

Enrique Ontiveros Rodríguez

Consultor Financiero SAP AG

Becario-Investigador de la Dirección General de Tesorería y Deuda Pública
Consejería de Hacienda y Administración Pública de la Junta de Andalucía

Principales novedades del CMOF 2009

RESUMEN/ABSTRACT:

Las permutas financieras o *swaps* se han convertido en los últimos años en un instrumento muy utilizado por los Tesoros Públicos como medio de cobertura del riesgo de sus emisiones de deuda. Debido a su compleja diversidad y a la necesidad de su contratación periódica por parte de los entes públicos competentes, ha sido preciso desarrollar y mejorar su anterior marco normativo mediante un nuevo contrato (conocido como *Contrato Marco de Operaciones Financieras 2009*) que ha introducido una nueva filosofía operativa y una actualización conceptual, tanto en términos como en plazos y garantías contractuales, adaptados a las nuevas exigencias de los mercados financieros internacionales.

In recent times, swaps have been widely used in Public Treasuries as a way to cover the risk of debt issuance. Due to the complex diversity of these swaps and the need for the public bodies to periodically trade them, it became necessary to develop and improve the previous regulatory framework through a new contract (known as the 2009 Framework Agreement for Financial Transactions). This has brought about a new philosophy on how deadlines as well as contractual guarantees function as well as bringing these concepts up to date and adapting them to the new demands of the international financial markets.

CONTRATO MARCO DE OPERACIONES FINANCIERAS 2009, 2002 ISDA MASTER AGREEMENT, TARGET2, TIPO DE INTERÉS APLICABLE, VALOR DE MERCADO-VALOR RAZONABLE
2009 FRAMEWORK CONTRACT FOR FINANCIAL TRANSACTIONS, 2002 ISDA MASTER AGREEMENT, TARGET2, APPLICABLE INTEREST RATE, MARKET VALUE-REASONABLE VALUE

PALABRAS CLAVE/KEYWORDS:

I. INTRODUCCION: LA REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS BAJO UN MISMO MARCO CONTRACTUAL

Durante la última década, el número de operaciones fuera de balance (*over the counter* u OTC), se han incrementado notablemente en todos los mercados financieros internacionales, unas veces con fines especulativos, y otras, como es el caso de la mayoría de los Tesoros Públicos, con un fin meramente de cobertura de sus emisiones de deuda, como, por ejemplo, ocurre con las permutas financieras¹ o *swaps*.

Estos instrumentos son indefectiblemente útiles en aquellas operaciones en las que el precio final depende de las fluctuaciones derivadas de la cotización de determinados activos reales o financieros en los mercados internacionales.

En el caso particular del Tesoro Público español, las operaciones basadas en instrumentos financieros deben tener como finalidad tanto limitar el riesgo cambiario como limitar, diversificar o modificar el riesgo o el coste de la Deuda del Estado debido a la evolución de los tipos de interés, y a facilitar su colocación, negociación, administración y gestión², conforme a las normas, reglas, técnicas, condiciones y cláusulas usuales de los mercados financieros donde se negocien, pudiéndose acordar el sometimiento a arbitraje o la remisión a una legislación o tribunales extranjeros³.

Son muchas las iniciativas que han proliferado a lo largo de los últimos años para regular estas transacciones con un claro componente transnacional⁴, y no sólo para las permutas financieras, sino también para

las operaciones de recompra (*repos*) como, por ejemplo las emprendidas por el ICMA *European Repo Council* (ICMA ERC); el OSLA, con respecto al acuerdo marco de prestamistas de bonos; el Acuerdo Marco Europeo de la Federación Bancaria Europea (conocido como el *European Master Agreement*); o el AFB/BBF *Convention-cadre relative aux opérations de marché à terme* francés.

Pero, sin duda, el modelo más extendido en operaciones financieras de cobertura es el elaborado por la Asociación Internacional de *Swaps* y Derivados norteamericana (*International Swaps and Derivatives Association*, ISDA). Este modelo es altamente recomendable para todos aquellos Tesoros Públicos que deseen cubrir el riesgo de su endeudamiento mediante la concertación de una pluralidad de operaciones de diferente naturaleza, con cierta periodicidad, que incluyan permutas financieras, permutas financieras de tipo de interés (*IRS* para tipos de interés fijos, *Basis Swaps* para tipos de interés variable), permutas financieras de tipos de cambio (*Currency Swaps* y *Cross Currency Interest Swap*), operaciones financieras de máximos o mínimos (*cap, floor* o *collar*) sobre tipos de interés, futuros financieros, permutas financieras con opción (*swaptions*), operaciones financieras multdivisa, etc.

Por su parte, en la esfera nacional, la proliferación y auge de estas operaciones financieras, cada vez más complejas y sofisticadas, ha originado la necesidad de actualizar su regulación mediante un nuevo Contrato Marco de Operaciones Financieras (en adelante CMOF) elaborado por la Asociación Española de Banca (AEB) y

¹ En el caso de la Administración Pública española, las operaciones de permuta financiera, los intercambios inicial y final de principales, así como los intercambios de intereses y demás gastos e ingresos financieros, tendrán la consideración de operaciones no presupuestarias, imputándose únicamente al Presupuesto de la Administración General del Estado los respectivos importes netos producidos por estas operaciones durante el ejercicio (art.96.b de la Ley 47/2003 de 26 de noviembre, General Presupuestaria, de nueva redacción conforme a la Ley 2/2008, de 23 de diciembre).

² Vid. Art.97.2 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

³ Vid. Art.23 y 98.3 de la Ley 47/2003 de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

⁴ Como bien dice Jorge Vázquez Orgaz en su artículo Acuerdo marco de operaciones financieras: el "isda master agreement", existe un riesgo legal en estas operaciones transnacionales, dado que es posible que ciertos ordenamientos jurídicos no reconozcan el carácter irrevocable de las compensaciones amparadas por cláusulas de *netting*. Este es un mecanismo de prevención frente a los riesgos que conllevan los contratos financieros, ya sea el riesgo de crédito, el riesgo derivado de los sistemas de liquidación, el riesgo de liquidez, el riesgo sistémico o cualesquiera otros: se agregan o combinan dos o más obligaciones recíprocas, dando lugar a una obligación única, unilateral, y más reducida. Mediante el *netting*, las operaciones financieras compensadas quedan ajenas a los procesos concursales que puedan afectar al cliente del Banco, o al propio Banco.



la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), y que sigue las directrices marcadas por el ISDA.

Con la entrada en vigor del CMOF 2009 se sustituye el obsoleto modelo de 1997, basado en el antiguo 1992 ISDA Master Agreements, introduciendo una nueva filosofía operativa y una actualización conceptual, tanto en términos como en plazos y garantías contractuales, que son consecuencia de la transposición de nuevas directivas europeas y de las mejoras tecnológicas de los últimos años.

Dicho lo anterior, la intención primordial de este nuevo contrato marco es la de agilizar de la manera más transparentemente posible el proceso de contratación de un conjunto de operaciones financieras diferentes entre sí y con una operatoria bastante compleja.

Así, las principales ventajas de este nuevo CMOF podríamos resumirlas en:

1. La estabilidad y seguridad que proporciona su carácter normalizado, que permiten que sea más fácilmente revisado y controlado por los cuerpos inspectores e interventores correspondientes o, llegado el momento, en sede judicial.
2. Su flexibilidad, pues al igual que los documentos ISDA, el CMOF contiene obligaciones recípro-

cas para las partes que pueden ser moduladas en cada caso, bien en sus anexos, o bien en la confirmación escrita acreditativa de cada transacción (*Confirmation Letter*).

II. LAS PRINCIPALES NOVEDADES DEL CMOF 2009

A continuación expondremos las principales novedades que presenta el CMOF 2009 utilizando como esquema expositivo la propia estructura del citado contrato tipo.

A.- INTERVINIENTES.- La primera novedad se encuentra en el apartado de intervinientes donde ahora se acota de manera expresa la identificación de las partes con una serie de datos básicos que podemos agrupar en:

- a) Datos Societarios: Domicilio Social y CIF.
- b) Datos del Representante: DNI y cargo que ostenta en virtud de la escritura pública correspondiente.

B.- EXPOSITIVO.- Como resultado de la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, el nuevo CMOF 2009 ha adaptado el apartado primero de su parte expositiva en lo relativo a la materialización

de la relación negocial, que se hará mediante **acuerdo de compensación contractual**⁵ al amparo del cual se incluirán **determinadas operaciones financieras**⁶. Es decir, ya no basta con la mera realización de determinadas operaciones financieras, si no que éstas deberán estar englobadas dentro de un mismo acuerdo de compensación contractual⁷.

C.- ESTIPULACIONES.- Pero es en las estipulaciones donde se concentra el grueso de las principales novedades introducidas en el CMOF 2009, como veremos a continuación:

- a) **Agente de Cálculo**: como resultado de la transposición de la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, en la estipulación 1ª se ha modificado la definición de Agente de Cálculo en lo relativo al caso de que éste no sea especificado en el ANEXO I o no se llegara a un acuerdo para su designación, pues, en este caso, prevalecerá en la designación la que sea *entidad de crédito*⁸ y si ambas partes lo fueran, aquella que conste en segundo lugar en las intervenciones de la página anterior del ANEXO I.

Otra de las novedades introducidas es para el caso de incumplimiento de las obligaciones del Agente de Cálculo, ya que se entenderá que en ningún caso puede ser considerada como *cau-*

*sa de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las Partes*⁹, ni como *causa de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas*¹⁰.

- b) **Contratos Financieros Determinados**: las principales novedades han sido introducidas a través de las modificaciones realizadas en la Estipulación Vigésimoprimerá del CMOF, como ya veremos posteriormente, en lo relativo a la entrada en vigor, efectos retroactivos y terminación del contrato marco.

- c) **Día Hábil**: sobre este particular la estipulación 1ª adopta la filosofía de cálculo recomendada por el 2002 ISDA. *Master Agreement Protocol* y que ha terminado adoptando el nuevo *Sistema Europeo Automatizado de Transferencias Urgentes con Liquidación Bruta en Tiempo Real* (Trans-European Automated Real Time Gross settlement Express Transfer System 2, más conocido como **TARGET-2**)¹¹, sistema fundamental para promover la integración del mercado monetario y financiero de la zona euro. En definitiva, ahora se distingue si la obligación de pago se realiza en moneda local de la eurozona (EURO) o no (cualquier divisa distinta del EURO).

En el primer caso, es decir, si la obligación de pago derivada de las operaciones se efectúa en euros, salvo acuerdo en contrario de las Partes fijado en el ANEXO I o en una CONFIRMA-

⁵ Acuerdo que prevé la creación de una obligación jurídica única que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación.

⁶ Préstamos de valores, operaciones realizadas sobre instrumentos financieros previstos en el párrafo segundo del artículo 2 de la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores, las operaciones con finalidad directa o indirecta de garantía vinculadas al propio acuerdo de compensación contractual que tengan por objeto valores negociables o efectivo, y las operaciones dobles o con pacto de recompra.

⁷ En el nuevo CMOF 2009 se reafirma su naturaleza de *acuerdo de compensación contractual* como principal novedad.

⁸ Entendemos lógica esta prevalencia debido a que su marco regulatorio está mejor definido, es más transparente y se ejerce un mayor control por el banco central del país correspondiente, que el de otro tipo de entidades.

⁹ Vid. Estipulación Novena del CMOF.

¹⁰ Vid. Estipulación Décima del CMOF.

¹¹ Este nuevo sistema fue adoptado por el Banco de España a partir del 18 de febrero de 2008 en sustitución del antiguo sistema de liquidación del BdE (SLBE). Actualmente es utilizado por más de 4.400 entidades de crédito, así como 22 bancos centrales nacionales (si se tienen en cuenta sus sucursales y filiales, a través de TARGET-2, puede accederse a más de 50.000 entidades de crédito, y a todos sus clientes, en todo el mundo). El TARGET-2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor

CIÓN, se tomarán los días fijados como hábiles en el calendario de pagos del TARGET-2, publicado para cada año por el Banco Central Europeo, o en cualquier otro calendario del sistema de pagos en euros que lo sustituya en el futuro¹². Por otro lado, en relación con la obligación de pago derivada de las operaciones a efectuar en una divisa distinta del euro, se seguirá entendiendo como *Día Hábil*, los días en que los bancos estén abiertos para efectuar operaciones financieras en el lugar de pago y en el centro financiero más relevante de la divisa de pago correspondiente (en el anterior CMOF 1997, esto sólo se tenía en cuenta en caso de que las partes no especificaran el lugar/es de pago).

De otra parte, y pensando en otros sistemas LBTR (Liquidación Bruta en Tiempo Real) distintos del TARGET-2, como el sistema CLS o EURO1, la nueva redacción del CMOF introduce como novedad que para cualquier obligación de entrega derivada de las operaciones, salvo acuerdo en contrario de las partes fijado en el ANEXO I o en una CONFIRMACIÓN, se entenderá también como *Día Hábil* cualquier día en el que el sistema de liquidación más relevante para la operación financiera se encuentre abierto para la aceptación y ejecución de instrucciones de liquidación.

Por último, en relación con las comunicaciones y/o notificaciones contempladas en la Estipulación Vigésima, se tomarán los días que sean hábiles a efectos bancarios en el lugar del domi-

cilio señalado en el ANEXO I por las partes para la recepción de las mismas o, en su defecto, en la/s CONFIRMACION/ES o, en defecto de los anteriores, en el domicilio social de cada parte. A efectos del CMOF y de las CONFIRMACIONES, se seguirá considerando el sábado como *Día No Hábil*. En el caso de que la/s fecha/s fijada/s en virtud de lo dispuesto en el contrato no coincida con un *Día Hábil*, se entenderá que la/s fecha/s se refiere/n al *Día Hábil Siguiente* salvo que este último día pertenezca al mes natural siguiente, en cuyo caso, se entenderá como *Día Hábil el inmediatamente Precedente*.

- d) *Entidad Especificada*: tras las últimas reformas contables introducidas en 2007 en el sistema contable español y siguiendo con la doctrina marcada por la *Normativa Internacional Contable* (NIC), parece lógico que en la estipulación 1ª el nuevo CMOF 2009 se siga un criterio más económico-financiero, como el recogido en el art. 42 de nuestro Código de Comercio, modificado por la Ley 16/2007, de 4 de julio, sobre reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa comunitaria, criterio al que se remite el propio art.4 de la Ley 24/1988 de 28 de julio, del Mercado de Valores, tras la reforma operada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que introduce este reenvío normativo (acorde con la mencionada reforma contable) dejando sin efecto la anterior redacción que era la que se seguía en el antiguo

tiempo es un elemento crítico y para la liquidación Este nuevo sistema fue adoptado por el Banco de España a partir del 18 de febrero de 2008 en sustitución del antiguo sistema de liquidación del BdE (SLBE). Actualmente es utilizado por más de 4.400 entidades de crédito, así como 22 bancos centrales nacionales (si se tienen en cuenta sus sucursales y filiales, a través de TARGET-2, puede accederse a más de 50.000 entidades de crédito, y a todos sus clientes, en todo el mundo). El TARGET-2 se utiliza para procesar grandes pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico y para la liquidación de las operaciones del mercado monetario, así como las operaciones en divisas y con valores. Otras de las ventajas del sistema son: que también se utiliza para los pequeños pagos de clientes, proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para efectuar otros pagos. En resumen, y como su propio nombre indica, es un sistema de grandes pagos en euros con liquidación bruta en tiempo real.

¹² Nótese como en la nueva redacción introducida se podría deducir el carácter transitorio del TARGET-2, pues, aunque es un buen sistema de control de pagos, aún presenta ciertas carencias en el registro y liquidación de las operaciones realizadas entre las entidades adheridas al mercado interbancario de depósitos y que están provocando algunos retardos en el procesamiento de los pagos.



CMOF 1997, a la hora de definir la/s entidad/es filial/es en el ANEXO I.

- e) *Entidades de Referencia*: Como novedad la estipulación 1ª recorta su número de cinco a tres, ampliándose el criterio de contratación tanto para entidades financieras como a empresas de servicios de inversión, valoradores o consultores financieros designados por la Parte que debe de determinar el Valor de Mercado, siempre y cuando cumplan las siguientes requisitos: 1) destaquen en los Mercados por su elevado volumen de negociación y 2) posean un reconocido prestigio en el campo del análisis y/o valoración de instrumentos financieros.
- f) *Importes Impagados*: también en la estipulación 1ª, como consecuencia directa de la flexibilización introducida en la definición de las *Entidades de Referencia*, el criterio de valoración que tendría en el mercado la obligación de entrega incumplida en la fecha y momento acordados (según se disponga en la Estipulación 14ª como luego se dirá), se ve claramente afectado al tomarse como base de cotización la de al menos una de las *Entidades de Referencia*. Es decir, se ha flexibilizado tanto este criterio que, a partir de ahora, basta con la información proporcionada por una única *Entidad de Referencia* para determinar el valor de mercado, con el riesgo que esto supone¹³.
- g) *Moneda de Liquidación*: obviamente, esta reforma era necesaria tras nuestra entrada en la eurozona el 1 de enero de 1999, momento tras el cual la peseta dejó de cotizar como nuestra moneda local siendo sustituida por el Euro.
- h) *Operaciones*: tras la proliferación en la última década de innumerables y novedosos instrumentos financieros y valores negociables, en la estipulación 1ª del nuevo CMOF se recogen algunos de los más relevantes (la mayoría de ellos ya fueron recogidos en el CMOF 97 con carácter enunciativo en el *Objeto del Contrato*) como: 1) Instrumentos Derivados; 2) Contratos por Diferencias; 3) Acuerdos de Garantía Financiera; 4) Préstamos de Valores; 5) Cesiones en Garantía; 6) *Repos*; y 7) Combinaciones de las operaciones anteriores.
- i) *Tipo de Interés Aplicable*: son importantes las novedades que sobre este particular introduce la estipulación del CMOF 2009, las cuales, atendidos los distintos tipos de interés (interés de demora, interés ordinario e interés de resolución –este último sigue calculándose igual que en el CMOF 1997-) básicamente son las siguientes:

¹³ Por lo que sería aconsejable que para reducir el factor de valoración subjetiva o estimada que este tipo de operaciones conlleva, la información siempre sea contrastada con al menos otras dos Entidades de Referencia.

1. *Interés de Demora*: como principal novedad, se introduce un margen fijo del 2% en caso de que éste no fuera especificado o acordado en el ANEXO I. Este margen tendría que ser sumado al tipo de interés interbancario a 1 día en la moneda en que debería haberse efectuado el pago, para determinar el Interés de Demora ($I_d = I_{Eonia}^{14} + 2\%$). Es decir, en caso de que la moneda en que debería haberse efectuado el pago fuera el euro, se considerará como el tipo interbancario a 1 día el EONIA o, lo que es lo mismo, con respecto a un determinado día, el tipo de referencia para depósitos de un día de duración, con respecto a ese día, si ese día es un Día Hábil TARGET2, o con respecto al Día Hábil TARGET2 inmediatamente anterior, si ese día no es un Día Hábil TARGET2.
2. *Interés Ordinario*: ahora se permite tomar como referencias para determinar el *tipo de interés ordinario* cualquiera de los tipos de referencia del mercado interbancario que, en el caso europeo, son el EURIBOR, EUROLIBOR y EONIA, aunque también podrían utilizarse para determinadas operaciones los tipos REPO (muy utilizado en el contexto de futuros de obligaciones y de títulos valores) o los tipos implícitos.

j) *Valor de Mercado*: De igual modo son de destacar las importantes novedades que con relación al Valor de Mercado para operaciones con vencimiento anticipado introduce la estipulación 1ª del nuevo CMOF. Así, mientras que en el antiguo CMOF 97 eran necesarias más de tres valoraciones, ahora el criterio de obtención del Valor de Mercado se flexibiliza hasta un mínimo de dos, debiéndose calcular la media aritmética sin sesgo de todas ellas. Por lo tanto, ya no es necesario quitar

los valores extremos (máximo y mínimo) de la muestra para obtener el indicador de tendencia central más adecuado¹⁵. En caso de que se diera una única valoración, el Valor de Mercado sería dicha valoración. En cambio, si no se obtuviera ninguna valoración se considerará que la determinación del Valor de Mercado no es posible.

Por su parte, según reza el nuevo CMOF 2009, para el cálculo del Valor de Mercado, se tomará como referencia las cotizaciones proporcionadas por la Entidades de Referencia en las 24 horas posteriores a su solicitud. Si pasadas esas 24 horas no se hubiera obtenido ninguna valoración, se considerará que la determinación del Valor de Mercado no es posible. No obstante, si alguna de dichas Entidades de Referencia comunicara con anterioridad al término de ese plazo que no va a proporcionar su cotización, no será necesario esperar el resto de esas 24 horas.

A los efectos anteriores, será suficiente para considerar como válidamente solicitada y emitida una cotización de las Entidades de Referencia cualquier medio de comunicación entre el solicitante y la Entidad de Referencia del que quede constancia, sea éste escrito (incluyendo, sin ánimo limitativo, el correo electrónico o el fax) u oral (siendo suficiente a tales efectos, con la grabación de la conversación en la que se solicita y/o emite la cotización).

No obstante, y debido a sus importantes implicaciones económicas, creemos que el concepto de *Valor de Mercado de Operaciones con Vencimiento Anticipado* podría complementarse aún más siguiendo con la doctrina contable reflejada en el apartado 6 del marco conceptual del nuevo Plan General Contable 2007 al asemejarse al criterio de valoración de *Valor Razonable* y que se define como el *importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo* (el CMOF 2009 las denomina como *operaciones*), *entre partes interesadas y debida-*

¹⁴ Este tipo interbancario será el fijado por el sistema EONIA (*Euro Overnight Index Average*) para el caso del euro, que calculará una media ponderada de todas las transacciones de préstamos realizados overnight en el mercado interbancario del euro, suministrándose a través de páginas especializadas (p.e., página EONIA de Reuters) el importe redondeado al millón de euros y el tipo con dos decimales y calculado bajo la base de cálculo ACT/360.

¹⁵ Este cambio puede plantear el siguiente problema y es que, si alguno de los valores es extremadamente grande o pequeño, provocaría que la media no fuera el promedio más representativo del Valor de Mercado, a menos que se quisiera tener en cuenta la volatilidad de los valores.

mente informadas (concepto perfectamente determinado en el CMOF 2009), que realicen una transacción en condiciones de independencia mutua.

El concepto de Valor de Mercado así entendido debe tener las siguientes características:

- * Debe incluir los costes/ganancias en los que pudiera incurrirse por su enajenación. El CMOF 2009 asocia esta característica al concepto de *Valoración Sustitutiva*¹⁶ cuando no se puede obtener un Valor de Mercado o no fuera comercialmente aceptable, concepto que englobaría:
 - Pérdidas o Ganancias derivadas del CMOF o de Operación/es cuyo vencimiento se haya anticipado y que incluirían: cualquier lucro cesante derivado del CMOF, costes de financiación, otros costes derivados del vencimiento anticipado, liquidación, obtención o restablecimiento de cualquier cobertura o posición relacionada con la misma (o cualquier ganancia obtenida en esos casos).
 - Pérdidas, intereses, costes o ganancias derivados de cualquier pago o entrega que, debiendo haberse realizado en o antes de la Fecha de Vencimiento Anticipado correspondiente, no se haya realizado.
- * En el caso de que estuviésemos ante un vencimiento anticipado de operaciones¹⁷ como resultado de una transacción forzada, urgente o como consecuencia de una liquidación involuntaria, podría desvirtuarse el concepto de Valor de Mercado asimilado al Valor Razonable, por lo que sería aconsejable utilizar otros criterios de valoración.

- * El Valor de Mercado del CMOF 2009 asimilado como Valor Razonable, se debe calcular por referencia al valor fiable de Mercado que proporcionan las Entidades de Referencia. Así, el precio cotizado en Mercado Activo será la mejor referencia de este valor. Se entenderá como Mercado Activo aquél en el que: 1) Los bienes o servicios intercambiados en el Mercado sean homogéneos; 2) Pueden encontrarse prácticamente en cualquier momento compradores o vendedores para un determinado bien o servicio; y 3) Los precios son conocidos y fácilmente accesibles para el público. Estos precios, además, reflejan transacciones de Mercado reales, actuales y producidas con regularidad.

En caso de que estas tres condiciones no se cumplieran, el Valor de Mercado podría obtenerse mediante la aplicación de modelos y técnicas de valoración generalmente aceptados (*benchmarking financiero*¹⁸, métodos de descuento de flujos de efectivo futuros estimados etc.), siempre y cuando cumplan las siguientes condiciones: 1) deben maximizar el uso de datos observables de Mercado y otros factores que los participantes en el Mercado considerarían al fijar el precio; 2) se debe limitar en todo lo posible el empleo de consideraciones subjetivas y de datos no observables o contrastables; y 3) periódicamente se deben revisar y evaluar las técnicas de valoración empleadas.

En caso de que fuera imposible aplicar este Valor de Mercado, se valoraría, según proceda, por su coste amortizado o por su precio de adqui-

¹⁶ El Valor Sustitutivo no incluye los gastos relacionados con la Estipulación 19ª del CMOF, es decir, todos aquellos derivados de la defensa y/o ejecución de los derechos en virtud del contrato, de la Garantía o de vencimiento anticipado de cualquier operación, incluyendo expresamente los honorarios profesionales de abogados, procuradores, peritos, y ahora también, Entidades de Referencia y, en su caso, fedatarios públicos o cualquier otro gasto que pudiera devengarse por incumplimiento de una de las Partes de sus obligaciones contractuales, debiendo la parte incumplidora asumir todos estos gastos, incluidos los de valoración y tributarios en que haya incurrido la otra parte como consecuencia de los motivos anteriormente expuestos.

¹⁷ Las causas de vencimiento anticipado se contemplan en las estipulaciones 9ª y 10ª del nuevo CMOF a las que posteriormente haremos referencia.

¹⁸ Si no existieran transacciones comparables en el Mercado, podría valorarse con fiabilidad si la variabilidad en el rango de las estimaciones del valor razonable del Activo no es significativa o las probabilidades de las diferentes estimaciones, dentro de ese rango pueden ser evaluadas razonablemente y utilizadas en la estimación del Valor de Mercado.

sición, minorado, en su caso, por las partidas correctoras de su valor que pudieran corresponder.

- k) Interpretación: en este apartado se amplían las discrepancias entre la Parte Dispositiva y los tres ANEXOS del CMOF (en el anterior CMOF se restringían al ANEXO I) y entre los propios ANEXOS.
- l) Objeto del contrato: como ya se ha avanzado anteriormente, el nuevo CMOF 2009 desarrolla mejor el *objeto del contrato*, que queda definido por su naturaleza como un *acuerdo de compensación contractual*, mediante el cual, a tenor de la estipulación 2ª, las partes acuerdan crear una única relación comercial que abarca todas las operaciones y, en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado del contrato marco, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones, calculado conforme a lo establecido en el CMOF. A tal efecto, en la estipulación 3ª del nuevo CMOF, a propósito del carácter recíproco de las obligaciones se ha introducido una tercera circunstancia: “los pagos o entregas que alguna de las Partes no realizara por cualquiera de las circunstancias referidas en los apartados 3.5.1 y 3.5.2 devengarán diariamente intereses al Tipo de Interés Ordinario”.
- m) Confirmaciones: La estipulación 7ª añade el plazo de 15 días hábiles desde la fecha de recepción de la Confirmación para que las Partes manifiesten su discrepancia a la misma, entendiéndose confirmada a todos los efectos transcurrido dicho plazo¹⁹. Igualmente, con respecto a las *Confirmaciones por Sistemas Electrónicos*, se han introducido las Confirmaciones emitidas por plataformas electrónicas de contratación bilaterales o multilaterales
- n) Moneda de la Operación: conforme a la estipulación 8ª del CMOF 2009 en caso de no especi-

ficarse en las Confirmaciones la *moneda de la operación*, se entenderá que ésta es el euro.

- o) Causas de Vencimiento Anticipado: El nuevo CMOF se ocupa en las estipulaciones 9ª y 10ª de las causas de vencimiento anticipado, las cuales podemos clasificar en las siguientes categorías:

Por circunstancias imputables a las Partes:

1. Incumplimiento de las Obligaciones de Pago y/o Entrega. Se suprime el periodo de 3 días hábiles a partir del día en que la notificación del incumplimiento por la Parte no incumplidora sea efectiva, para subsanar el incumplimiento. Es decir, en el nuevo CMOF el criterio es más restrictivo ya que no se otorga ningún plazo para subsanar el incumplimiento de la/s Obligaciones de Pago y/o Entrega.
2. Incumplimiento de Contrato. En este caso se impone un criterio más restrictivo al recortar de 30 días naturales a 5 días naturales el plazo para subsanar el incumplimiento de la obligación derivada del contrato por causa distinta de la de pago y/o entrega.
3. Incumplimiento de la Garantía. En este apartado se elimina totalmente el plazo previsto en el Documento de Garantía, o en su defecto el de 15 días naturales, como rezaba el anterior contrato marco de 1997, para subsanar el incumplimiento por el/los Garante/s de cualquier obligación distinta de la de pago y/o entrega de la Garantía (vid. Estipulación 9.3.2).
4. Falsedad de las Declaraciones.
5. Incumplimiento de Contratos Financieros Determinados.
6. Incumplimiento Cruzado. Con respecto al incumplimiento por cualquiera de las Partes, por cualquiera de sus Garantes o por cualquiera de sus Entidades Especificadas, de los contratos que constituyan el Endeudamiento Determinado (en términos generales, cualquier obligación económica derivada de operaciones

¹⁹ Se sigue así el criterio fijado para la contratación entre ausentes en el art. 54 del Código de comercio tras la reforma operada en el mismo por la Ley 34/2002, de 11 de julio, sobre servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico.

de pasivo), se han introducido las siguientes modificaciones: en caso de no especificarse en el ANEXO I el Importe Máximo que delimite la cantidad, individual o conjunta, de la deuda líquida, vencida y exigible que se incumple, se tomará como Importe Máximo, para cada Parte, el mayor de 10.000 € o el 1% del capital social o partida contable equivalente de dicha Parte (este importe máximo también afecta a las situaciones de insolvencia).

7. Situación de Insolvencia. Como consecuencia de la nueva legislación concursal se han introducido varias modificaciones en el CMOF 2009. Una de ellas es que para reconocer la situación de insolvencia es condición *sine qua non* la declaración judicial en concurso de acreedores de cualquiera de las Partes, cualquiera de sus Garantes, o cualquiera de sus Entidades Especificadas.²⁰
8. Rechazo del CMOF o de las operaciones contratadas a su amparo.
9. Disminución de la Solvencia Económica. Para todas aquellas modalidades de operaciones societarias del tipo fusiones y/o escisiones, o de colaboración conjunta tipo, *Uniones Temporales Empresariales (U.T.E)*, *joint-venture*, etc, que puedan disminuir la solvencia económica de la nueva entidad, se ha decidido introducir la novedad de englobarlas bajo la denominación “*cualquier otra operación de similar naturaleza*”.
10. Extinción de la Personalidad Jurídica, cambio en el Objeto Social o cambio del Estado Jurídico, siempre y cuando éste sea sustancial

e implique la modificación de la actividad o negocios propios del objeto social actual.

11. Disolución de la Sociedad. Ahora se admite como nueva causa la mera toma de medidas encaminadas a la solicitud o adopción del acuerdo de disolución.
12. Otras causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las Partes acordadas en el ANEXO I.

Por circunstancias objetivas sobrevenidas:

1. Prohibición o Imposibilidad Sobrevenida.
2. Cambio en la Normativa Fiscal²¹.
3. Otras causas de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas acordadas por las Partes en el ANEXO I.

Finalmente, conforme a la estipulación 11ª del nuevo CMOF en caso de vencimiento anticipado de operaciones por circunstancias objetivas sobrevenidas, se reduce el plazo para llegar a un acuerdo entre las Partes de 30 días a 8 días hábiles.

p) Cálculo de la cantidad a pagar en caso de Vencimiento Anticipado: La estipulación 14ª del CMOF 2009 hace referencia a este particular, donde son tres las principales novedades introducidas:

1. *En caso de Vencimiento Anticipado de Operaciones por circunstancias imputables a las partes*, ahora también se deben detallar las cantidades pendientes de pago por la Parte Incumplidora.
2. *En caso de Vencimiento Anticipado de Operaciones por circunstancias objetivas sobrevenidas*, y si las dos partes están afectadas, se

²⁰ Otra modificación introducida es en la terminología empleada. Por ejemplo, donde antes se hablaba de declaración de suspensión de pagos o quiebra o procedimiento de quita y espera, ahora se sustituye por la Declaración de Concurso de Acreedores o cualquier otro procedimiento similar o de efectos equivalentes. También, y como vimos en los Incumplimientos Cruzados, se establecen los Importes Máximos que no hayan sido especificados en el ANEXO I. Por último, se introduce expresamente la figura del liquidador/es designado/s mediante procedimiento judicial para la determinación de la situación de insolvencia.

²¹ Con la nueva redacción se desarrolla aún más el concepto de Cambio en la Normativa Fiscal al introducir “las modificaciones o adopciones de nuevas disposiciones legales, reglamentarias o de cualquier otra índole de carácter fiscal o se modifiquen los criterios de interpretación o de aplicación de las mismas por la autoridad fiscal competente”.

aplicará el criterio de Valor de Mercado, en caso de que una Parte no calculara el importe de liquidación resultante del vencimiento anticipado de las operaciones afectadas y lo comunicara a la otra parte en los 2 días hábiles posteriores a la fecha de vencimiento anticipado, entendiéndose que se adhiere el importe de liquidación calculado y comunicado por la otra Parte, que quedará entonces fijado como el importe de liquidación aplicable. En caso de aplicar el Criterio de Valoración Sustitutiva, si las valoraciones sustitutivas determinadas por las Partes fueran distintas entre sí, y entre ellas existiera una diferencia igual o mayor al 5% de la menor de ellas, las Partes deberán acordar un tercero independiente para que entre ellos lleguen a un acuerdo y determinen la Entidad de Referencia que finalmente llevará a cabo la/s valoraciones de las operación/es afectada/s. En caso de que una de las Partes no determinara ni comunicara a la otra su tercero independiente en el plazo de 1 Día Hábil desde que él fuera comunicado el tercero de la otra Parte, se entenderá que renuncia a ese derecho y la Entidad de Referencia será elegida exclusivamente por el tercero elegido por la otra Parte. Si una de las Partes no comunicara a la otra su Valoración Sustitutiva de las ope-

raciones cuyo vencimiento se ha anticipado, se entenderá que se adhiere a la Valoración Sustitutiva calculada y comunicada por la otra Parte, que quedarán entonces fijado como el importe de liquidación aplicable.

3. Con respecto a la conversión de monedas por razón del cálculo de la cantidad a pagar, el *spot* (tipo de cambio de contado) debe ser proporcionado por una fuente de información pública (p.e. Reuters o Bloomberg), entidad de crédito o broker (mediadores de Mercados FX).
- q) *Pagos*: conforme a la estipulación 15ª del CMOF 2009 se suprime el plazo de 5 días hábiles siguientes a la fecha de pago para poder compensar la cantidad debida, por lo que esta compensación se podrá realizar en cualquier momento como aplicación para el pago de la cantidad a pagar adeudada.
- r) *General*: La estipulación 16ª del nuevo CMOF incluye el concepto de riesgo de volatilidad de las operaciones como novedad, entendiéndose como la rápida variación del valor de Mercado como consecuencia de variaciones en los tipos de interés, tipos de cambio u otros parámetros relevantes de los Mercados Financieros. También, siguiendo con la nueva doctrina MIFID (Markets in Financial Instruments Directive), se especifica el requerimiento de:



1. Una gestión adecuada y una vigilancia constante de la evolución de los Mercados Financieros y de las posiciones que las Partes asumen en los mismos.
 2. Medios y conocimientos suficientes de la operativa de tales Mercados, para poder evaluar, entre otras implicaciones, las contables, crediticias, financieras y fiscales de las operaciones contempladas en el CMOF.
 3. Que las Partes actúen por cuenta propia, es decir, han tomado sus propias decisiones, estimaciones y cálculo de riesgos, así como el análisis pertinente para determinar si la operación es apropiada o no, sin el asesoramiento²² financiero o recomendación para celebrar la operación recibida de la otra Parte.
 4. Una declaración de las Partes de poseer la capacidad suficiente para valorar los riesgos de cada operación, conocer y aceptar esos riesgos y asumirlos teniendo en cuenta su propia situación financiera y de negocio, sus propias políticas internas y objetivos, para determinar si es conveniente o no entrar en cada una de las operaciones.
- s) Grabaciones: Conforme a la estipulación 18ª del CMOF 2009 ninguna de las Partes estará obligada a facilitar o proporcionar a la otra, para su escucha o archivo, cualquiera de las grabaciones que efectúe en relación al contrato y/o las operaciones.
- t) Notificaciones: En este apartado la estipulación 20ª del nuevo CMOF introduce numerosas novedades.
- Se introduce el burofax como medio de envío de notificaciones. En este caso será el acuse de recibo la prueba fehaciente de la notificación o la confirmación de entrega del fax producida por el aparato de la parte que lo envía. De igual modo, en caso de que el ANEXO I no se hubie-

ra celebrado, las notificaciones podrán enviarse a la dirección indicada en la confirmación o al domicilio social de cada Parte.

Por otra parte, y con relación a la fecha de efectividad de las notificaciones, se distinguen varios supuestos según el medio empleado: 1) Las realizadas por burofax, carta o telegrama con acuse de recibo se considerarán efectivas en la fecha que conste en el citado acuse de recibo; 2) Las realizadas mediante acta notarial de notificación, en la fecha en la que el Notario se persone en el domicilio de la otra Parte; y 3) las realizadas por fax, en la fecha que conste en la Confirmación de Entrega del fax producida por el aparato de la Parte que lo envía. No obstante, cualquier comunicación y/o notificación enviada a los domicilios anteriores se entenderá recibida en el siguiente día hábil si fuera recibida o se intentara entregar a partir de las 19 horas (hora de Madrid) de cualquier día hábil.

Finalmente, es de destacar que las partes también podrán comunicarse por correo electrónico a las direcciones señaladas en cualquiera de los ANEXOS del CMOF, en las Confirmaciones o, en defecto de las anteriores, a aquellas direcciones habitualmente utilizadas por las Partes en relación con las Operaciones o con las actuaciones preparatorias o previas a la realización de operaciones, salvo para el caso de comunicaciones relacionadas con la Estipulación Novena a Duodécima del CMOF.

- u) Vigencia: Básicamente dos son las novedades introducidas en este tema por la estipulación 21ª del nuevo CMOF. Por un lado, que de no señalarse la fecha de retroacción en el ANEXO I, se entenderán amparadas y sujetas al mismo todas aquellas operaciones que hagan referencia a la firma o sujeción al CMOF que las Partes hayan celebrado con anterioridad al día que figura en

²² No se considerará como asesoramiento financiero o recomendación para celebrar la operación ninguna comunicación, verbal o escrita, recibida de la otra Parte, ni se considerarán como una garantía o compromiso de los resultados esperados de la operación.

el encabezamiento del CMOF. Y por otro, que todos los instrumentos derivados y operaciones financieras por diferencias que las Partes celebren o hayan celebrado con anterioridad a la fecha de firma del CMOF 2009, ya sean documentados por Confirmación o telefónicamente, se entenderán regidos por el CMOF salvo que se haya indicado expresamente en la Confirmación o al acordarse la misma su no sujeción al presente CMOF.

v) *Fuero*: De acuerdo con la estipulación 23ª del nuevo CMOF en caso de ser posible la sumisión a fuero expreso, las Partes, con renuncia de su fuero propio, se someten a la jurisdicción y competencia de los Juzgados y Tribunales que se especifiquen en el ANEXO I. De ser posible la sumisión a fuero expreso, si éste no hubiera sido especificado en el ANEXO I o dicho ANEXO no hubiera sido acordado, serán competentes los Juzgados y Tribunales de la ciudad de Madrid.

III.- NORMATIVA Y DISPOSICIONES RELACIONADAS

Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

Ley 47/2003 de 26 de noviembre, General Presupuestaria y Ley 2/2008, de 23 de diciembre.

Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio, modificada por RD ley 3/2009 de 27 de marzo.

Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores.

Ley 26/1988 de 29 de julio de Entidades de Crédito.

Código de comercio.

Contrato Marco de Operaciones Financieras de 1 de mayo de 2009, elaborado por la Asociación Española de Banca y la CECA.

Real Decreto Legislativo 1298/1986 de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas.

Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Nuevo Plan General Contable.

Orientación del BCE, de 26 de abril de 2007, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET-2). BCE/2007/2, 2007/600/CE.

Directiva MIFID DE NIVEL 1, 2004/39/CE.

Directiva MIFID DE NIVEL 2, 2006/73/CE.

Reglamento de nivel 2, 1287/2006.

1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions.

1996 OSDA Equity Derivatives Definitions.

1997 ISDA Government Bond Option Definitions.

1998 FX and Currency Option Definitions.

1998 ISDA Euro Definitions.

1999 ISDA Credit Derivatives Definitions.

2000 ISDA Definitions.

2002 ISDA. Master Agreement Protocol.

IV.- BIBLIOGRAFÍA

Calvo González J.L. y Martínez Álvarez, *Dinero y Banca*. Tirant lo Blanch. Valencia, 2007.

Córdoba Bueno Miguel, *Análisis Financiero. Renta Fija: Fundamentos y Operaciones*. Thomson Editores Spain Paraninfo S.A. Madrid, 2003.

Mateos Aparicio, Petra y Analistas Financieros Internacionales, *Finanzas Internacionales*. Ediciones Académicas S.A. Madrid, 2001.

Sesto Pedreira, Manuel, *Manual de teoría de la financiación*. Editorial Universitaria Ramón Areces. Madrid, 2006.

Vázquez Orgaz, Jorge, "Acuerdo marco de operaciones financieras: el *isda master agreement*. *Revista Noticias Jurídicas* Madrid, 2002.