

Dictamen del Comité Económico y Social Europeo sobre la «Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones»

COM(2010) 484 final — 2010/0250 (COD)

(2011/C 54/14)

Ponente General: **Edgardo Maria IOZIA**

El 13 de octubre de 2010, el Consejo, y el 7 de octubre de 2010, el Parlamento Europeo, de conformidad con el artículo 114 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, decidieron consultar al Comité Económico y Social Europeo sobre la

«Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados OTC, las contrapartes centrales y los registros de operaciones»

COM(2010) 484 final – 2010/0250 (COD).

El 20 de octubre de 2010, la Mesa del Comité Económico y Social Europeo encargó a la Sección Especializada de Mercado Único, Producción y Consumo la preparación de los trabajos en este asunto.

Dada la urgencia de los trabajos, el Comité Económico y Social Europeo, en su 467º Pleno celebrado los días 8 y 9 de diciembre de 2010 (sesión del 8 de diciembre de 2010), ha nombrado al Sr. IOZIA ponente general y ha aprobado por 144 votos favor, 4 en contra y 6 abstenciones, el presente Dictamen.

1. Observaciones y recomendaciones

1.1 El valor nominal de los derivados a finales de 2009, según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), era de unos 615 billones de dólares (615 000 000 000 000), más de diez veces el PIB global. Los ingresos por estos derivados que obtendrán los bancos en 2010 podrían alcanzar los 150 000 millones de dólares. El 40 % de esta suma corresponde a los mercados no regulados (OTC). Según un reciente estudio realizado por un importante grupo bancario de ámbito mundial, las reformas de los OTC que se llevarán a cabo en Europa y América producirán una reducción de estos ingresos de, al menos, 15 000 millones de dólares.

1.2 El CESE acoge favorablemente la propuesta de Reglamento sobre derivados, mercados no regulados, contrapartes centrales y registros de datos sobre operaciones, y comparte las palabras del Comisario Barnier: «Los mercados financieros no pueden permitirse seguir siendo territorios del *Far West*. Los derivados OTC tienen un gran impacto en la economía real, desde los créditos hasta los precios de los alimentos. La falta de un marco normativo para los derivados OTC ha contribuido a la crisis financiera y a las dramáticas consecuencias que todos estamos sufriendo».

1.3 La decisión de utilizar un reglamento para ordenar esta cuestión es coherente y responde a la exigencia de imponer obligaciones generales y uniformes a todos los operadores del sector.

1.4 El CESE está de acuerdo con la propuesta de la Comisión de tratar los derivados estándar a través de contrapartes centrales y de garantizar que éstas, que asumirán más riesgos, estén sometidas a normas prudenciales uniformes. Es una idea que ya se recogía en un dictamen anterior del CESE: «Los mercados OTC (extrabursátiles) deberían abrirse a los intercambios bilaterales, aunque efectuados exclusivamente con una contraparte central

que, supervisando el nivel de riesgo global, pueda limitar el acceso a las transacciones de las partes con una exposición excesiva. Los intercambios deberían producirse a través de una plataforma única o, en todo caso, en una serie definida de plataformas, con lo que aumentaría la transparencia de los mercados.»

1.5 El CESE valora muy positivamente la decisión de atribuir a las autoridades nacionales conjuntamente con la AEVM la responsabilidad de vigilar los mercados de derivados OTC (operaciones en mercados no regulados), definir los distintos tipos de derivados que deben tratarse de forma centralizada, conceder, revocar o modificar la autorización a las contrapartes centrales y desempeñar un papel similar en cuanto a los registros de operaciones.

1.6 El CESE considera indispensable reforzar la cooperación entre la AEVM y las autoridades nacionales, que ciertamente deberán aportar su experiencia y conocimiento de los mercados locales y facilitar el proceso de crecimiento gradual de la interoperabilidad de las contrapartes centrales, evaluando su grado de competencia, su organización interna y su capacidad para hacer frente a los riesgos. Se considera oportuna, por el momento, la decisión de limitar la interoperabilidad a los instrumentos financieros en efectivo.

1.7 La propuesta de Reglamento, de hecho, responde a las indicaciones del *Financial Stability Board* de ampliar los servicios de las contrapartes centrales a los derivados OTC normalizados: el G-20 estableció que, antes de finales de 2012, estos contratos deberían intercambiarse en mercados o plataformas electrónicas y compensarse recurriendo a contrapartes centrales. Por otra parte, los contratos de derivados OTC deberían figurar en los registros de operaciones (*trade repositories*).

1.8 En el ámbito internacional, un grupo de trabajo conjunto CSPL-OICV lanzó en febrero de 2010 una revisión exhaustiva de las normas para las infraestructuras de mercado: sistemas de pago, sistemas de liquidación de valores y contrapartes centrales. El objetivo es actualizar los principios y recomendaciones en vigor y reforzarlos teniendo en cuenta lo aprendido de la reciente crisis financiera. Un primer resultado destacable fue la publicación en mayo de 2010 del documento «*Considerations for trade repositories in OTC derivatives market*». Por lo que se refiere al papel de las contrapartes centrales, ya en marzo de 2004 el Comité Técnico dio a conocer unas útiles recomendaciones que, lamentablemente, no fueron atendidas.

1.9 La propuesta de la Comisión no hace referencia a una norma concreta sobre las permutas de cobertura por impago (*Credit Default Swaps*, CDS). El CESE aboga por que se regulen sin demora las permutas de cobertura por impago, que se verán sometidas a normas, junto con las ventas en descubierto (*short selling*), a partir del 1 de julio de 2012, mientras que los derivados lo estarán antes de finales de ese mismo año.

1.10 En octubre de 2009 la Comisión publicó una Comunicación sobre las futuras acciones que se acometerán para regular el mercado de los derivados. El objetivo es aumentar la transparencia, reducir los riesgos operativos mediante la normalización y desarrollar los mercados de contratos normalizados modificando oportunamente la Directiva sobre los mercados de instrumentos financieros.

1.11 El CESE está convencido de que las medidas propuestas aumentarán la transparencia de los mercados otorgando un papel cada vez más importante a los registros de operaciones, de forma que se reduzca el riesgo de contraparte con un incremento progresivo de las operaciones reguladas a través de las contrapartes centrales, que, a su vez, estarán sujetas a normas más estrictas de gobernanza, organización interna y requisitos de capital que harán disminuir el riesgo operativo gracias a la utilización de procedimientos electrónicos para validar las condiciones de los contratos de derivados OTC.

1.12 El CESE está de acuerdo tanto en la propuesta de las contrapartes centrales como en la limitación de las ventas en descubierto. Imponer transparencia en las transacciones, hacer que los operadores y contrapartes asuman responsabilidades y evitar los excesos especulativos son objetivos necesarios que la Comisión persigue con eficacia al preparar medidas capaces de solventar, al menos en parte, la falta de regulación que tanto ha contribuido a la crisis financiera.

1.13 No obstante, el CESE señala que existen riesgos que no pueden subestimarse, como los que puede plantear, por ejemplo, una excesiva insistencia en los beneficios que las contrapartes centrales pueden aportar a los mercados de permutas de cobertura por impago a corto plazo. La naturaleza competitiva de las distintas contrapartes centrales en la compensación y la fragmentación de todo el proceso es otro factor que ha de tenerse en cuenta, al igual que el riesgo de limitar la gama de instrumentos existentes e incrementar los costes de las transacciones ligadas a las actividades financieras.

1.13.1 Para prevenir eficazmente tales riesgos, sería necesario evaluar con atención, sobre todo, las siguientes cuestiones: interoperabilidad de las contrapartes centrales, confidencialidad de los datos, concentración de la recogida de datos y obligación de informar a la contraparte central e inclusión de los clientes en la gobernanza de las contrapartes centrales.

1.14 El CESE recomienda a las Instituciones europeas:

- adoptar sin demora el Reglamento sobre los mercados de derivados OTC, que permite transmitir confianza y tranquilidad a los mercados y proteger a los ahorradores;
- completar la nueva normativa en materia de derivados, tal como había anunciado la Comisión;
- acelerar la finalización de toda la arquitectura institucional y normativa para la reforma de la regulación de los mercados financieros.

2. La propuesta de la Comisión

2.1 En distintas ocasiones el G-20 ha reiterado su compromiso de acelerar la adopción de medidas atendidas para aumentar la transparencia y acabar con la escasa atención que la reglamentación ha prestado a los derivados OTC.

2.2 La propuesta de Reglamento menciona las numerosas medidas sugeridas en la Resolución del Parlamento Europeo de 15 de junio de 2010 («*Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados: actuaciones futuras*») y es coherente con la denominada ley Dodd-Frank, recientemente aprobada en Estados Unidos.

2.3 Respecto a la compensación, comunicación y mitigación de los riesgos de los derivados OTC, la compensación a través de contrapartes centrales sólo está prevista para los contratos de derivados OTC normalizados. Así pues, para garantizar que entren en el mecanismo de compensación obligatoria la mayor cantidad de derivados OTC, el Reglamento prevé dos enfoques para determinar cuáles han de ser compensados.

2.4 El primer enfoque, de abajo arriba, prevé que la autoridad competente faculte a la contraparte central a tomar decisiones relativas a la compensación de ciertos tipos de contratos. Una vez otorgada dicha facultad, la propia autoridad competente estará obligada a informar a la AEVM, que podrá decidir si se impondrá en la UE una obligación de compensación similar a todos los contratos análogos.

2.5 En cambio, el segundo enfoque, de arriba abajo, permite determinar los contratos no compensados por una contraparte central. De acuerdo con este planteamiento, está previsto que la AEVM, junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico, determine qué contratos deberían estar potencialmente sujetos a la obligación de compensación. Las contrapartes sujetas a la obligación de compensación deberán recurrir a una contraparte central.

2.6 El Reglamento no se aplicará en principio a las entidades (empresas) no financieras, a menos que su posición en derivados OTC alcance un cierto límite y se les considere sistemáticamente importantes.

2.7 El Reglamento establece un proceso que permite identificar a las instituciones no financieras con posiciones sistemáticamente importantes en derivados OTC y las somete a obligaciones específicas. El proceso se basa en la definición de dos límites: a) un límite informativo y b) un límite de compensación.

2.8 No obstante, el Reglamento contempla la utilización de medios electrónicos y la existencia de procedimientos para la gestión de riesgos. Finalmente, las contrapartes financieras y no financieras que estén por debajo del límite de compensación deberán comunicar a un registro de operaciones los detalles de todos los contratos de derivados y todas las modificaciones que se hayan producido.

3. Requisitos aplicables a las contrapartes centrales

3.1 Las contrapartes centrales deben asumir unos mayores riesgos, de forma que el Reglamento obliga a que, por motivos de seguridad, estén sujetas a una rigurosa actuación organizativa de la actividad y a unos requisitos prudenciales (normas de gobernanza interna, requisitos de capital más estrictos, etc.).

3.2 Una contraparte central debe contar con acuerdos de gobernanza sólidos que han de tener en cuenta todos los posibles conflictos de intereses entre los propietarios, la dirección, los miembros compensadores y los participantes indirectos. El papel de los miembros del comité independiente reviste particular importancia. En segundo lugar, para estar autorizadas a ejercer la actividad, se exige a las contrapartes centrales que tengan un capital mínimo. En virtud del Reglamento, se exigirá a la contraparte central que provea un fondo de garantía al que deberán contribuir sus miembros.

4. Autorización y supervisión de los registros de operaciones

4.1 El Reglamento prevé requisitos de información de las transacciones de derivados OTC con los que se pretende incrementar la transparencia de este mercado y que deben transmitirse a los registros de operaciones. Los registros de operaciones se registrarán en la AEVM, que ejercerá una acción de supervisión sobre ellos.

4.2 El Reglamento contiene igualmente indicaciones para estos registros, a fin de garantizar que cumplen una serie de normas concebidas para asegurar que la información que contienen es fiable y segura y que está protegida. En concreto, los registros de operaciones estarán sujetos a requisitos organizativos y operativos que garantizarán una salvaguardia adecuada.

5. Consideraciones del CESE

5.1 Las infraestructuras de los mercados mobiliarios han mostrado carencias significativas en la gestión del riesgo de contraparte y en la transparencia de las operaciones efectuadas en los mercados de derivados OTC, en particular el de permutas de cobertura por impago, señaladas como responsables de la «gran recesión».

5.2 Estos contratos «atípicos» han contribuido a reducir la percepción del riesgo y a extender la crisis, que ha golpeado duramente a las entidades que los emitieron y, en consecuencia, a los ahorradores finales. Por último, por lo que se refiere a los emisores, la especulación practicada por los bancos, que han vendido permutas de cobertura por impago «naked», es decir, sin subyacente, ha aumentado las tasas y, por tanto, la carga financiera que han pagado los emisores, lo cual ha provocado también su quiebra.

5.3 Por estos motivos las permutas de cobertura por impago han sido definidas como «paracaídas de plomo», pues representan un peligro potencialmente mortal para el sistema financiero mundial. La única solución concreta que se ha adoptado ha sido no permitir la quiebra de las entidades, recapitalizándolas con dinero público, de forma que han sido nacionalizadas. Esta intervención ha determinado, sencillamente, el aumento inevitable de la deuda pública, con lo que el problema y el riesgo han pasado de los bancos al país de pertenencia. La consecuencia es que la zona euro ha sufrido graves turbulencias en los mercados de valores y todos los países se han visto obligados a tomar estrictas medidas de austeridad que han contribuido a ralentizar la débil recuperación económica.

5.4 En Estados Unidos la *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC) ha constituido una entidad específica (*The Warehouse Trust Company LLC*) que está autorizada para operar como sistema de registro de los contratos de permutas de cobertura por impago. La Administración ha preparado una reforma legislativa para los intercambios de derivados OTC que prevé la obligación de utilizar las contrapartes centrales para los contratos normalizados y concentrar los intercambios en mercados regulados o plataformas organizadas.

5.5 En Europa, la Comisión Europea está elaborando una propuesta legislativa (*Legislación europea sobre las infraestructuras de los mercados*) con la que pretende aumentar la transparencia y la estabilidad del mercado de derivados OTC. Las acciones previstas son coherentes con la propuesta estadounidense porque se pretende (algo muy importante) evitar arbitrajes regulados.

5.6 El CESE también desea prevenir contra algunos riesgos en cuanto a las medidas propuestas para el mercado de derivados. De hecho, el desplome de los mercados financieros no se ha debido únicamente a los derivados, a la falta de contrapartes centrales ni a que no se hubieran prohibido las ventas en descubierto.

5.7 A partir de los años ochenta se extendieron en los mercados financieros instrumentos derivados cada vez más sofisticados que han aumentado su eficacia hasta aproximarla al ideal de unos mercados completos que se describe en la teoría económica. A consecuencia de ello aumentó también la complejidad de las actividades de regulación, supervisión y vigilancia, y todos los paquetes de reformas se orientaron a lograr un mayor control de los mercados con lo que, a menudo, se reducía su eficiencia.

5.8 Un mercado es más eficiente cuanto mejor refleja el precio (o el rendimiento) de un valor la información disponible. Por lo tanto, para que un mercado sea más eficaz debería favorecerse la circulación de la información, de forma que sea posible incorporarla lo más rápidamente posible al precio de los valores. Es importante saber hasta qué punto se perderá eficacia con ello.

5.9 Ante todo, las medidas orientadas a reducir la gama de instrumentos financieros disponibles, como la limitación de las permutas de cobertura por impago «naked» o la actividad de ventas en descubierto, podrían no aumentar la eficiencia de los mercados. De hecho, limitar los instrumentos disponibles reduce la capacidad de los mercados para absorber y difundir la información de que disponen los operadores.

5.10 Ciertamente puede discutirse la utilidad de las permutas de cobertura por impago «naked», qué información añadida transmiten respecto de otros instrumentos o en qué medida influyen en los costes de la financiación. Sin embargo, su prohibición no produciría grandes ganancias en cuanto a la eficiencia. Limitar la posibilidad de realizar ventas en descubierto reduce la liquidez del sistema y, en consecuencia, la capacidad de reacción inmediata ante la aparición de nueva información. Por otra parte, limitar las transacciones de valores OTC, obligando a los operadores a tratar todos los derivados en mercados regulados y recurriendo a las cámaras de compensación, puede tener un doble efecto.

5.11 Por un lado, se contribuiría a hacer el mercado más transparente (sería más fácil, por ejemplo, controlar los importes y los riesgos de los valores de los operadores) y permitiría limitar, al menos parcialmente, posibles fuentes de inestabilidad. No obstante, en situaciones de tensión financiera posiblemente no sea suficiente la transparencia. La propuesta de la Comisión otorga a los reguladores competencias claras en situaciones excepcionales para que limiten o prohíban «temporalmente» la prohibición de realizar ventas en descubierto de todo instrumento financiero en coordinación con la AEVM, que, en cualquier caso, tendrá la posibilidad de intervenir directamente siempre que se cumplan dos condiciones: que exista una amenaza para el buen funcionamiento de los mercados y su integridad, y que los reguladores nacionales no hayan tomado medidas o que éstas no hayan sido suficientes.

5.12 Por otro lado, sin embargo, el riesgo es, una vez más, limitar la gama de instrumentos disponibles y hacer que aumente el coste de las transacciones ligadas a las actividades financieras. El mercado de futuros está altamente normalizado y regulado (porque es importante que puedan observarse los precios de los valores contratados). Por su parte, el mercado de forwards (que conceptualmente es un instrumento similar a los futuros) está adaptado a la necesidad de las contrapartes y permite a los operadores estructurar los arbitrajes de forma flexible. Estos valores están poco normalizados y sería difícil trasladarlos a un contexto de mercado regulado tradicional sin limitar las opciones que tienen los inversores a su disposición.

5.13 Se considera que las contrapartes centrales son el instrumento, el «tratamiento» para gestionar el riesgo sistémico y la forma de hacer más eficientes y transparentes los mercados OTC. Las contrapartes centrales representan sin duda un factor importante para disminuir el riesgo y mejorar la eficiencia de los mercados y, en el mercado de los derivados que cotizan en bolsa, constituyen un elemento indispensable de la infraestructura. Así pues, es razonable pensar que las contrapartes centrales contribuirían también a la evolución de los mercados OTC. Sin

embargo, muchas entidades y políticos están insistiendo demasiado en los beneficios que las contrapartes centrales podrían ofrecer a los mercados de permutas de cobertura por impago a corto plazo.

5.14 Las contrapartes centrales, de hecho, no pueden considerarse la solución para el riesgo de contraparte y podrían no ser capaces de hacer el mercado más eficiente, visto su estado actual. En el marco actual, en el que en todas las regiones existen numerosas contrapartes centrales que difieren según se trate de permutas de cobertura por impago o de swaps de tipos de interés, se pone en peligro la posibilidad de utilizar las garantías colaterales de forma eficaz y de reducir la exposición a la contraparte. La contraparte central puede compensar la exposición sobre una base multilateral, pero sólo para la región, las contrapartes o los tipos de derivados idóneos que soporta. Esto significa que no es posible exigir una compensación entre las posiciones de permutas de cobertura por impago y las posiciones de swaps de tipos de interés.

5.15 La compensación bilateral de las exposiciones a más tipos de derivados OTC con una única contraparte ajena a la contraparte central puede conducir a un uso más eficiente de las garantías colaterales. Además, hay que tener presente que los derivados serán siempre instrumentos innovadores y a medida, y que habrá un elevado número de contratos que no sean idóneos para la compensación. Será necesario reconciliar estas posiciones teniendo en cuenta el riesgo de crédito a través de un proceso adecuado para la gestión de las garantías colaterales que aún no incluye a la contraparte central.

5.16 Las contrapartes centrales contribuirán a aumentar el valor y a repartir y aislar el riesgo ligado al operador único. El CESE está de acuerdo con esta posición. Su popularidad aumentará y acelerará la maduración y la transparencia del mercado, con la consiguiente y deseable expansión de la actividad OTC en el futuro.

5.17 Sin embargo, las contrapartes centrales no son sino uno de los elementos de una infraestructura sólida de gestión del riesgo. El riesgo de contraparte no se eliminará, y habrá que seguir considerando el riesgo bilateral para las posiciones externas a la contraparte central.

5.18 Finalmente, cabe añadir que son muchas las sociedades que no invierten en los sistemas de gestión del riesgo asociado a su cartera de derivados. Es probable que estas sociedades sigan teniendo expectativas de rescate, aun cuando su gestión del riesgo sea totalmente inadecuada.

Bruselas, 8 de diciembre de 2010.

El Presidente
del Comité Económico y Social Europeo
Staffan NILSSON