finalidad recopilar la información relativa a las operaciones de derivados<sup>70</sup> y mantenerla a disposición de las autoridades supervisoras<sup>71</sup>— registrado o reconocido bajo EMIR, y no más tarde del siguiente día hábil tras su concertación, modificación o terminación. En cuanto al contenido del reporte, este deberá comprender, entre otros, los datos identificativos de las partes<sup>72</sup> y de la propia operación<sup>73</sup>.

En relación con la pronta confirmación de las operaciones, EMIR establece que los términos de las operaciones de derivados deberán confirmarse<sup>74</sup> tan pronto como sea posible y a más tardar a cierre de negocio del segundo día hábil siguiente a su concertación, empleando medios electrónicos para ello cuando estos estén disponibles<sup>75</sup>. Dicho plazo se reduce a un día hábil en el supuesto de que la SOCIMI tenga la consideración de «contraparte no financiera plus» a efectos de EMIR<sup>76</sup>.

Por su parte, la obligación de reconciliación requiere que la SOCIMI y la contraparte acuerden por escrito los medios bajo los cuales se va a llevar a cabo la reconciliación de los términos, con objeto de evitar discrepancias en los mismos. La reconciliación debe realizarse por la SOCIMI y la contraparte o por un tercero cualificado y mandatado por las partes, y deberá comprender los términos principales de las operaciones<sup>77</sup>.

Adicionalmente, con objeto de tratar de reducir el número de disputas entre las partes de los derivados OTC y facilitar su ágil resolución, EMIR contempla que la SOCIMI y la contraparte establezcan procedimientos y procesos detallados que cubran la identificación, registro y control de disputas relativas a la valoración de operaciones de derivados OTC e intercambio de colateral; y la resolución de disputas de una manera ágil, estableciendo procedimientos específicos para aquellas disputas que no hayan sido resueltas en el plazo de cinco días hábiles<sup>78</sup>.

Finalmente, con el objetivo de tratar de reducir el número de operaciones de derivados OTC vivas en el mercado y evitar duplicidades, la SOCIMI y la contraparte deberán analizar al menos un par de veces al año la posibilidad de comprimir su cartera de derivados cuando el número de operaciones vivas entre ellas excede de quinientas operaciones<sup>79</sup>.

A las anteriores obligaciones hay que sumar, en el caso de que la SOCIMI tenga la consideración de «contraparte no financiera plus»<sup>80</sup>, la obligación de valorar diariamente contra mercado sus operaciones de derivados, y contra modelo cuando las condiciones del mercado lo impidan<sup>81</sup>, así como las obligaciones económicas referidas anteriormente —la liquidación obligatoria de determinadas operaciones de derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central<sup>82</sup> (con la aportación de margen en beneficio de dicha entidad de contrapartida central), y la entrega de colateral en las operaciones de derivados OTC que no se encuentren sujetas a liquidación obligatoria a través de una entidad de contrapartida central<sup>83</sup>—.

En relación con la primera de ellas, EMIR contempla la liquidación obligatoria a través de una entidad de contrapartida central<sup>84</sup> de aquellas operaciones de derivados OTC que se encuentren dentro de las clases de derivados OTC que la Comisión Europea y el Parlamento Europeo consideren deben estar obligatoriamente sujetas a liquidación a través de una entidad de contrapartida central<sup>85</sup>. Por el momento, se han aprobado al respecto dos grupos de clases<sup>86</sup>: gran parte de los derivados sobre tipos de interés (incluyendo *swaps*)<sup>87</sup>, y determinados tipos de derivados de crédito<sup>88</sup>.

En el supuesto de que, en aplicación de las anteriores reglas, el derivado concertado por una SOCIMI que tenga la consideración de «contraparte no financiera plus» no quede sujeto a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central<sup>89</sup>, deberá ser objeto de entrega bilateral de colateral<sup>90</sup>.

## VI. DIMENSIÓN CONCURSAL: POSIBILIDAD DE VENCIMIENTO ANTICIPADO

La posibilidad de declarar el vencimiento anticipado del derivado en caso de concurso de la SOCIMI o de la contraparte dependerá de si el derivado se ha concertado o no al amparo de un acuerdo que prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo<sup>91</sup>. Si tal ha sido el caso, la SOCIMI o su contraparte, según resulte, podrá

declarar el vencimiento anticipado del acuerdo (y de los derivados concertados al amparo del mismo)<sup>92</sup>, siempre y cuando el acuerdo de compensación contractual se beneficie del régimen concursal específico previsto en nuestro ordenamiento para el denominado *netting*.

Concepto fundamentalmente operativo, el concepto de *netting* nace en el ámbito de los recursos propios de las entidades de crédito, donde por primera vez se reconoce la posibilidad de que las entidades de crédito alcancen acuerdos que tengan el efecto de reducir el riesgo de crédito de la contraparte mediante la compensación de pagos<sup>93</sup>, siendo posteriormente incorporado a la normativa europea<sup>94</sup> y española<sup>95</sup> relativa a las entidades de crédito. Desde una perspectiva legal, el *netting* es uno de los sistemas de reducción del riesgo existentes más eficaces<sup>96</sup>, lo que ha hecho que su reconocimiento se haya extendido más allá del ámbito de las entidades de crédito<sup>97</sup> y hayan surgido una serie de iniciativas en torno al mismo por parte de distintos organismos públicos<sup>98</sup> y privados<sup>99</sup>. Y ello porque su empleo presenta tres importantes beneficios: la reducción del riesgo de crédito de contraparte, la reducción del riesgo de mercado y la reducción del riesgo de arbitrariedad en relación con la terminación de operaciones.

En cuanto a la reducción del riesgo de crédito de contraparte, el *netting* permite reducir el importe de los pagos debidos entre las partes en caso de vencimiento anticipado a un único pago, permitiendo expresar en base neta (y no bruta) la exposición al riesgo de crédito de contraparte. Las ventajas derivadas de dicha reducción se traducen en la reducción de los costes de transacción, conseguida mediante la reducción de las líneas de crédito requeridas por la contraparte, la reducción del margen requerido en su caso para concertar las operaciones, y la reducción de los costes de procesamiento.

En relación con la reducción del riesgo de mercado, el *netting* permite la terminación y valoración de las operaciones en un momento determinado (y no abierto) por parte de la parte no incumplidora, lo que le permite protegerse de cambios en el valor de las operaciones durante el periodo en que la otra parte se encuentre en incumplimiento. Adicionalmente, permite dicha terminación en caso de concurso, evitando por tanto que la parte no incumplidora quede expuesta al cambio de valor durante el proceso concursal<sup>100</sup>.

En cuanto al tercero, la reducción del riesgo de arbitrariedad en relación con la terminación de operaciones —referida en ocasiones con la gráfica expresión inglesa *cherry-picking*—, el *netting* impide el riesgo de que una parte, habiendo incumplido sus obligaciones bajo el derivado, se encuentre legalmente autorizada para reclamar las cantidades que le sean debidas por la otra parte (como puede ocurrir en el caso de que la misma se encuentre concursada)<sup>101</sup>.

El *netting* se encuentra reconocido en nuestro ordenamiento jurídico en el ámbito concursal<sup>102</sup> mediante una norma de carácter especial<sup>103</sup>, que establece un régimen específico para las operaciones recogidas dentro de su ámbito de aplicación en un triple plano: en cuanto a la posibilidad de resolver en caso de concurso —permite (pero no obliga) declarar el vencimiento anticipado de determinadas operaciones en caso de concurso de la contraparte<sup>104</sup> en cuanto a la forma de cálculo del importe debido resultante de la terminación<sup>105</sup>—permite la compensación de todas las obligaciones derivadas del contrato marco<sup>106</sup>—, y en cuanto al ejercicio de las acciones de reintegración —que quedan sometidas a un régimen especial en cuanto a su ejercicio<sup>107</sup>—. El ámbito de aplicación de la norma viene delimitado por el cumplimiento cumulativo de tres requisitos, uno objetivo, uno subjetivo y otro que podríamos denominar formal<sup>108</sup>.

En relación con el primero, el requisito objetivo, únicamente se pueden beneficiar del mismo determinadas operaciones financieras<sup>109</sup>. En la medida en que los derivados que concierte la SOCIMI tengan la consideración de instrumentos financieros, el requisito objetivo quedará cumplido<sup>110</sup>.

En cuanto al requisito subjetivo, al menos una de las partes intervenientes en el derivado<sup>111</sup> debe estar incluida dentro de determinadas categorías subjetivas<sup>112</sup>, entre las que se incluyen *inter alia* las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras, las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios y sus sociedades gestoras; los fondos de titulización hipotecaria, los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; los fondos de pensiones, y otras entidades financieras<sup>113</sup>. Siendo habitualmente la contraparte de la SOCIMI una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, no existen dudas acerca del cumplimiento de los derivados que concierte la SOCIMI con el requisito subjetivo.

Finalmente, la norma contempla que el régimen específico del *netting* únicamente aplique a las operaciones financieras que se concierten en el marco de un acuerdo que prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, debiendo el saldo neto ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo o en los acuerdos que guarden relación con este<sup>114</sup>. En relación con este requisito, cabe concluir que si el derivado no se ha concertado en el marco de un acuerdo de tal tipo, el derivado no se podrá beneficiar del régimen especial del *netting*; mientras que si el derivado concertado por la SOCIMI lo ha sido en el marco de un acuerdo que cumpla dichas características, el derivado en principio se podrá beneficiar del referido régimen especial<sup>115</sup>.

## VII. CONCLUSIONES

Las SOCIMIs emplean frecuentemente operaciones de derivados, centrando por el momento su interés en operaciones OTC sobre tipos de interés e inflación. La libertad rige los términos económicos y jurídicos de las mismas, sin más límites que los que se derivan indirectamente de la política de inversión de las SOCIMIs y, recientemente, de los parámetros establecidos por el nuevo marco normativo surgido tras la crisis financiera, cabiendo concluir:

I. Que las SOCIMIs cuentan, con carácter general y sin perjuicio de que sea necesario analizar en cualquier caso los términos específicos de cada derivado, de capacidad para concertar operaciones de derivados en sus tipos habituales;

II. Que todo derivado concertado por una SOCIMI deberá cumplir con las obligaciones previstas en la normativa financiera, incluyendo, entre otras, las previstas en EMIR, y entre las que se comprenden las obligaciones de pronta confirmación, reporte, reconciliación de términos y previsión de mecanismos de resolución de disputas, pudiéndose añadir a las mismas, dependiendo del grupo concreto al que pertenezca la SOCIMI, las de liquidación del derivado a través de una entidad de contrapartida central o la colateralización del mismo; y

III. Que, siendo la contraparte de la SOCIMI en el derivado habitualmente una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, y concertándose frecuentemente el derivado al amparo de un acuerdo de *netting*, los derivados

concertados por la SOCIMI gozarán generalmente de un tratamiento concursal privilegiado, pudiendo ser declarados vencidos anticipadamente en caso de concurso de la SOCIMI o de la contraparte.

## ÍNDICE

- Cartmell's Case (1874) L.R. 9 Ct. App. 691
- Guinness v. Land Corporation of Ireland (1883) 22 Ch. D. 349
- Hope v. International Financial Society (1876) 4 Ch. D. 327
- In re Dronfield Silkstone Coal Co. (1881) 17 Ch. D. 76
- Phosphate of Lime Co v Green (1871) L.R. 7 C.P. 43
- SAP de Barcelona de 30 de septiembre de 2008
- Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008
- STS de 5 de noviembre de 1959
- Teasdale's Case, L. R. 9 Ch. App. 54 (873),
- Trevor v. Whitworth (1887) 12 App. Cas. 409

## BIBLIOGRAFÍA

- ALCOCK, J., GLASCOCK, J. y STEINER, E. (2012). Manipulation in U.S. REIT investment performance evaluation: Empirical evidence, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. III, núm. 47, 434-465.
- ARECHEDERA ARANZADI, I. (1991). El origen de la doctrina «ultra vires» en el «common law», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, vol. XXX, núm. 1, 639-664.
- ARNSDORF, M., Quantification of central counterparty risk, *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, vol. V, núm. 3, 2012, 273-287.
- AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENT COMMISSION (2015). ASIC Derivative transaction rules (Clearing) 2015.
- (2015). Consultation Paper 231, Mandatory central clearing of OTC interest rate derivative transactions.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1989). Report on netting schemes. Prepared by the Group of Experts on Payment Systems of the central banks of the Group of Ten countries.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1990). Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten countries.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1993). Prudential supervision of netting, market risks and interest rate risk - preface to consultative proposal.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1995). Basel capital accord: Treatment of potential exposure for off-balance-sheet items.
- BEALE, H. (ed.) (2012). *Chitty on Contracts: General principles*, vol. I, Londres: Sweet & Maxwell, 31.<sup>a</sup> ed.
- CAPUTO NASSETTI, F. (2007). *I contratti derivati finanziari*, Milán: Giuffrè.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2013). Guía de comunicación de operaciones a la CNMV.
- DAVIES, P. y WORTHINGTON, S. (2012), *Gower & Davies. Principles of modern Company Law*, Londres: Sweet & Maxwell, 9.<sup>a</sup> ed.

- DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S. (2003), Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal sobre el sistema financiero, *La Ley*, núm. 5825, 1531-1538.
- (2005). Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas, *La Ley*, núm. 2, 1908-1920.
- EDWARDS, F.R. y MORRISON, E.R. (2005), Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the special treatment?, *Yale Journal on Regulation*, vol. XXII, núm. 101, 101-133.
- EUROPEAN COMMISSION (2011), Close-out netting initiative. Roadmap.
- (2014). EMIR: Frequently asked questions.
- (2017). Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories, COM(2017) 208 final.
- EUROPEAN FINANCIAL MARKETS LAWYER GROUP e INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2008). Proposal for European instrument on close-out netting.
- EUROPEAN PARLIAMENT (2012). European Parliament report on MIFIR.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014). Consultation paper. Clearing obligation under EMIR (no. 3).
- (2014). Consultation paper. Clearing obligation under EMIR (núm. 1).
- (2014). Final report. Draft technical standards on the clearing obligation — Interest rate OTC derivatives.
- (2015). Feedback Statement. Consultation on the clearing obligation for non-deliverable forwards.
- (2017). Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) núm. 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR).
- FINANCIAL SERVICES AGENCY (2014). Cabinet Office Ordinance on Financial Instruments Business y Comprehensive Guidelines for Supervision.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2012). Report on a global Legal Entity Identifier for financial markets.
- GRUPO DE LOS VEINTE (2009). G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit.
- HORNG, Y. y WEI, P. (1999). An empirical study of derivatives use in the REIT industry, *Real Estate Economics*, vol. XXVII, núm. 3, 561-586.
- IGLESIAS PRADA, J.L. y MASSAGUER FUENTES, J. (1999), Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de netting, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 231, 127-166.
- INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (1996). Model Netting Act.
- (2002). 2002 Model Netting Act.
- (2004). ISDA proposal to the Commission's Securities Experts Group for a European instrument on close-out netting.
- (2006). 2006 Model Netting Act.
- (2006). ISDA comment letter (August 2005) on the Commission Green Paper on Financial Services Policy/ Renewed impetus in the context of the Commission's review of the collateral directive: ISDA comments letter of April and September 2006.
- (2006). Memorandum on the implementation of netting legislation.

- MARTORANO, F. (1961). *Capacità delle società e oggetto sociale nel diritto anglo-americano*, Nápoles: Jovene.
- MESSINEO, F. (1973). Il contratto in genere. En: Cicu, A. y Messineo, F. (dirs.), *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, vol. XXI, Milán: Giuffrè.
- MORSE, G. (ed) (1992). *Palmer's Company Law*, t. I, Londres: Sweet & Maxwell, 25.<sup>a</sup> ed.
- MUSCAT, B. (2014). Draft proposals for new EU netting provisions: further harmonisation or fragmentation?, *Journal of International Banking and Financial Law*, vol. XXIX, núm. 2, 116-120.
- PENNINGTON, R.R. (2001). *Company Law*, Londres: Butterworths, 8.<sup>a</sup> ed.
- SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. y SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1990). *El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid: Civitas.
- SANTOS MACHADO, S. (2007). Close-out netting e set-off, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, núm. 28.
- (2008). Netting and collateral under the law of Portugal, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, núm. 29.
- SEALY, L. y WORTHINGTON, S. (2010). *Cases and materials in Company Law*, Oxford: Oxford University Press, 9.<sup>a</sup> ed.
- UNIDROIT (2013). Principles on the operation of close-out netting provisions.
- VALPUESTA GASTAMINZA, E.M.<sup>a</sup>., y GALLEGO SÁNCHEZ, E. (1997). Contratos de financiación (II). En: Calvo Caravaca, A.L. y Fernández de la Gandara, L. (dirs.), *Contratos internacionales*, Madrid: Tecnos (1029-1147).
- VEIGA COPO, A.B. (2008). Garantías financieras vs. garantías fiduciarias, o cómo sustraerse a la vis concursal, *ICADE, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 73, 43-83.
- VILLEGAS, C.G. y VILLEGAS, C.M. (2001). *Aspectos legales de las finanzas corporativas. Conceptos básicos de finanzas corporativas*, Madrid: Dykinson.

## NOTAS

<sup>1</sup> En el plano económico, la escasez es igualmente significativa. Algunas excepciones se encuentran en HORNG, Y., y WEI, P. (1999). An empirical study of derivatives use in the REIT industry, *Real Estate Economics*, vol. XXVII, núm. 3, 561-586; y ALCOCK, J., GLASCOCK, J. y STEINER, E. (2012). Manipulation in U.S. REIT investment performance evaluation: Empirical evidence, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. III, núm. 47, 434-465.

<sup>2</sup> En cumplimiento de lo previsto en el artículo 4 de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (BOE de 27 de octubre de 2009).

<sup>3</sup> *Vid.* los documentos informativos de incorporación al Mercado Alternativo Bursátil, segmento para SOCIMIS (MAB-SOCIMIS) registrados por las distintas SOCIMIS.

<sup>4</sup> Como es el caso p. ej. de los fondos de inversión inmobiliaria y de las sociedades de inversión inmobiliaria.

<sup>5</sup> Aunque esta se encuentra implícitamente limitada por los estrictos requisitos de inversión a que se encuentran sometidas las SOCIMIS (*vid.* art. 3 de la Ley 11/2009).

<sup>6</sup> A diferencia de los mercados organizados, los mercados OTC no se encuentran definidos normativamente, siendo las referencias a los mismos, como era de esperar para un mercado hasta tiempos muy recientes no sometido directamente al legislador, escasas (al respecto *vid.* el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones [BOE de 27 de julio de 2012], conocido en la práctica de mercado por su acrónimo en inglés, EMIR, que define en su art. 2.7) los «derivados

extrabursátiles» —en traducción muy poco afortunada del original inglés *OTC derivative*— como «*un contrato de derivados cuya ejecución no tiene lugar en un mercado regulado*», tal como estos se definen en el artículo 4.1.14 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo —directiva conocida por su acrónimo en inglés, MiFID—, o en «*un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado*» de conformidad con el artículo 19.6 de MiFID; y el expositivo (31) del Reglamento (UE) núm. 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) núm. 648/2012 —reglamento habitualmente referido por su acrónimo, MiFIR—. En relación con este punto, *vid.* también EUROPEAN PARLIAMENT (2012). European Parliament report on MiFIR, en el que se define el *over-the-counter trading* como aquel «*carried out by an eligible counterparty on its own account, outside a trading venue or a systematic internaliser, on an occasional and irregular basis, with eligible counterparties and always at large in scale*». Idéntica escasez se manifiesta también por parte de los supervisores (*vid.* no obstante COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2013). Guía de comunicación de operaciones a la CNMV, 9, para una de las pocas indicaciones que realiza un supervisor de lo que ha de entenderse por OTC, donde los define como aquellos derivados «*no admitidos a cotizar en mercados organizados*»). Estructuralmente, la negociación *over the counter* se caracteriza principalmente por ser los términos concretos determinados por la autonomía de voluntad de las partes —si bien no resulta infrecuente el recurso a contratos y definiciones estandarizadas desarrollados por asociaciones de mercado—, no estar sometida de forma directa a la regulación del legislador, y tener lugar la negociación y liquidación directamente entre las partes, sin la interposición de una entidad de contrapartida central —notas estas dos últimas que han quedado matizadas tras la introducción de las obligaciones establecidas recientemente por la normativa financiera (*vid.* al respecto el apdo. V posterior)—.

<sup>7</sup> No ha de olvidarse que los apdos. b) y c) del artículo 2 de la Ley 11/2009 contemplan la posibilidad de que las SOCIMIs mantengan participaciones en el capital de otras entidades no residentes en territorio español que tengan el mismo objeto social que las SOCIMIs y que estén sometidas a un régimen similar al establecido para las SOCIMIs en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios; o participaciones en el capital de otras entidades, residentes o no en territorio español, que tengan como objeto social principal la adquisición de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento y que estén sometidas al mismo régimen establecido para las SOCIMI en cuanto a la política obligatoria, legal o estatutaria, de distribución de beneficios y cumplan los requisitos de inversión a que se refiere la Ley 11/2009.

<sup>8</sup> Al igual que puede hacer cualquier sociedad cotizada sobre sus propias acciones.

<sup>9</sup> En ocasiones denominado contrato principal o contrato anfítrion, dicho contrato en el que se incardina el derivado juega la doble función de proporcionar la forma al derivado y servir como vehículo en su comercialización. Cabe apuntar que la existencia de derivados implícitos no resulta desconocida ni para el legislador europeo (cfr. art. 10 de la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones (DOUE de 20 de marzo de 2007) ni para el legislador nacional (cfr. *inter alia* el apdo. (a) del artículo 5 de la Resolución de 5 de febrero de 2015 de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se define el principio de prudencia financiera aplicable a las operaciones de endeudamiento y derivados de las empresas locales, y de las comunidades autónomas que se acojan al Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas (BOE de 7 de febrero de 2015), en el que se prohíben las operaciones de endeudamiento que incluyan derivados implícitos en los contratos —y en la que parece que se consideran como derivados implícitos incluso las opciones de amortización anticipada y las operaciones de financiación

a tipo de interés fijo, que desglosa en una financiación a tipo de interés variable y una permuta de tipo de interés variable-fijo implícita—).

<sup>10</sup> Caso p. ej. de un *credit linked deposit*, depósito en el que se incorpora de forma implícita un derivado de crédito.

<sup>11</sup> Piénsese, p. ej., en los *credit contingent interest rate swaps*, *swap* resultantes de la combinación de un *swap* de tipo de interés y de un derivado de crédito implícito, y cuyo términos contemplan que el *swap* termine en el caso de que ocurra un evento de crédito bajo el derivado de crédito implícito, sin que ninguna de las partes deba abonar cantidad alguna a la otra bajo el *swap* (ni siquiera el valor de mercado que el *swap* tenga en dicho momento); o en los derivados que incorporan una cláusula de las denominadas *walk-away*, que permiten a una o ambas partes del derivado la terminación anticipada del mismo y su «abandono» (de ahí el nombre inglés) sin necesidad de proceder al abono de las cantidades debidas en su caso a la contraparte (ni siquiera el valor de mercado que el *swap* tenga en dicho momento).

<sup>12</sup> Por ser el mercado OTC el mercado donde se aglutina la mayoría de los derivados concertados por las SOCIMIS.

<sup>13</sup> Resulta también posible la incorporación del contrato marco de forma implícita en la propia confirmación, en lo que se conoce en la práctica de mercado como *long form confirmation*. La razón de la documentación de los derivados empleando un contrato marco se encuentra en las ventajas que la concertación de un contrato marco conlleva para las partes; entre ellas, la posibilidad de que el derivado pueda beneficiarse del régimen del *netting* (en relación con el mismo, *vid. apdo. VI* posterior), la reducción del riesgo legal —dado que sus disposiciones son redactadas por los participantes del mercado y se encuentran sujetas a la revisión de los mismos, siendo objeto de opiniones legales acerca de su legalidad, validez, vinculación y ejecutabilidad—; la reducción del tiempo y coste de negociación —en comparación con contratos que hayan sido elaborados *ex profeso* por las partes, dado que sus términos estándar son conocidos por la mayoría de los participantes del mercado—; y la resolución de las disputas que puedan surgir entre las partes de una manera comparativamente más rápida y barata —dado que sus términos habrán sido en muchos casos objeto de decisión judicial previa—.

<sup>14</sup> Elaborados por distintas asociaciones, actualmente el publicado por la Asociación Española de Banca y la Confederación Española de Cajas de Ahorros —el Contrato Marco de Operaciones Financieras (CMOF)—, junto con el publicado por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) —el *ISDA Master Agreement*—, constituyen los contratos marco habitualmente empleados por las SOCIMIS para documentar operaciones de derivados.

<sup>15</sup> Que cubren habitualmente, entre otras cuestiones, la mecánica de concertación de las operaciones, las causas de vencimiento anticipado del contrato marco y de las operaciones concertadas al amparo del mismo por circunstancias imputables a las partes o por circunstancias objetivas sobrevenidas, el cálculo de la cantidad debida en caso de vencimiento anticipado, y distintas cuestiones administrativas. Su naturaleza jurídica resulta, no obstante, controvertida, existiendo respecto a la misma dos aproximaciones. De una parte, la que sostiene la autonomía entre el contrato marco y las operaciones, considerando al primero un contrato normativo que establece las condiciones de las sucesivas relaciones jurídicas que tendrán lugar entre las partes en el futuro (en este sentido, *vid. CAPUTO NASSETTI, F. (2007). I contratti derivati finanziari*, Milán: Giuffrè, 136, así como en España VALPUESTA GASTAMINZA, E.M.<sup>a</sup>., y GALLEGO SÁNCHEZ, E. (1997). Contratos de financiación (II). En: Calvo Caravaca, A.L. y Fernández de la Gandara, L. (dirs.), *Contratos internacionales*, Madrid: Tecnos (págs.1029-1147); y sobre el concepto de contrato normativo, MESSINEO, F. (1973). Il contratto in genere. En: Cicu, A. y Messineo, F. (dirs.), *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, vol. XXI, Milán: Giuffrè, 665). De otra, la que considera que el contrato marco y todas las operaciones concertadas al amparo del mismo integran una única relación jurídica (como se indica en la Estipulación 1.1 del CMOF y en la *Section 1.c*) del *ISDA Master Agreement*).

<sup>16</sup> Incluyendo todo aquello que sea necesario para adecuarlo a la particularidad propia de los derivados específicos que se concierten y a la política de riesgos de cada una de las partes.

<sup>17</sup> En el caso del CMOF, el Anexo I, y en el caso del *ISDA Master Agreement*, el *Schedule* al mismo.

<sup>18</sup> Documento que habitualmente se intercambia por fax o por correo electrónico, si bien hay deseos por parte del legislador de que se realice a través de medios electrónicos (como puede ser, p. ej., una plataforma electrónica de confirmación, *vid.* art. 11.1(a) de EMIR).

<sup>19</sup> De entre las distintas asociaciones, ha sido ISDA la que se ha encargado de definir de una manera más detallada los estándares de mercado de los derivados y de mantenerlos actualizados.

<sup>20</sup> Estándares que pueden ser incorporados mediante la inclusión por referencia de las definiciones aplicables en el encabezado de la confirmación (con las elecciones y modificaciones a las mismas que las partes estimen oportuno en el cuerpo de la confirmación).

<sup>21</sup> Si bien ello redundará habitualmente en una mayor onerosidad en los términos económicos de la transacción.

<sup>22</sup> De acuerdo con lo previsto en el artículo 1.2 de la Ley 11/2009, las SOCIMIs se regirán por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (actualmente Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital).

<sup>23</sup> Fundamentalmente anglosajones, si bien se ha planteado también —en forma algo matizada— en otros ordenamientos, como el argentino (cfr. art. 58 de la Ley de sociedades comerciales, Ley núm. 19.550, y VILLEGRAS, C.G. y VILLEGRAS, C.M. (2001). *Aspectos legales de las finanzas corporativas. Conceptos básicos de finanzas corporativas*, Madrid: Dykinson, 219-220).

<sup>24</sup> La jurisprudencia comparada aporta algunos ejemplos en el caso de operaciones de derivados, incluyendo Standard Chartered Bank v Ceylon Petroleum Corporation [2001] EWHC 1785 (Comm) y, en el caso de entes públicos, Hazell v Hammersmith and Fulham London Borough Council [1992] 2 A.C. 1.

<sup>25</sup> La cuestión del *ultra vires* ya había sido objeto de diversos pronunciamientos en Inglaterra durante el s. XIX (*vid.* Teasdale's Case, L. R. 9 Ch. App. 54 (1873), Hope v. International Financial Society (1876) 4 Ch. D. 327, In re Dronfield Silkstone Coal Co. (1881) 17 Ch. D. 76, Phosphate of Lime Co v Green (1871) L.R. 7 C.P. 43, Cartmell's case [(1874) L.R. 9 Ct. App. 691], Guinness v. Land Corporation of Ireland (1883) 22 Ch. D. 349, y Trevor v. Whitworth (1887) 12 App. Cas. 409). La finalidad de la doctrina de los actos *ultra vires* es proteger tanto a acreedores como a accionistas de la sociedad: a los acreedores, dado que su única garantía de cobro para la mayoría de ellos —los acreedores ordinarios— es el patrimonio social, asegurando que los fondos de la sociedad no serán empleados en el desarrollo de actividades ajenas al objeto social; y a los accionistas, dado que gracias a esta limitación saben que los fondos aportados a la sociedad únicamente serán invertidos en actividades que conocían desde el momento en el que entraron a formar parte de la sociedad (al respecto, *vid.* SEALY, L. y WORTHINGTON, S. (2010). *Cases and materials in Company Law*, Oxford: Oxford University Press, 9.<sup>a</sup> ed., 84). Sobre el origen y razón de la teoría de los actos *ultra vires*, *vid. inter alia* MARTORANO, F. (1961). *Capacità delle società e oggetto sociale nel diritto anglo-americano*, Nápoles: Jovene, 44-49; ARECHEDERA ARANZADI, I. (1991). El origen de la doctrina «ultra vires» en el «common law», *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, vol. XXX, núm. 1, 639-664; MORSE, G. (ed) (1992). *Palmer's Company Law*, t. I, Londres: Sweet & Maxwell, 25.<sup>a</sup> ed., 2121-2122; PENNINGTON, R.R. (2001). *Company Law*, Londres: Butterworths, 8.<sup>a</sup> ed., 208-219; DAVIES, P. y WORTHINGTON, S. (2012). *Gower & Davies. Principles of modern Company Law*, Londres: Sweet & Maxwell, 9.<sup>a</sup> ed., 166 a 170; y BEALE, H. (ed.) (2012). *Chitty on Contracts: General principles*, vol. I, Londres: Sweet & Maxwell, 31.<sup>a</sup> ed., 803-827.

<sup>26</sup> Cuestión distinta es si los administradores pueden válidamente acordar dicha concertación, es decir, si la concertación del derivado entra dentro de su poder de representación delimitado por el objeto social, o por el contrario se excede del mismo, debiendo contar imperativamente con una habilitación expresa de los estatutos o de la junta general para proceder válidamente a la realización de dichos actos. Obviamente, a menos que la concertación de derivados se exprese en el objeto social como una de las actividades a desarrollar por la SOCIMI —posibilidad esta extremadamente infrecuente—, la concertación

de derivados no puede considerarse en el caso de una SOCIMI como un acto directamente encaminado al cumplimiento del objeto social. Su admisibilidad solo sería posible, pues, incluyéndola bien dentro de los actos indirectamente comprendidos en el objeto social, o bien dentro de los actos necesarios o convenientes para alcanzarlo. Será, por tanto, necesario realizar en el momento de su concertación un juicio de valor acerca de su instrumentalidad para el cumplimiento del objeto social (al respecto, *vid. SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J. y SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1990). El objeto social en la sociedad anónima*, Madrid: Civitas).

<sup>27</sup> Cfr. artículos 129 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE de 27 de diciembre de 1989) y 11 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (BOE de 24 de marzo de 1995), actualmente sustituidos por el artículo 234 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE de 3 de julio de 2010). *Vid.* adicionalmente la STS de 5 de noviembre de 1959.

<sup>28</sup> Cfr. artículo 234 de la Ley de Sociedades de Capital, de acuerdo con el cual «*la representación se extenderá a todos los actos comprendidos en el objeto social delimitado en los estatutos. Cualquier limitación de las facultades representativas de los administradores, aunque se halle inscrita en el Registro Mercantil, será ineficaz frente a terceros*» y «*la sociedad quedará obligada frente a terceros que hayan obrado de buena fe y sin culpa grave, aún cuando se desprenda de los estatutos inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social*».

<sup>29</sup> Pero no exclusivamente, siendo EMIR parte del extenso y complejo engranaje del cambio normativo que afecta a las operaciones de derivados y que cambia la aproximación con la que los derivados habían sido regulados hasta el momento (centrada fundamentalmente en el hecho de que las entidades de crédito se encuentran reguladas, como demuestra el hecho de que la regulación de los derivados se manifestó originariamente en forma de requisitos de mantenimiento de capital impuestos de forma global y coordinada por los reguladores bancarios en los países de la OCDE, y la regulación prudencial y de supervisión relacionada, cfr. *Risk management of derivatives*, Comptroller's Handbook, 1997). Por razones de extensión no entraremos en la protección que debe ser dispensada a la SOCIMI desde la perspectiva del mercado de valores en cuanto inversor minorista (tratamiento que habitualmente recibirá, salvo que renuncie a ello y solicite ser considerado inversor profesional).

<sup>30</sup> EMIR entró en vigor el 16 de agosto de 2012. A mediados de 2015 comenzó, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 85.1 de EMIR, el proceso de revisión del mismo, que concluirá con la publicación de una nueva versión del reglamento, proceso en relación con el cual el pasado 4 de mayo la Comisión Europea publicó su propuesta de reforma (EUROPEAN COMMISSION (2017). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the clearing obligation, the suspension of the clearing obligation, the reporting requirements, the risk-mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a central counterparty, the registration and supervision of trade repositories and the requirements for trade repositories*, COM(2017) 208 final).

<sup>31</sup> *Vid. apdo. 13 de GRUPO DE LOS VEINTE (2009). G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit*, publicado tras la reunión mantenida en dicha ciudad los días 24 y 25 de septiembre. La implementación de los referidos acuerdos del G-20 es muy dispar en cada una de las jurisdicciones: si bien, p. ej., en Estados Unidos la norma que los implementa (Dodd-Frank) cubre en un único texto todos los planos relativos a los derivados, incluyendo la negociación, compensación, liquidación, reporte y normas de conducta, así como la quiebra y los procesos de resolución, EMIR únicamente cubre la compensación y liquidación, quedando el tratamiento de las restantes cuestiones diferido a otras normas (*vid. p. ej.*, en relación con ejecución de órdenes, la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, más conocida por su acrónimo en inglés, MiFID2). Por su parte, algunos países con mercados de derivados más reducidos han optado por recoger únicamente la compensación y liquidación y el reporte de operaciones.

<sup>32</sup> EMIR es la norma primaria de una voluminosa y por el momento inacabada actuación normativa. Hasta la fecha se han aprobado y entrado en vigor, dentro del segundo nivel de la misma, más de una docena de reglamentos de desarrollo y normas técnicas.

<sup>33</sup> Quien ha publicado y mantiene actualizado un documento de preguntas y respuestas en este ámbito, siendo el último de 3 de abril de 2017 [EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2017). Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)].

<sup>34</sup> Al igual que la European Securities and Markets Authority (ESMA), la Comisión Europea ha publicado un documento de preguntas y respuestas en este ámbito [EUROPEAN COMMISSION (2014). EMIR: Frequently asked questions].

<sup>35</sup> Cfr. apdo. 5) del artículo 2 de EMIR. El hecho de que EMIR no contenga una definición conceptual de «derivado», sino que se remita al concepto de «derivado» en MiFID, y que dicha norma tampoco defina el concepto de «derivado» con carácter general, sino que enumere un elenco de instrumentos que serán considerados «derivados» a efectos de la misma, ha ocasionado numerosas dudas en la práctica acerca del ámbito objetivo de aplicación de EMIR, que retoman en algunos casos viejos debates jurídicos, como es la diferencia entre las operaciones a contado y las operaciones a futuro, el tratamiento de los derivados implícitos o la aplicación a operaciones corporativas.

<sup>36</sup> Cfr. apdo. 4 de la Sección C del Anexo I de MiFID.

<sup>37</sup> Cfr. apdo. 10 de la Sección C del Anexo I de MiFID.

<sup>38</sup> Sin perjuicio, no obstante, de la necesidad de realizar en cualquier caso un análisis particular del derivado concreto que se desee concertar y de sus términos.

<sup>39</sup> Si bien EMIR emplea el término «derivado extrabursátil» para referirse a los mismos (véase el apdo. 7) del artículo 2 de EMIR), es preferible emplear el término «derivado OTC» (traducción directa del término «*OTC derivative*» empleado en la versión inglesa de EMIR), dada la posible confusión a la que puede inducir el empleo del término «derivado extrabursátil», pues la «bolsa» no es el único mercado regulado en el que puede tener lugar la negociación de los mismos.

<sup>40</sup> EMIR segmenta los derivados en dos grandes grupos: «contratos de derivados OTC», a los que impone requisitos en materia de compensación, de gestión bilateral del riesgo y de información, y «contratos de derivados», a los que únicamente impone obligaciones de información.

<sup>41</sup> Cfr. punto 14 del apdo. 1 del artículo 4 de MiFID. Análisis que es idéntico bajo MiFID2, *vid.* apdo. (8) de la Sección C del Anexo I de MiFID2.

<sup>42</sup> Cfr. apdo. 6 del artículo 19 de MiFID. Dicho artículo establece la obligación de la Comisión Europea de publicar una lista de los mercados de terceros países que se consideren equivalentes.

<sup>43</sup> Incluyendo aquellos derivados que se negocien en un sistema multilateral de negociación (SMN), si bien no puede descartarse de forma absoluta que haya supuestos en que su ejecución tenga lugar en un mercado regulado y, por lo tanto, no tenga la consideración de derivado OTC a efectos de EMIR.

<sup>44</sup> EMIR no contiene definiciones específicas de las categorías de derivados ni cómo se tiene que determinar a qué categoría pertenece un tipo concreto de derivado, empleando las normas de desarrollo de EMIR diferentes términos al respecto. La más habitual es la que se emplea para determinar si una entidad se encuentra por encima del umbral de compensación [*vid.* Reglamento Delegado (UE) núm. 149/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (DOUE de 23 de febrero de 2013)].

<sup>45</sup> La supervisión, inspección y sanción de cuantas personas físicas y jurídicas realicen operaciones sometidas a EMIR se encomienda a la CNMV (cfr. art. 233.1.k) del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (*BOE* de 24 de octubre de 2015).

<sup>46</sup> Así, la LMV considera (cfr. art. 287 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores), en el caso de las «contrapartes financieras» (contraparte típica de las SOCIMIs en las operaciones de derivados, y tal y como definiremos posteriormente), como infracción muy grave, el incumplimiento de la obligación de reporte «con carácter no meramente ocasional o aislado», o el reporte «con irregularidades sustanciales»; el incumplimiento de algunas de las obligaciones relativas a la mitigación de riesgos (incluyendo la pronta confirmación, la conciliación y la valoración diaria de las operaciones), cuando con ello «se ponga en riesgo (...) la solvencia o viabilidad de la persona infractora o su grupo»; y el incumplimiento, cuando resulte aplicable, de la obligación de liquidación a través de entidad de contrapartida central «con carácter no meramente ocasional o aislado o con irregularidades sustanciales»; y la falta de colateralización de las operaciones no sujetas a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central, cuando con el incumplimiento «se ponga en riesgo (...) la solvencia o viabilidad de la persona infractora o su grupo». Cuando los incumplimientos referidos anteriormente no pongan en riesgo la solvencia o viabilidad de la empresa o su grupo, o lo hayan sido con carácter ocasional o aislado o con irregularidades no sustanciales (según sea el caso), serán considerados infracción grave. Por su parte, en el caso de las «contrapartes no financieras» (caso habitual de las SOCIMIs, con las consideraciones que realizaremos posteriormente), la LMV considera infracción grave el incumplimiento de la obligación de reporte «con carácter no meramente ocasional o aislado», o el reporte «con irregularidades sustanciales», teniendo la consideración de infracción leve el resto de incumplimientos.

<sup>47</sup> Siempre que las mismas se encuentren autorizadas de acuerdo con lo previsto en la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DOUE de 30 de junio de 2006).

<sup>48</sup> Autorizadas de conformidad con MiFID.

<sup>49</sup> Autorizadas de conformidad con la Directiva 73/239/CEE, de 24 de julio de 1973, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad del seguro directo distinto del seguro de vida, y a su ejercicio (DOUE de 16 de agosto de 1973) y con la Directiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de noviembre de 2002 sobre el seguro de vida (DOUE de 19 de diciembre de 2002).

<sup>50</sup> Autorizadas de conformidad con la Directiva 2005/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, sobre el reaseguro y por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 98/78/CE y 2002/83/CE (DOUE de 9 de diciembre de 2005).

<sup>51</sup> Autorizadas de acuerdo con la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (versión refundida) (DOUE de 17 de noviembre de 2009).

<sup>52</sup> Tal como se definen en la letra a) del artículo 6, de la Directiva 2003/41/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de junio de 2003, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo (DOUE de 23 de septiembre de 2003).

<sup>53</sup> Autorizados o registrados de conformidad con la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) núm. 1060/2009 y (UE) núm. 1095/2010 (DOUE de 1 de julio de 2011) (categoría en la que entran los fondos de inversión inmobiliaria y las sociedades de inversión inmobiliaria).

<sup>54</sup> Cfr. apdo. 8) del artículo 2 de EMIR.

<sup>55</sup> Cfr. apdo. 9) del artículo 2 de EMIR.

<sup>56</sup> Cfr. artículo 10.1.b) de EMIR.

<sup>57</sup> Cfr. artículo 11.12 de EMIR, desarrollado por el Reglamento Delegado (UE) núm. 285/2014 de la Comisión, de 13 de febrero de 2014, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas al efecto directo, importante y predecible de los contratos dentro de la Unión y a la prevención de la elusión de normas y obligaciones (DOUE de 21 de marzo de 2014).

<sup>58</sup> Debe tenerse presente que la participación de una contraparte no establecida en la UE en el derivado no exime a la SOCIMI del cumplimiento unilateral de las obligaciones concretas que bajo EMIR le resulten de aplicación de acuerdo con su categorización, para lo cual será necesaria la cooperación de la empresa no establecida en la UE. Adicionalmente, su participación puede desencadenar la obligación de cumplimiento del régimen de derivados aplicable a dicha empresa (p. ej., Dodd-Frank en el caso de que la contraparte sea una empresa americana), sin que ello exima del cumplimiento de las obligaciones que puedan resultar bajo EMIR.

<sup>59</sup> A tal efecto, EMIR considera «grupo» el grupo de empresas formado por una empresa matriz y sus filiales en el sentido de los artículos 1 y 2 de la Séptima Directiva del Consejo, de 13 de junio de 1983, basada en la letra g) del apdo. 3 del artículo 54 del Tratado, relativa a las cuentas consolidadas (Directiva 83/349/CEE), que ha sido posteriormente reemplazada por la Directiva 2013/34/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los estados financieros anuales, los estados financieros consolidados y otros informes afines de ciertos tipos de empresas, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se derogan las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo (DOUE de 29 de junio de 2013), y que lo define en su artículo 2.11 como una sociedad matriz y la totalidad de sus empresas filiales, concepto en relación con el cual hay que remitirse en último término a las IFRS 10 y su criterio de consolidación, o el grupo de empresas a que se refieren el artículo 3, apdo. 1, y el artículo 80, apdos. 7 y 8, de la Directiva 2006/48/CE.

<sup>60</sup> Dentro de las cuales tienen cabida no solo las operaciones de derivados OTC que tengan la consideración de cobertura con arreglo a las IFRS adoptadas de conformidad con el artículo 3 del Reglamento (CE) núm. 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad (DOUE de 11 de septiembre de 2002), sino también las operaciones de derivados OTC que, solas o en combinación con otros contratos de derivados y directamente o a través de instrumentos estrechamente correlacionados, cubran los riesgos derivados de la variación potencial del valor de los activos, servicios, insumos, productos, materias primas o pasivos que la contraparte no financiera o su grupo posea, produzca, fabrique, transforme, suministre, adquiera, comercialice, arriende, venda o contraiga, o razonablemente prevea poseer, producir, fabricar, transformar, suministrar, adquirir, comercializar, arrendar, vender o contraer en el ejercicio ordinario de su actividad, así como las operaciones de derivados OTC que cubran los riesgos derivados del impacto indirecto potencial en el valor de los activos, servicios, insumos, productos, materias primas o pasivos contemplados anteriormente como resultado de la fluctuación de los tipos de interés, las tasas de inflación, los tipos de cambio o el riesgo de crédito (cfr. art. 10.3 de EMIR y artículo 10.1 del Reglamento 149/2013).

<sup>61</sup> Dicho umbral será, en el caso de que el subyacente del derivado sea riesgo de crédito o renta variable, mil millones de Euros en alguna de ellas, y en el caso de que el subyacente sea tipos de interés, tipos de cambio o materias primas y cualesquiera otros subyacentes, tres mil millones de Euros en alguna de ellas.

<sup>62</sup> Circunstancia que deberá ser comunicada a ESMA y a la CNMV. Al respecto, debe tenerse en cuenta que los estatus de «contraparte no financiera» y de «contraparte no financiera plus» no son estáticos. Una contraparte no financiera se puede convertir en una «contraparte no financiera plus» en el momento en que concurren las circunstancias referidas anteriormente (incluyendo, entre otros, como consecuencia de su participación en procesos corporativos), y una «contraparte no financiera plus» puede convertirse en una contraparte no financiera si demuestra a ESMA y a la CNMV que dichas circunstancias han dejado de cumplirse durante el plazo de treinta días contemplado en las mismas.

<sup>63</sup> Y decimos indebidamente pues su trascendencia real trasciende el plano puramente administrativo.

<sup>64</sup> Las obligaciones de pronta confirmación de las operaciones, de reconciliación de la cartera de operaciones, de compresión de la cartera de operaciones y de inclusión de mecanismos de resolución de disputas suelen agruparse bajo la expresión «técnicas de mitigación de riesgos».

<sup>65</sup> La documentación de las obligaciones relativas a mitigación de riesgo puede realizarse mediante la firma de contratos bilaterales con las contrapartes o el empleo de la documentación estándar existente en el mercado al respecto —con las modificaciones que, en su caso, las partes estimen oportunas—; fundamentalmente, en el ámbito CMOF, la *Novación modificativa del Contrato Marco de Operaciones Financieras para su adaptación al Reglamento EU 648/2012 (EMIR)*, de 13 de septiembre de 2013 (cuyos términos se incorporan en el cuerpo del CMOF en la versión de febrero de 2015), y en el ámbito ISDA, los documentos elaborados por dicha asociación, entre los que se incluyen dos protocolos (*ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol*, publicado el 8 de marzo de 2013 e *ISDA 2013 EMIR Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Disclosure Protocol*, publicado el 19 de julio de 2013), y distintos documentos (*Timely Confirmations Standard Wording*, de 14 de marzo de 2013, e *ISDA/FOA EMIR Reporting Delegation Agreement*, de 13 de enero de 2014).

<sup>66</sup> No obstante, si la empresa financiera se encuentra establecida en una jurisdicción en relación con la cual la Comisión ha adoptado una norma de implementación bajo el artículo 13 de EMIR, se permite que las partes únicamente cumplan con las reglas equivalentes de dicha jurisdicción.

<sup>67</sup> Salvo en el supuesto de que la contraparte de la SOCIMI no se encuentre establecida en la UE, en cuyo caso únicamente la SOCIMI tendrá obligada a realizar el reporte.

<sup>68</sup> La obligación de reporte por parte de la SOCIMI puede ser cumplida directamente por la SOCIMI o ser delegada en la contraparte o en un tercero (si bien dicha delegación no excluye en ningún caso la responsabilidad de la SOCIMI). En el primero de los casos, será necesario que la SOCIMI concierte un contrato con un repositorio regulando el suministro de la información al mismo (incluyendo formato, responsabilidad y confidencialidad, entre otras cuestiones), mientras que en el segundo será necesario acordar y regular con la contraparte o con el tercero los términos de dicho reporte incluyendo, entre otras cuestiones, periodicidad y el régimen de responsabilidad.

<sup>69</sup> Incluyendo tanto los derivados negociados en mercados regulados como los que lo son OTC. La obligación de reporte se extiende también a las operaciones concertadas con anterioridad a la fecha en que entró en vigor la obligación (12 de febrero de 2014), para las que se introducen reglas específicas que en algunos casos conceden amplios plazos para cumplir con la obligación de reporte.

<sup>70</sup> Se han autorizado al efecto seis entidades: DTCC Derivatives Repository Ltd., Krajowy Depozyt Papierów Wartosciovych S.A., Regis-TR S.A., UnaVista Limited, CME Trade Repository Ltd. y ICE Trade Vault Europe Ltd. (esta última únicamente en relación con derivados cuyo subyacente sea materias primas, riesgo de crédito, renta variable, tipos de interés y tipo de cambio), pudiéndose los datos del derivado ser remitidos a cualquiera de ellos, y cabiendo incluso la posibilidad de que cada una de las partes del contrato remita los datos a un repositorio distinto.

<sup>71</sup> Incluyendo ESMA y CNMV.

<sup>72</sup> El contenido de la información a comunicar en relación con cada una de las partes y con el derivado se encuentra detallado en el Reglamento Delegado (UE) núm. 148/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones (DOUE de 23 de febrero de 2013). En relación con las partes del contrato (información que se identifica como «datos estáticos»), habrán de reportarse el código de identificación de las partes (*legal entity identifier*, LEI) —piedra angular del reporte de operaciones financieras surgido tras la crisis y que permitirá conocer las exposiciones y conexiones a lo largo de los sistemas financieros (cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD (2012). Report on a global Legal Entity Identifier for financial markets)—, la razón social, el domicilio social, la naturaleza de la actividad empresarial que desarrolla, si es una contraparte financiera o no a efectos de EMIR, la identificación en su caso del agente a través del cual se concierten las operaciones, la identificación en su caso de la empresa en que se haya delegado la realización del reporte, la identificación en su caso del miembro compensador, la identificación en su caso del beneficiario de las operaciones, la

calidad en la que se actúa en la negociación (si por cuenta propia o por cuenta y en nombre de un cliente), si el contrato se encuentra directamente vinculado, de manera objetivamente mensurable, con la actividad comercial o la actividad de financiación de tesorería de la empresa a los efectos previstos en EMIR, y si la empresa supera alguno de los umbrales de compensación previstos en EMIR.

<sup>73</sup> En relación con el derivado, los denominados «datos dinámicos» incluirán entre otros el código de identificación del derivado (*unified transaction identifier*, UTI), la divisa en la que se encuentra expresado el nociional, la divisa en la que se liquidará la operación, la identificación de la plataforma en la que en su caso se haya ejecutado, el precio, el nociional, si la operación se liquida por entrega física o por diferencias, la fecha de efectividad, la fecha de terminación, la fecha de liquidación, si la operación queda sometida o no a un contrato marco y la versión del mismo, la fecha y hora en la que se ha confirmado, la forma en la que se ha confirmado, si la operación se encuentra sujeta a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central y si la operación se ha celebrado con una empresa perteneciente al mismo grupo. Adicionalmente, habrán de aportarse determinados datos en relación con las garantías en su caso aportadas en relación con el derivado, incluyendo el valor del derivado, la moneda empleada en la valoración, la fecha y hora de valoración, si la valoración se ha realizado a mercado o siguiendo un modelo, si se ha procedido a la constitución de garantías, si las garantías se han constituido teniendo en cuenta un conjunto de contratos, el valor de las garantías aportadas y la moneda en que se encuentren denominadas las garantías.

<sup>74</sup> El término «confirmación» se define en el artículo 1(c) del Reglamento Delegado núm. 149/2013 como la documentación del acuerdo de las partes a todos los términos del contrato de derivado OTC.

<sup>75</sup> En el supuesto de que una empresa justifique que no tiene acceso a confirmación por vía electrónica, la confirmación podrá realizarse por los métodos tradicionales de confirmación (incluyendo copias físicas, o intercambio por fax o por correo electrónico).

<sup>76</sup> Adicionalmente, se establece la obligación para la contraparte financiera de reportar mensualmente a la CNMV las operaciones de derivados OTC que se encuentren pendientes de confirmación durante más de cinco días hábiles.

<sup>77</sup> Incluyendo al menos la valoración atribuida al contrato de acuerdo con el artículo 11.2 de EMIR. Dado que la SOCIMI, cuando tenga la consideración de «contraparte no financiera», no se encuentra obligada a valorar diariamente sus operaciones (pues el artículo 11.2 de EMIR únicamente aplica a las «contrapartes financieras» y a las «contrapartes no financieras plus»), puede confiar —si lo considera oportuno— en la valoración de sus contrapartes, o realizar su valoración por otros medios. La frecuencia con la que la contraparte y la SOCIMI deberán realizar dicha reconciliación dependerá de la clasificación de ambos a efectos de EMIR y del número de operaciones de derivados OTC que existan entre las mismas. En el supuesto de que la SOCIMI sea una «contraparte no financiera» a efectos de EMIR, la reconciliación deberá efectuarse una vez al trimestre siempre que se tengan más de cien operaciones de derivados OTC con la contraparte, y una vez al año en el caso de que se tenga un número igual o inferior. Por el contrario, si la SOCIMI tiene la consideración de «contraparte no financiera plus», la reconciliación deberá efectuarse una vez cada día hábil siempre que existan entre las partes un número de operaciones de derivados OTC igual o superior a quinientas, ampliándose la frecuencia a una vez por semana en el caso de que se tengan menos de quinientas operaciones pero más de cincuenta, y a una vez al trimestre en el supuesto de que únicamente se tengan menos de cincuenta operaciones.

<sup>78</sup> Y, adicionalmente, en el caso de sus contrapartes, la comunicación a la CNMV de las disputas que permanezcan vivas relativas al contrato, su valoración o, en su caso, el intercambio de colateral durante más de quince días por importe superior a quince millones de Euros.

<sup>79</sup> No obstante, resulta muy difícil que una SOCIMI llegue a acumular dicho volumen de operaciones y que, por lo tanto, quede sometida a dicha obligación.

<sup>80</sup> Y asumiendo que su contraparte sea una «contraparte financiera» a efectos de EMIR.

<sup>81</sup> Al respecto, se considera que se da dicha circunstancia cuando «los precios de cotización no estén fácil y regularmente disponibles, y los que sí estén disponibles no reflejen

*transacciones reales de mercado que se produzcan con regularidad en condiciones de independencia mutua*» (cfr. art. 16.2 del Reglamento Delegado núm. 149/2013). Dichos modelos de valoración deberán ser aprobados anualmente por el Consejo de Administración o comisión delegada, siendo objeto dicha aprobación de revisión anual.

<sup>82</sup> La obligación de liquidación de derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central no es exclusiva ni de Europa ni de Estados Unidos, estando también prevista en otras jurisdicciones que han implementado las recomendaciones del G-20 referidas anteriormente, como Australia —*vid. AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENT COMMISSION* (2015). *ASIC Derivative transaction rules (Clearing)* 2015, y *AUSTRALIAN SECURITIES & INVESTMENT COMMISSION* (2015). *Consultation Paper 231, Mandatory central clearing of OTC interest rate derivative transactions*—.

<sup>83</sup> La colateralización obligatoria de derivados OTC tampoco es exclusiva ni de Europa ni de Estados Unidos, estando también prevista en otras jurisdicciones, como Japón (*vid. FINANCIAL SERVICES AGENCY* (2014). *Cabinet Office Ordinance on Financial Instruments Business and Comprehensive Guidelines for Supervision*). Recogida en el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, de la Comisión, de 4 de octubre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central (DOUE de 15 de diciembre de 2016), en ella se regula la entrega de unos activos iniciales (*initial margin*) y unos activos adicionales (*variation margin*), así como sus criterios de composición, diversificación (incluyendo la evitación del riesgo de correlación adversa) y las metodologías para su cálculo.

<sup>84</sup> El papel de toda entidad de contrapartida central es interponerse entre las partes del derivado, deviniendo comprador para el vendedor y vendedor para el comprador. La intervención de una entidad de contrapartida central puede reducir el riesgo de los participantes en el mercado mediante la imposición de estrictos controles en todos los participantes del mercado, así como incrementar la liquidez al reducir los riesgos para los participantes. No obstante, ha de tenerse en cuenta que las entidades de contrapartida central concentran el riesgo y la responsabilidad de la gestión del mismo en la entidad de contrapartida central, y su intervención no llega a eliminar de forma absoluta el riesgo, como demuestra el hecho de que no han sido infrecuentes las quiebras de entidades de contrapartida central en el pasado, incluyendo la Caisse de Liquidation des Affaires en Marchandises en 1974, la Kuala Lumpur Commodity Clearing House en 1983, y la Hong Kong Futures Exchange en 1987. Otras estuvieron cerca de la quiebra, incluyendo CME y OCC en Estados Unidos en 1987, y BM&F en Brasil en 1999 (sobre el riesgo de las entidades de contrapartida central, *vid. ARNSDORF, M., Quantification of central counterparty risk, Journal of Risk Management in Financial Institutions*, vol. V, núm. 3, 2012, 273-287).

<sup>85</sup> EMIR contempla dos procesos para identificar las clases concretas de derivados OTC que deben quedar sometidas a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central. La primera es la descrita en el artículo 5.2 de EMIR, de acuerdo con el cual la determinación de las clases sujetas a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central se realizará basándose en las clases de derivados que se liquidan a través de una entidad de contrapartida central autorizada (en el caso de las entidades de contrapartida central europeas) o reconocida (en el caso de las entidades de contrapartida central no europeas) —proceso conocido con la expresión inglesa «*bottom-up*»—. La segunda es la prevista en el artículo 5.3 de EMIR, según la cual ESMA, a su propia iniciativa, puede identificar clases de derivados que deben quedar sujetos a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central pero en relación con las cuales ninguna entidad de contrapartida central haya recibido autorización —proceso conocido con la expresión inglesa «*top-down*»—. Dichos procesos se acompañan de la imposición a ESMA de la obligación de publicar una lista de las clases de derivados OTC que le hayan sido notificadas (<http://www.esma.europa.eu/page/Registries-and-Databases->), de una lista de las clases de derivados sujetas a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central (<https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/>

public\_register\_for\_the\_clearing Obligation\_under\_emir.pdf), y de una lista de entidades de contrapartida central reconocidas en Europa (<http://www.esma.europa.eu/page/Registries-and-Databases>) y de otra de entidades de contrapartida central no europeas que han solicitado el reconocimiento bajo el artículo 25 de EMIR (<http://www.esma.europa.eu/page/Central-Counterparties>).

<sup>86</sup> De acuerdo con el procedimiento previsto en EMIR, ESMA debe desarrollar y remitir a la Comisión Europea y al Parlamento Europeo borradores de reglamentos técnicos especificando la clase de derivados OTC que han de quedar sujetos a la obligación de liquidación a través de una entidad de contrapartida central, la fecha en que dicha obligación comenzará (incluyendo la posible aplicación retroactiva) y las entidades a las que aplicará. El proceso de determinación de dichas categorías comenzó en el primer trimestre de 2014, habiendo analizado ESMA desde entonces distintas clases de derivados de tipos de interés, de crédito, de renta variable y de tipo de cambio.

<sup>87</sup> Incluyendo *swaps* de tipo de interés que se liquiden en euros, libras esterlinas, dólares norteamericanos y yenes japoneses en que el tipo de referencia sea Euribor, Libor, EONIA, SONIA o FedFunds (*vid.* Reglamento Delegado (UE) 2015/2205 de la Comisión, de 6 de agosto de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación (DOUE de 1 de diciembre de 2015), o que se liquiden en coronas noruegas o suecas o *zlotys* polacos (*vid.* Reglamento Delegado (UE) 2016/1178 de la Comisión, de 10 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación (DOUE de 20 de julio de 2016)).

<sup>88</sup> *Vid.* Reglamento Delegado (UE) 2016/592 de la Comisión, de 1 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación. En relación con los *forwards* no entregables (*non-deliverable forwards*) y con los derivados sobre renta variable, por el momento ESMA ha decidido no plantear la obligación de liquidación a través de entidad de contrapartida central (*vid.* al respecto, en relación con los *forwards* no entregables, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014). Consultation paper. Clearing obligation under EMIR (núm. 3), y EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2015). Feedback Statement. Consultation on the clearing obligation for non-deliverable forwards; y en relación con los derivados sobre renta variable, EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014). Consultation paper. Clearing obligation under EMIR (núm. 1), así como el informe final publicado por ESMA - EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (2014). Final report. Draft technical standards on the clearing obligation, Interest rate OTC derivatives.

<sup>89</sup> Cabe plantearse si, no existiendo dicha obligación, la SOCIMI y la contraparte pueden pactar la liquidación voluntaria (directa o indirecta) del derivado a través de una entidad de contrapartida central. La respuesta será negativa en la mayor parte de los casos, dado que la especificidad de los términos de los derivados habitualmente concertados por la SOCIMI y su en consecuencia casi absoluta falta de estandarización hace que en la práctica sea complicada la existencia de una entidad de contrapartida central que estructuralmente tenga capacidad para liquidar los mismos.

<sup>90</sup> Instrumentada habitualmente, en caso de transmisión de propiedad, en forma de acuerdo de cesión en garantía, siendo el más frecuente el Anexo III en el caso del CMOF y el *Credit Support Annex* en el caso del ISDA (1995 ISDA Credit Support Annex (Transfer - English Law) (sobre las mismas, *vid.* VEIGA COPO, A.B. (2008). Garantías financieras vs. garantías fiduciarias, o cómo sustraerse a la vis concursal, *ICADE, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, núm. 73, 43-83).

<sup>91</sup> Y que habitualmente revestirá la forma de un contrato marco. Sobre el concepto de contrato marco a nivel jurisprudencial, *vid.* SAP de Barcelona de 30 de septiembre de 2008.

<sup>92</sup> Téngase en cuenta, no obstante, la posible aplicación a la contraparte de procedimientos de saneamiento o liquidación.

<sup>93</sup> *Vid.* BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1995). Basel capital accord: Treatment of potential exposure for off-balance-sheet items, así como los documentos que

lo precedieron (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1989). Report on netting schemes. Prepared by the Group of Experts on Payment Systems of the central banks of the Group of Ten countries —conocido como el Informe Angell, en honor al presidente del grupo de expertos que produjo el informe—, BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1990). Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten countries —también conocido como el Informe Lamfalussy, nuevamente en honor al presidente del grupo de expertos que produjo el informe—, y BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1993). Prudential supervision of netting, market risks and interest rate risk - preface to consultative proposal).

<sup>94</sup> *Vid.* Directiva 96/10/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de marzo de 1996, por la que se modifica la Directiva 89/647/CEE en lo que se refiere al reconocimiento por las autoridades de la compensación contractual (DOUE de 3 de abril de 1996). Parece que es en dicha directiva donde se recoge por primera vez a nivel normativo la desafortunada expresión «acuerdo de compensación contractual», que posteriormente se emplearía extensamente para referirse a los acuerdos de *netting*. Y la calificamos de desafortunada pues no se corresponde ni por su causa ni por sus efectos con la compensación, que es solo una forma de extinción de las obligaciones (al respecto, *vid.* IGLESIAS PRADA, J.L. y MASSAGUER FUENTES, J. (1999), Acerca de determinados efectos de los acuerdos de compensación contractual o acuerdos de netting, *Revista de Derecho Mercantil*, núm. 231, 129). Por ello, emplearemos a los efectos del presente artículo el término *netting* (al igual que las versiones inglesa, alemana y francesa de las citadas Directivas 89/647/CEE y 96/10 CE), en lugar de la expresión «compensación contractual».

<sup>95</sup> Recogido actualmente como técnica de reducción del riesgo de contraparte en el artículo 47 del RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (BOE de 16 de febrero de 2008), desarrollado por las Normas Septuagésima Sexta y Septuagésima Séptima de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, del Banco de España (BOE de 10 de junio de 2008).

<sup>96</sup> Aunque no el único, pues debe tenerse en cuenta que la reducción del riesgo (fundamentalmente de crédito) puede conseguirse por otras vías, como puede ser mediante contratos independientes que incluyan una cláusula de vencimiento anticipado que opere automáticamente en el supuesto de que se verifiquen determinados supuestos (incluyendo el vencimiento anticipado de otros contratos), junto con la inclusión de una cláusula de compensación que permita reducir las distintas obligaciones a un único pago.

<sup>97</sup> Si bien nunca más allá del espectro financiero, limitación que probablemente debiera ser reevaluada, máxime en el actual contexto de significativa extensión de la aplicación de normativa financiera de forma directa o indirecta a entidades no financieras.

<sup>98</sup> Entre las que se encuentran a nivel internacional las iniciativas de Unidroit (UNIDROIT (2013). Principles on the operation of close-out netting provisions), y en Europa EUROPEAN COMMISSION (2011), Close-out netting initiative. Roadmap (sobre la misma, *vid.* MUSCAT, B. (2014). Draft proposals for new EU netting provisions: further harmonisation or fragmentation?, *Journal of International Banking and Financial Law*, vol. XXIX, núm. 2, 116-120).

<sup>99</sup> Desde 1996, ISDA viene esponsorizando a nivel internacional el desarrollo de normas que amparen el *netting*, habiendo publicado al respecto un modelo de ley de *netting* (INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (1996). Model Netting Act), sucesivamente modificada en 2002 y 2006 (INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2002). 2002 Model Netting Act, y INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2006). 2006 Model Netting Act), y que se acompaña de un memorando (INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2006). Memorandum on the implementation of netting legislation), que establece los principios generales del *netting* e incluye entre otras cuestiones disposiciones sobre la diferenciación de los derivados con el juego y la apuesta y la regulación de las garantías financieras (esponsorización que, por cierto, se encuentra detrás del actual Real decreto-ley 5/2005, *vid.* DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S. (2005). Reformas urgentes para el impulso a la productividad: importantes reformas y algunas lagunas, *La Ley*, núm. 2, 1908-1920). Dichos documentos se han acompañado de distintas iniciativas a nivel europeo (*inter alia*, EUROPEAN FINANCIAL MAR-

KETS LAWYER GROUP e INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2008). Proposal for European instrument on close-out netting; INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2004). ISDA proposal to the Commission's Securities Experts Group for a European instrument on close-out netting; e INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2006). ISDA comment letter (August 2005) on the Commission Green Paper on Financial Services Policy/ Renewed impetus in the context of the Commission's review of the collateral directive: ISDA comments letter of April and September 2006).

<sup>100</sup> A diferencia de otros deudores, que no pueden hacer valer sus derechos sin interferencia del proceso concursal. La razón de ello se justifica habitualmente en que la naturaleza de las operaciones de derivados es muy sensible al riesgo y que un supuesto en el que las operaciones de derivados no se resuelvan inmediatamente en el momento del incumplimiento o el concurso puede resultar en elevadas pérdidas (en este sentido, *vid.* DÍAZ RUIZ, E. y RUIZ BACHS, S. (2003), Efectos indeseables de la nueva Ley Concursal sobre el sistema financiero, *La Ley*, núm. 5825, 1531-1538), así como en que si se retrasase la ejecución, la caída de un operador importante del mercado podría tener un efecto contagioso en los mercados financieros (el temido riesgo sistémico). No obstante, la validez de dichos argumentos son criticables para un sector de la doctrina (en este sentido, *vid.* EDWARDS, F.R. y MORRISON, E.R. (2005), Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the special treatment?, *Yale Journal on Regulation*, vol. XXII, núm. 101, 107-109).

<sup>101</sup> En este sentido, el Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona señala en su sentencia de 19 de noviembre de 2008 que la *la justificación de este régimen especial al margen de la norma concursal general se encuentra en evitar «la posibilidad de que la administración concursal pueda resolver operaciones puntuales de swap desfavorables y mantener otras beneficiosas».*

<sup>102</sup> El mecanismo de *netting* conlleva tres pasos: terminación, valoración y determinación del saldo neto. La terminación implica que, producido un supuesto predeterminado en relación con una de las partes del contrato —p. ej., el concurso— la otra parte podrá declarar el vencimiento anticipado del acuerdo marco y de las operaciones concertadas al amparo del mismo, quedando a partir de dicho momento en suspenso las obligaciones de pago o entrega respecto de las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado. La segunda fase, la valoración, es el proceso de determinación del coste de reemplazo (habitualmente determinado sobre la base del valor de mercado) de cada operación viva al amparo del contrato marco, aplicando el método de valoración acordado en el contrato. Finalmente, la determinación del saldo neto implica que los valores debidos a la parte no incumplidora (habitualmente identificados con signo positivo) y los valores debidos a la parte incumplidora (habitualmente identificados con signo negativo) son compensados unos con otros (y, en el supuesto de que esté previsto bajo el contrato y sea legalmente posible, con otras cantidades debidas bajo otros contratos) para llegar a un saldo neto, que será debido por la parte incumplidora a la parte no incumplidora, o viceversa.

<sup>103</sup> Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (*BOE* de 14 de marzo de 2005), norma que, en el ámbito que nos ocupa, tiene una relevancia doble: de una parte, actualizó el esquema de reconocimiento del *netting* en nuestro ordenamiento; de otra, traspuso la Directiva 2002/47/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (*DOUE* de 27 de junio de 2002).

<sup>104</sup> Artículo 16.1 del RDL 5/2005; saltando, por tanto, la prohibición establecida en el artículo 61.3 de la LC. Similares prohibiciones existen en otras jurisdicciones, como Francia, donde las cláusulas contractuales que prevean la terminación de las operaciones en caso de concurso son nulas.

<sup>105</sup> Y que será reclamado por la parte que resulte acreedora del mismo.

<sup>106</sup> Artículo 16.2 del Real Decreto-ley 5/2005.

<sup>107</sup> Artículo 16.3 del Real Decreto-ley 5/2005.

<sup>108</sup> Similares requisitos existen en otras jurisdicciones, *vid.* p. ej. el artículo L. 431-7 del Código de Comercio francés, y SANTOS MACHADO, S. (2008). Netting and collateral under the law of Portugal, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, núm. 29, y SAN-

TOS MACHADO, S. (2007). Close-out netting e set-off, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, núm. 28.

<sup>109</sup> Artículo 5.2 del Real Decreto-ley 5/2005, entre las que se encuentran las operaciones financieras realizadas sobre instrumentos financieros previstos en los párrafos segundo a octavo del artículo 2 de la LMV, y a los que hay que añadir los acuerdos de garantía financiera regulados en la Sección 2.<sup>a</sup> del Real Decreto-ley 5/2005.

<sup>110</sup> El cumplimiento de este requisito en relación con los derivados concertados habitualmente por las SOCIMIs (derivados de tipo de interés y de inflación) no plantea dudas.

<sup>111</sup> Cfr. artículo 4.2 del Real Decreto Ley 5/2005.

<sup>112</sup> Cfr. artículo 4.1 del Real Decreto Ley 5/2005.

<sup>113</sup> Según se definen en el apdo. 5 del artículo 4 de la Directiva 2006/48 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. Cfr. apdo. c) del artículo 4.1 del Real Decreto Ley 5/2005.

<sup>114</sup> Artículo 5.1 del Real Decreto Ley 5/2005.

<sup>115</sup> En este sentido, la Estipulación 1.1 del CMOF indica que «*el presente Contrato Marco y las Operaciones se integran en una relación negocial única entre las Partes, regida por el Contrato Marco, (conjuntamente todos ellos, el Contrato) y que tiene la naturaleza de un acuerdo de compensación contractual con independencia de que haya una o más Operaciones en vigor entre las Partes*», y la *Section 1.(c)* del ISDA Master Agreement indica que «*All Transactions are entered into in reliance on the fact that this Master Agreement and all Confirmations form a single agreement between the parties (collectively referred to as this «Agreement»), and the parties would not otherwise enter into any Transactions*».