

ES

ES

ES



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 3.7.2009
COM(2009) 332 final

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados

{SEC(2009) 905 final}
{SEC(2009) 914 final}

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN

Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados

(Texto pertinente a efectos del EEE)

1. INTRODUCCIÓN

La actual crisis financiera ha puesto los derivados en el punto de mira de las autoridades reguladoras. El casi hundimiento de Bear Sterns en marzo de 2008, la quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre de 2008 y el rescate de AIG el 16 de septiembre pusieron de relieve el papel significativo que desempeñan los derivados, en general, y las permutas de riesgo de crédito (*credit default swaps*), en particular.

Existe un amplio consenso sobre las ventajas y los riesgos de los mercados de derivados que la crisis financiera ha puesto al descubierto. El informe del Grupo de Alto Nivel presidido por Jacques de Larosière mostró los riesgos que lleva aparejados la rápida explosión del uso de derivados de crédito e hizo hincapié en la necesidad de remediar la falta de transparencia del mercado. A tal fin, el informe recomendaba tomar medidas para simplificar y normalizar los derivados negociados en mercados no organizados (OTC) e instaurar la compensación a través de una contraparte central. La Cumbre del G20 celebrada en Londres en abril se comprometió a promover la normalización y el fortalecimiento de los mercados de derivados de crédito, en particular a través del establecimiento de contrapartes centrales de compensación sujetas a una regulación y una supervisión efectivas. El Consejo Europeo de 19 de junio de 2009 pidió también que se siguiera trabajando para garantizar la transparencia y la estabilidad de los mercados de derivados.

Desde octubre de 2008, la Comisión ha venido trabajando activamente en una evaluación en profundidad de los mercados de derivados. Tal como se anunciaba en la Comunicación titulada «Gestionar la recuperación europea», la presente Comunicación recoge las conclusiones de dicha evaluación y prepara el terreno de cara a futuras medidas destinadas a solventar los problemas detectados. Paralelamente, la Comisión seguirá colaborando de forma constructiva con el sector a fin de asegurar que se haga efectivo su compromiso de instaurar una compensación central de ámbito europeo para finales de julio de 2009. La Comisión tendrá plenamente en cuenta las medidas tomadas por el sector a la hora de definir el seguimiento.

La presente Comunicación va acompañada de un documento de trabajo de los servicios de la Comisión que ofrece una visión panorámica de los mercados de derivados y de los segmentos de los mismos correspondientes a derivados OTC, así como una evaluación de la eficacia de las actuales medidas para reducir los riesgos, en particular en relación con las permutas de riesgo de crédito.

La Comisión invita a los interesados a comentar las orientaciones presentadas en esta Comunicación y, en particular, las cuestiones específicas expuestas con mayor detenimiento en el documento de consulta adjunto. Las respuestas deben presentarse a la Comisión el 31 de agosto de 2009 a más tardar.

2. DERIVADOS Y SUS MERCADOS

En este apartado se explica en qué consisten los derivados, qué ventajas presentan para la economía y qué riesgos pueden suponer. Estos últimos han sido un factor determinante de la crisis financiera.

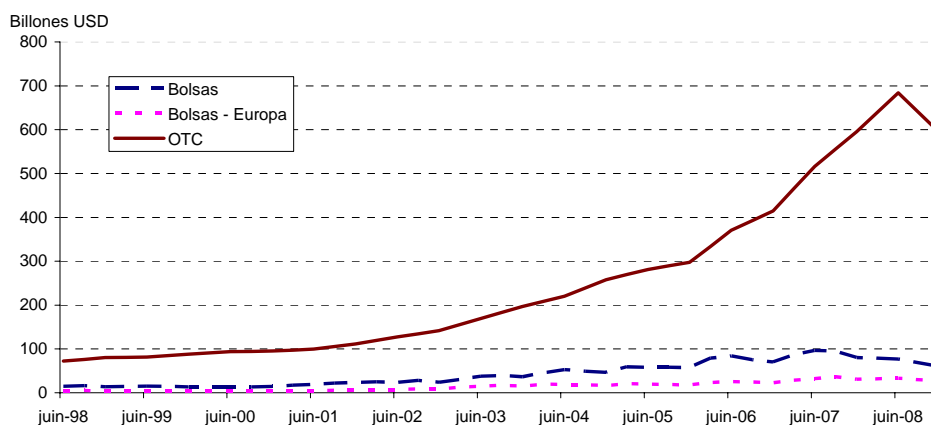
2.1. ¿En qué consisten los derivados?

Los derivados son contratos financieros en los que se negocian y redistribuyen los riesgos generados en la economía real, por lo que constituyen para los agentes económicos importantes instrumentos de transferencia del riesgo. Pueden utilizarse tanto para cubrir riesgos, como para adquirirlos con la finalidad de realizar un beneficio. El nombre de «derivados» obedece al hecho de que su valor se «deriva» de un instrumento «subyacente», por ejemplo, un instrumento financiero, una materia prima, una variable del mercado o, incluso, un servicio.

Existen muchos tipos de derivados. Algunos de ellos son productos estándar (p.ej., los futuros), en tanto que otros no, ya que cada contrato está adaptado a las necesidades específicas del usuario (p.ej., las permutas o *swaps*). Los derivados normalizados se negocian habitualmente en mercados organizados en los que los precios se anuncian públicamente (p.ej., bolsas de derivados), mientras que los demás se negocian en mercados extrabursátiles o no organizados (también conocidos por su denominación inglesa *over-the-counter* u *OTC*), donde los precios no se dan a conocer.

Su uso ha crecido de forma espectacular durante la última década. Este crecimiento se plasma en las transacciones OTC, tal como ilustra el siguiente gráfico.

Dimensiones de los mercados de derivados: mercados organizados y no organizados



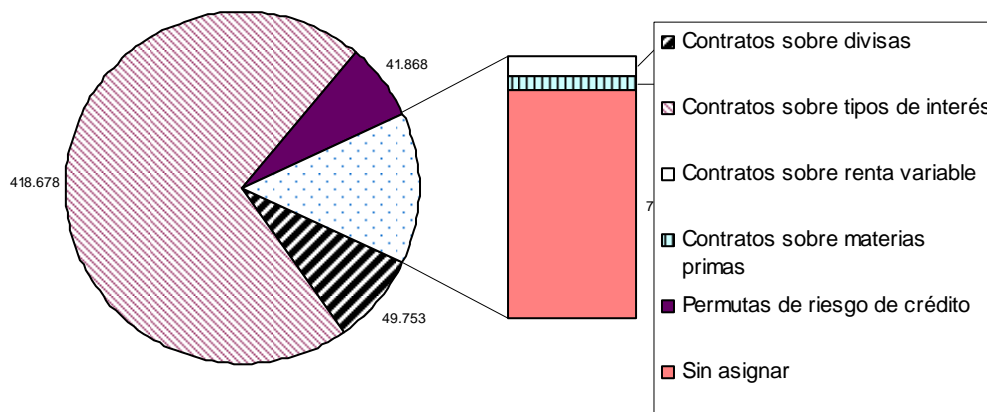
Nota: El gráfico muestra los importes nacionales vivos en los segmentos bursátil y extrabursátil del mercado, expresados en billones de USD, durante el período 1998-2008. Las curvas de tendencia muestran los importes vivos a nivel mundial, mostrándose por separado la cuota de mercado de las bolsas europeas (no existe un desglose similar por zonas geográficas de los datos OTC). Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI).

Los derivados OTC se dividen generalmente en cinco grandes segmentos: derivados sobre divisas, derivados sobre tipos de interés, derivados de renta variable, derivados sobre materias primas y derivados de crédito, entre los cuales los más importantes son las permutas de riesgo de crédito. En el gráfico que figura a continuación se ilustra la importancia relativa de esos segmentos. En el capítulo 3 del documento de trabajo de los servicios de la Comisión se

presentan estos segmentos con más detalle y se describen las características y los riesgos asociados a los distintos tipos de derivados OTC.

Segmentos del mercado de derivados OTC

Importes nacionales vivos, billones de USD, diciembre de 2008



Fuente: BPI (2009)

2.2. Los derivados redundan en beneficio de la economía...

Ninguna economía puede prosperar si nadie está dispuesto a asumir riesgos. Un empresario que crea una empresa está asumiendo el riesgo de que ésta quiebre. Cualquier banco que preste dinero a esa empresa corre el riesgo de que su préstamo no le sea devuelto íntegramente. Sin embargo, de no existir el empresario que crea la empresa, el ahorrador que ha depositado sus fondos en el banco tendría una posibilidad menos de lograr un rendimiento correcto por sus ahorros. El ahorrador sabe que cuanto mayor es el rendimiento, mayor es el riesgo del proyecto que está financiando. La financiación de proyectos de inversión depende, por tanto, de que alguien esté dispuesto a soportar el correspondiente riesgo. Como a nadie le gusta correr un riesgo excesivo, resulta ventajoso poder compartir los riesgos.

Para eso pueden servir los derivados: dividen o redistribuyen los riesgos y pueden utilizarse como protección frente a un determinado riesgo (cobertura) o como instrumento para adquirir posiciones especulativas. En concreto, las entidades mercantiles, como las compañías aéreas o las empresas manufactureras, utilizan los derivados para cubrir el riesgo de que suban los precios de las materias primas que emplean en la explotación de su negocio y planificar mejor sus necesidades futuras.

2.3. ...pero pueden ponerla en riesgo...

Las entidades que participan en los mercados de derivados pueden cubrir los riesgos a los que se exponen recurriendo a los derivados. No obstante, si se cubren los riesgos en mercados OTC, y en ausencia de información pública fiable sobre tales mercados, a los participantes del mercado y los supervisores les resultará difícil determinar si realmente se han cubierto esos riesgos.

Cuando quienes negocian con derivados no son creadores de mercado ni tienen interés alguno en el activo subyacente, facilitan la especulación, la volatilidad del sistema y la multiplicación de los riesgos en el mismo. Los derivados pueden entonces servir como medio de

apalancamiento del balance de quienes intervienen en los mercados de derivados, puesto que permiten a los participantes adquirir posiciones con menos capital del que necesitarían para invertir en los mercados de contado.

Por otra parte, en caso de incumplimiento de una contraparte puede resultar difícil encontrar otras contrapartes para sustituir una cobertura, ya que éstas pueden estar, a su vez, en dificultades o mostrarse reacias a entrar en una transacción, habida cuenta de la mayor incertidumbre. En los mercados con pocos participantes, el problema se amplifica.

En resumen, al celebrar un contrato OTC es difícil *evaluar* el riesgo de que una contraparte pueda incurrir en incumplimiento. En los mercados financieros estrechamente interconectados, dicha evaluación requeriría, en principio, que cualquier participante tuviera un buen conocimiento de todos los demás. Al no existir apenas información pública en los mercados OTC, ese conocimiento es incompleto.

Las permutas de riesgo de crédito son particularmente vulnerables en todos estos aspectos. Mientras que la mayoría de los derivados dependen de precios de mercado observables (p.ej., los tipos de interés o los tipos de cambio), no ocurre lo mismo con las permutas de riesgo de crédito. El riesgo que cubren, esto es, el de crédito, no puede observarse a primera vista, sino que requiere información específica sobre el prestatario, de la que tradicionalmente sólo disponían los bancos. Sin embargo, en las últimas décadas se ha intensificado el carácter negociable del riesgo de crédito, por ejemplo, a través de la titulización. Como sigue siendo difícil evaluar el riesgo, pueden originarse situaciones en las que el mercado se enfrenta repentinamente a un evento de crédito significativo. Por otra parte, los riesgos asociados a las permutas de riesgo de crédito se ven agravados por el hecho de que las obligaciones potenciales que llevan aparejadas son enormes¹. Estos riesgos no son específicos de las permutas de riesgo de crédito, sino que afectan a los derivados, en general, aunque en menor medida.

2.4. ...tal como ha puesto de manifiesto la crisis financiera

La crisis financiera ha demostrado que esos riesgos no son teóricos, sino reales. Bear Sterns, Lehman Brothers y AIG eran importantes operadores en el mercado de derivados OTC, ya sea en calidad de intermediarios de derivados OTC, de usuarios o ambas. Las dificultades que experimentaron tuvieron su origen fuera de los mercados de derivados OTC y llegaron a ellos a través de las permutas de riesgo de crédito suscritas por estas tres entidades, trascendiendo posteriormente, debido al papel crucial de las citadas entidades en todos los mercados de derivados OTC, el ámbito de tales permutas y afectando a la economía mundial. La opacidad del mercado impidió, por un lado, a los demás participantes saber exactamente cuál era la exposición de sus contrapartes frente a esas tres entidades, lo que generó desconfianza y provocó un súbito agotamiento de la liquidez. Por otro lado, impidió también a las autoridades de regulación poder detectar con suficiente antelación los riesgos que iban acumulándose en el sistema y determinar su grado de concentración y, en consecuencia, sus efectos sobre la

¹ Los flujos de caja relativos a las permutas de riesgo de crédito son «discontinuos», es decir que, aunque en circunstancias normales el vendedor de una permuta de ese tipo obtiene un flujo estable de primas, está, no obstante, expuesto al riesgo de que la entidad con respecto a la cual se haya suscrito la permuta incumpla, lo que le obligará a desembolsar el importe íntegro del principal menos el valor de la obligación incumplida. Esto ha llevado a algunos a utilizar indebidamente las permutas de riesgo de crédito como instrumentos de financiación.

estabilidad financiera en caso de incumplimiento. La limitada regulación del mercado exacerbó este problema, puesto que los supervisores carecían de información suficiente.

En resumen, la crisis ha puesto de relieve la forma en que los derivados, en general, y las permutas de riesgo de crédito, en particular, crearon una red de dependencia mutua que resultaba difícil de entender, desentrañar y controlar en el período inmediatamente posterior a un incumplimiento. Así pues, la crisis ha mostrado claramente que las características de los mercados de derivados OTC –el carácter privado de los contratos con la consiguiente escasez de información pública, la compleja red de dependencia mutua, y la dificultad de comprender la naturaleza y el nivel de los riesgos– incrementan la incertidumbre en momentos de tensión en los mercados y, en consecuencia, comprometen la estabilidad financiera.

3. GESTIÓN DE LOS RIESGOS DE CONTRAPARTE

Estos riesgos pueden ser mayores o menores en función de la estructura que adopten los procesos de negociación y de post-negociación. En la negociación, los riesgos pueden reducirse incrementando la eficiencia operativa, por ejemplo, recurriendo al sistema electrónico para la ejecución, afirmación y confirmación². De este modo, la ejecución de las transacciones en mercados OTC se asemejará más a la ejecución que tiene lugar en mercados organizados. Antes de la crisis financiera, la normativa se centraba en el incremento de la eficiencia operativa, lo que ha contribuido, por ejemplo, a que actualmente las operaciones de afirmación y confirmación de las permutas de riesgo de crédito se realicen cada vez más por vía electrónica

Sin embargo, la eficiencia operativa, aun siendo necesaria, no basta. A fin de abordar con eficacia los riesgos más arriba indicados, es importante fortalecer también el proceso de post-negociación, y, más en concreto, la compensación. Esta última es la forma de mitigar los citados riesgos. Por ello, desempeña una función esencial en los mercados de derivados. La compensación puede tener lugar bilateralmente, entre las dos contrapartes de una determinada transacción, o desde un nivel central del mercado, a través de una contraparte central. En las transacciones bursátiles, la compensación se efectúa casi exclusivamente a través de una contraparte central. En las transacciones extrabursátiles, aún es norma la compensación bilateral, si bien en algunos segmentos del mercado existe también la compensación a través de contraparte central (más específicamente, en las permutas de tipos de interés).

- **Compensación bilateral:** las dos contrapartes establecen normalmente acuerdos de garantía, con arreglo a los cuales ha de verificarse con regularidad la evolución del valor del contrato, con objeto de gestionar el riesgo de crédito de una frente a la otra. Si el valor evoluciona de tal modo que una de la partes se hace acreedora de la otra, dicha parte tendrá derecho a reclamar garantías. La garantía es importante para mitigar el riesgo de crédito, pero conlleva gestionar relaciones de compensación con numerosas contrapartes. Por su propia naturaleza, esta compleja red bilateral hace que a las entidades les resulte difícil conocer su propio riesgo de crédito atendiendo al riesgo de crédito a que sus contrapartes se exponen entre sí, y aún menos las consecuencias en cadena del incumplimiento de una de las partes.

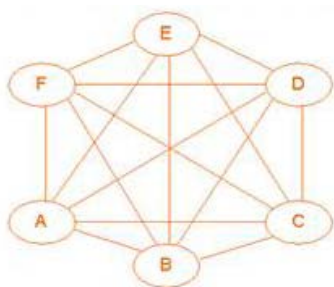
² En el adjunto documento de trabajo de los servicios de la Comisión, punto 2.2., se describen estos conceptos.

- **Compensación a través de una contraparte central:** la contraparte central interviene en cada negociación como contraparte de cada una de las partes de una transacción. Así pues, las obligaciones de cada una de las partes de la negociación pasan a ser obligaciones frente a la contraparte central, por lo que el riesgo de cada una de dichas partes en este mercado es un riesgo frente a una sola y única parte. El recurso a una contraparte central ofrece numerosas ventajas. Una contraparte central constituye, en realidad, un seguro mutuo que brinda protección mutua. La gestión de las garantías es más simple, pues es la contraparte central la encargada de obtenerlas y gestionarlas. Resulta también más seguro, pues la contraparte central se erige en garante central y es una entidad cuya única finalidad es gestionar los riesgos con diversos estratos de protección. No teniendo otro objetivo que la gestión del riesgo, la contraparte central es una parte neutra. Al ocupar una posición central, está mejor situada para conocer y gestionar el riesgo. Por otra parte, la información que centraliza dicha contraparte facilita también la supervisión del riesgo a los reguladores. Vista la función sistémica de la contraparte central, es crucial que esté gestionada con profesionalidad, que esté ampliamente capitalizada y bien regulada, de forma que ofrezca seguridad y solidez³.

Compensación bilateral frente a compensación por contraparte central

Compensación bilateral

- Entramado de riesgo de contraparte
- Movimientos de garantía complejos
- Efecto dominó potencial del incumplimiento de un operador



Compensación a través de contraparte central

- Vínculo radial con el garante central
- Toda la garantía circula a través de la contraparte central
- La contraparte central está capitalizada para hacer frente al incumplimiento de los operadores



Ante estas ventajas, cabe preguntarse por qué los participantes en el mercado no recurren de forma generalizada a la compensación a través de una contraparte central. La primera y obvia razón es que la seguridad tiene un coste para ellos, pues deben contribuir a erigir los estratos de protección de la contraparte central. En segundo lugar, la contraparte central incrementa la transparencia, redistribuyendo las ventajas informativas entre los participantes en el mercado, en detrimento de quienes habitualmente gozan de esa ventaja (esto es, los principales operadores de derivados OTC). No obstante, es también cierto que no siempre se puede recurrir a una contraparte central. Este tipo de compensación exige ciertas condiciones previas, fundamentalmente referidas a la liquidez y la normalización, antes de poder recurrir a ella. Por esta razón, dado que no todos los derivados OTC reúnen las características necesarias para ser compensados a través de una contraparte central, la Comisión prevé también reforzar la gestión del riesgo de contraparte en las transacciones bilaterales.

³ En el adjunto documento de trabajo de los servicios de la Comisión, punto 2.4.2., se describe más en detalle la compensación a través de una contraparte central.

Resumiendo, puede decirse que los riesgos asociados a los derivados varían en función de la estructura del mercado. En conjunto, los mercados OTC presentan muchos más riesgos que los foros de negociación regulados, pues aquellos son más opacos y las relaciones entre contrapartes más complejas. Por tanto, la eficacia de los instrumentos de mitigación del riesgo de contraparte bilateral deja mucho que desear y es preciso mejorar sustancialmente la forma de mitigar ese riesgo.

4. MEDIDAS YA ADOPTADAS POR LA COMISIÓN PARA AUMENTAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS

Aunque los derivados están contemplados en la normativa sobre servicios financieros de la UE, el enorme crecimiento de los mercados de derivados OTC, el aumento de las posiciones especulativas constituidas mediante derivados, y la mayor participación de entidades no reguladas en los mercados de derivados son factores que justifican la revisión del marco normativo. Desde el estallido de la crisis financiera, la Comisión ha venido actuando con rapidez y ha adoptado medidas dirigidas a abordar algunos de los riesgos más acuciantes y graves que conllevan los derivados.

En primer lugar, en octubre de 2008, y en relación con las permutas de riesgo de crédito, el Comisario McCreevy abogó por: i) examinar de forma sistemática los mercados de derivados a la luz de las enseñanzas arrojadas por la crisis financiera, y ii) elaborar propuestas concretas sobre cómo mitigar los riesgos de los derivados de crédito⁴. A raíz de ello, los operadores de permutas de riesgo de crédito se comprometieron a que, a partir del 31 de julio de 2009, comenzarían a compensar las permutas de riesgo de crédito sobre entidades europeas de referencia y sobre índices basados en estas entidades a través de una o más contrapartes centrales europeas, siempre que se consideren aptas para ello.⁵

En segundo lugar, cabe señalar que algunos de los problemas conexos a la titulización, a la excesiva transferencia de riesgo y a una inadecuada cuantificación del riesgo ya se abordan en la revisión de la Directiva sobre los requisitos de capital⁶. En esta propuesta se establece que las empresas (denominadas «entidades originadoras») que reconviertan los préstamos en valores negociables deberán conservar una parte del riesgo asociado a estos valores, al tiempo que las empresas que inviertan en los mismos sólo podrán adoptar sus decisiones en la materia tras un proceso completo de debida diligencia. De no hacerlo así, serán sometidas a fuertes penalizaciones en materia de capital.

⁴ C. McCreevy (2008). «Time for regulators to get a better view of derivatives»[Es hora de que los reguladores examinen más de cerca los derivados] 17 de octubre de 2008, SPEECH/08/538.

⁵ El 17 de febrero de 2009, nueve operadores de ámbito global (Barclays Capital, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS) se comprometieron a «utilizar una o varias contrapartes centrales en la Unión Europea, una vez existan éstas, para i) compensar las permutas de riesgo de crédito sobre entidades europeas de referencia y sobre índices basados en estas entidades, siempre que se consideren aptas para ello, y ii) transferir la compensación de los contratos vivos que se consideren aptos. Este compromiso ha sido ratificado por otro operador adicional (Nomura), y han dado su apoyo a la iniciativa la Federación Bancaria Europea, el Consejo Europeo de Bancos Públicos y otras asociaciones bancarias europeas.

⁶ COM/2008/0602 final - COD 2008/0191 propuesta de Directiva que modifica las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis.

En tercer lugar, en lo que atañe al riesgo sistémico conexo a la negociación de carácter especulativo, la Comisión adoptará en breve una propuesta sobre los requisitos de capital aplicables a la cartera de negociación de las entidades financieras y las posiciones de titulización y de retitulización. Cabe suponer que, muy probablemente, el incremento de los niveles de capital que prevé dicha propuesta evitará que las entidades financieras asuman demasiado riesgo a corto plazo.

En cuarto lugar, la Comisión está actualmente revisando su enfoque de la supervisión de los mercados financieros. Con la propuesta de creación de un supervisor macrofinanciero para Europa, ésta se dota de capacidad para detectar la acumulación excesiva de riesgos en el sistema y actuar para frenarlos. El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico será esencial para impedir que los riesgos conexos a los mercados de derivados representen un problema para el conjunto del sistema económico y financiero.

En quinto lugar, el fallo de las agencias de calificación crediticia a la hora de evaluar adecuadamente los riesgos de instrumentos complejos, en particular debido a los conflictos de intereses inherentes al modelo según el cual «remuneración por el emisor», hizo evidente que tales agencias no podían quedar al margen de la regulación. En abril de 2009, el Consejo y el Parlamento Europeo aprobaron un reglamento, propuesto por la Comisión, con arreglo al cual las agencias de calificación crediticia deberán cumplir estrictas normas en materia de integridad, calidad y transparencia, y estarán sujetas a la supervisión continua de las autoridades públicas⁷.

Por último, la Comisión Europea ha propuesto una directiva sobre los fondos de inversión libre y otros fondos de inversión alternativos (FIA), que creará un marco normativo y de supervisión completo y efectivo a escala europea. Esta propuesta de Directiva permitirá que los Estados miembros mejoren la supervisión macro y microprudencial del sector, impongan límites al nivel de apalancamiento de estas entidades y actúen coordinadamente, cuando resulte necesario, para garantizar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros⁸.

5. CAMINO A SEGUIR: NUEVAS INICIATIVAS PARA UNA MAYOR ESTABILIDAD FINANCIERA

La crisis actual ha puesto de relieve la necesidad de que los mercados de derivados OTC puedan desempeñar su función económica sin poner en riesgo la estabilidad del sistema. Con este propósito, la Comisión considera que debe actuarse con vistas a: a) lograr que los reguladores y los supervisores tengan pleno conocimiento de las transacciones que se efectúan en los mercados de derivados OTC, y de las posiciones que se constituyen en tales mercados; b) incrementar la transparencia de los mercados de derivados OTC frente a sus usuarios -en particular debería disponerse de más y mejor información sobre los precios y los volúmenes-; c) mejorar la eficiencia operativa de los mercados de derivados, a fin de que los derivados OTC no dañen la estabilidad financiera; y d) mitigar los riesgos de contraparte y promover estructuras centralizadas. Las principales formas de lograr estos objetivos son: i) impulsar una mayor normalización, ii) utilizar servicios centralizados de almacenamiento de datos, iii)

⁷ Comisión Europea (2008), «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre las agencias de calificación crediticia», COM(2008) 704, aprobada por el Parlamento Europeo y el Consejo el 23 de abril de 2009.

⁸ Comisión Europea (2009), «Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos», COM(2009) 207.

adoptar la compensación a través de contraparte central, y iv) llevar la negociación a foros más públicos⁹. En el presente apartado se analizan estas opciones y se ofrecen orientaciones para una futura labor.

5.1. Normalización

En el caso de los derivados OTC aptos para compensación a través de contraparte central, la normalización es una exigencia previa a cualquiera de las demás opciones que se exponen más abajo. En el caso de los derivados OTC no aptos, una mayor normalización aumentaría la eficiencia operativa y reduciría los riesgos operativos, por ejemplo, alentando un recurso más generalizado a los contratos normalizados y a los servicios electrónicos de afirmación y de confirmación, el almacenamiento centralizado de los datos, y la automatización de los procesos de pago y de gestión de la garantía. Al ser la normalización una exigencia previa a cualquier otra actuación, será la piedra angular de los esfuerzos de la Comisión por hacer que los mercados de derivados sean eficientes, seguros y sólidos.

Ahora bien, la normalización exige inversiones. La Comisión tiene previsto seguir trabajando para incentivar los actuales esfuerzos de inversión del sector a este respecto, a fin de favorecer la normalización en lo que atañe a todos aquellos derivados OTC que difícilmente serán aptos para compensación a través de contraparte central o para la negociación en mercados organizados.

5.2. Servicio centralizado de almacenamiento de datos

Un servicio centralizado de almacenamiento de datos recopila datos —tales como número de operaciones, magnitud de las posiciones vivas— en relación con todas las transacciones (tanto aptas como no aptas para compensación a través de contraparte central) con el fin de favorecer la transparencia y la información.¹⁰ Con ello no sólo se aumenta la transparencia, sino que se incrementa la eficiencia operativa del mercado. El citado servicio podría asimismo ofrecer otras prestaciones (p.ej., facilitar las órdenes de liquidación y pago).

La Comisión reconoce las ventajas que los servicios centralizados de almacenamiento de datos pueden reportar a los supervisores, en términos de mayor transparencia y conocimiento. Ello adquiere especial importancia si se tiene en cuenta que la compensación a través de contraparte central no es fácilmente aplicable a todos los derivados, ya que no siempre se dan ni pueden cumplirse fácilmente las condiciones previas preceptivas. El Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV) estudiará la utilidad de tal recurso atendiendo a consideraciones de protección jurídica, supervisión y continuidad de las actividades. En consecuencia, la Comisión adoptará las medidas oportunas al respecto a la luz del informe que próximamente elaborará el CERV.

⁹ La aplicabilidad de estas opciones varía en cierta medida en función del segmento de mercado. En el apartado 4 del adjunto documento de trabajo de los servicios de la Comisión se analiza más en profundidad la eficacia de los actuales métodos de mitigación del riesgo y la correspondiente necesidad de adoptar medidas adicionales en los distintos segmentos del mercado OTC.

¹⁰ Existe ya un servicio de almacenamiento de datos de esas características para las permutas de riesgo de crédito; se trata del Trade Information Warehouse (almacén de información de operaciones), gestionado por la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) estadounidense.

5.3. Compensación a través de una contraparte central

De los cuatro instrumentos estudiados, el que ha despertado mayor interés hasta la fecha ha sido la compensación a través de contraparte central. Las contrapartes centrales han demostrado su utilidad durante la crisis financiera, como ilustra el papel que han desempeñado a la hora de hacer frente a las consecuencias de la quiebra de Lehman Brothers. La Comisión ha impulsado ya al sector a hacer mayor uso de la compensación a través de contraparte central y se propone llevar a la práctica la recomendación del Grupo De Larosière con carácter prioritario.

Hay motivos de peso, relacionados con la regulación, la supervisión y la política monetaria, que abogan por que la compensación a través de contraparte central esté radicada en Europa. El hecho de que una contraparte central esté radicada en Europa implica que estará sujeta a la normativa y supervisión europeas. Los supervisores tendrán, por tanto, acceso incondicional e ilimitado a la información que obre en poder de las contrapartes centrales. Asimismo, si surge algún, las autoridades europeas podrán intervenir con mayor facilidad si la contraparte central está situada en Europa. Ningún banco central, por ejemplo, otorga acceso directo a sus líneas de liquidez a las entidades financieras situadas fuera de su zona monetaria.¹¹

Por lo que respecta a las permutas de riesgo de crédito, los principales operadores de derivados han suscrito un compromiso con la Comisión Europea en virtud del cual, a partir del 31 de julio de 2009, la compensación de las permutas de riesgo de crédito europeas se confiará a una o varias contrapartes centrales europeas, y a tal fin están realizando la necesaria labor de normalización de tales contratos de permutas a nivel europeo. Se prevé que, para el 31 de julio de 2009, dos contrapartes centrales europeas se hallarán en condiciones de prestar servicios en relación con permutas de riesgo de crédito, y que una tercera podrá hacerlo a partir de diciembre de 2009, en tanto que una cuarta no se ha comprometido con una fecha fija. En conjunto, la Comisión acoge con satisfacción los esfuerzos realizados por el sector para atenerse al plazo al que se había comprometido. En efecto, las iniciativas del sector por lo que respecta a la normalización de las permutas de riesgo de crédito se han revelado eficaces a ambos lados del Atlántico. No obstante, aún no se ha terminado de perfilar la solución de determinados aspectos técnicos, como los relacionados con el evento de crédito consistente en una reestructuración. Por tanto, si las empresas del sector no pueden cumplir sus compromisos, la Comisión deberá estudiar otras opciones, tal como se expone a continuación. La Comisión acoge con interés toda iniciativa del sector y tendrá plenamente en cuenta su adopción y aplicación a la hora de determinar si son necesarias otras medidas tendentes a garantizar un recurso a la compensación a través de contraparte central lo más amplio posible.

Existen ya incentivos para utilizar contrapartes centrales. Los participantes en el mercado tienen un incentivo natural para recurrir a la compensación a través de contraparte central, dado que reduce su riesgo de crédito de contraparte y permite recortar sus requisitos de capital. Con todo, esos incentivos han resultado insuficientes frente a los incentivos

¹¹ Si bien puede haber acuerdos de permuta de divisas entre bancos centrales, debido a la falta de acceso directo a líneas de liquidez, el BCE ha manifestado su clara preferencia por que la contraparte central esté radicada en la zona del euro, según se desprende de una declaración de su Consejo de Gobierno de 18 de diciembre de 2008, en la que confirmaba que *«es necesaria al menos una ECC europea para derivados de crédito y que, dada la potencial importancia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, dicha infraestructura debe ubicarse en la zona del euro.»* BCE (2008), Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE, 18 de diciembre de 2008, <http://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/otherdec/2008/html/gc081219.es.html>

comerciales que favorecen la compensación bilateral. Así pues, la Comisión está estudiando la manera de incentivar más decididamente el recurso a la compensación a través de contraparte central, a fin de neutralizar, en lo posible, toda vacilación motivada por los incentivos comerciales. Ello podría lograrse modificando, por una parte, las disposiciones que regulan el capital obligatorio contenidas en la Directiva sobre los requisitos de capital, y por otra, garantizando en mayor medida, desde la óptica de la regulación y supervisión, la solidez y seguridad de las contrapartes centrales mediante futuras disposiciones legislativas europeas, cuando proceda, y posiblemente una supervisión común.¹² Como es lógico, estas actuaciones no afectan en modo alguno al plazo establecido en relación con los trabajos en curso encaminados a confiar la compensación de las permutas de riesgo de crédito europeas a una o varias contrapartes centrales europeas, a saber el 31 de julio de 2009.

5.4. Ejecución de transacciones

Parecería lógico, en principio, que, con respecto a los derivados normalizados que se compensan a través de una contraparte central, el siguiente paso consistiera en negociar esos contratos en un foro de negociación organizado en el que los precios y demás datos referentes a la transacción se anuncien públicamente, como puede ser un mercado regulado (p. ej., una bolsa de derivados) o un sistema multilateral de negociación sujeto a obligaciones de transparencia. Se mejoraría con ello tanto la transparencia de los precios como la gestión de los riesgos.

Sin embargo, el tipo de contrato normalizado que suele negociarse en los foros públicos puede no satisfacer todas las necesidades de los usuarios de derivados en materia de gestión de riesgos. La mayoría de los participantes en el mercado manifiestan una preferencia comercial por la negociación en mercados OTC. Sin embargo, la principal consideración ha de ser la importancia que para la estabilidad financiera reviste la existencia de mercados transparentes y eficientes en su funcionamiento. En la sociedad se considera preferible, a efectos de la evaluación del riesgo y la determinación de precios, que los foros de negociación sean transparentes y, en la medida de lo posible, públicos y normalizados.

Un sistema basado en la competencia entre distintos tipos de foros de negociación (OTC, bolsas y sistemas multilaterales de negociación) presenta también ventajas en términos de eficiencia del mercado, siempre que todos los foros estén sujetos a requisitos adecuados de transparencia y organización que garanticen una competencia leal. Esta preferencia por la negociación transparente y organizada se da ya en otros mercados financieros. La Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) suprimió la norma en virtud de la cual las transacciones debían ejecutarse en mercados regulados (la denominada «regla de concentración»), si bien impuso a otros foros de negociación (sistemas multilaterales de negociación, internalizadores sistemáticos) requisitos de transparencia apropiados. En consecuencia, por lo que se refiere a las acciones al contado, la competencia entre foros de negociación tiene lugar en el marco de normas comunes en materia de transparencia y organización. No obstante, el régimen de transparencia previsto en la MiFID no se hace extensivo, por el momento, a los derivados, ni es aplicable la obligación de declaración a los instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado.

¹² Comisión Europea (2009). Comunicación de la Comisión Europea - *Supervisión financiera europea* COM(2009) 252.

La Comisión examinará, habida cuenta del carácter singular y flexible de los mercados de derivados OTC y del régimen aplicable a las acciones al contado, la manera de mejorar la transparencia y la eficiencia del proceso de negociación de los derivados OTC. A este respecto, la Comisión examinará con mayor detenimiento i) la manera de canalizar un mayor número de transacciones a través de foros de negociación transparentes y eficientes y ii) el nivel de transparencia adecuado (precio, transacción, posición) para los distintos foros de negociación de derivados.

6. CONCLUSIÓN

Los derivados desempeñan un importante papel en la economía, si bien se les asocia a determinados riesgos. La actual crisis ha dejado patente que esos riesgos no están lo bastante mitigados en la parte del mercado en la que se negocian los instrumentos OTC, especialmente en lo que respecta a las permutas de riesgo de crédito. Desde el comienzo de la crisis financiera, la Comisión ha venido desarrollando una labor encaminada a hacer frente a algunos de los riesgos más acuciantes.

Pero más allá de esa labor, la Comisión estudiará otras medidas orientadas a seguir mejorando la normalización y transparencia de las operaciones, a consolidar el paso a la compensación a través de contraparte central y garantizar que tal compensación se convierta en la norma por lo que se refiere al conjunto de mercados de derivados OTC, y a canalizar un mayor número de transacciones a través de foros de negociación transparentes y eficientes, siempre que sea posible.

Tras la consulta pública que se inicia con la presente Comunicación, la Comisión celebrará una audiencia pública el 25 de septiembre de 2009. Las opiniones y los datos que presenten los interesados contribuirán a una evaluación de impacto pormenorizada que permitirá a la Comisión perfilar su enfoque. Antes de que finalice su actual mandato, la Comisión extraerá del resultado de la consulta conclusiones prácticas y presentará iniciativas apropiadas, con inclusión, en su caso, de propuestas legislativas, antes de final de año.

La Comisión tendrá plenamente en cuenta las medidas adoptadas por el sector, así como las actuaciones de los principales socios de la UE y, en particular, el marco normativo general anunciado por el Tesoro estadounidense en relación con los derivados OTC. Las nuevas normas se plasman, concretamente, en la obligación de compensar todos los contratos normalizados de derivados OTC a través de contrapartes centrales, a la vez que alientan a ejecutar las transacciones en «mercados regulados y sistemas electrónicos de ejecución de operaciones con derivados OTC regulados y transparentes».¹³ La Comisión continuará colaborando con las autoridades estadounidenses, en el contexto, por ejemplo, del diálogo sobre la regulación de los servicios financieros, con objeto de garantizar una coherencia de las políticas aplicadas a escala mundial y evitar todo riesgo de arbitraje regulador.

¹³ Véase la reforma de la reglamentación financiera del Tesoro estadounidense de 17 junio de 2009.