



Bruselas, 11.9.2017
COM(2017) 468 final

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y AL CONSEJO

sobre la necesidad de excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros

INFORME DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO Y

AL CONSEJO

sobre la necesidad de excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de instrumentos financieros

1. INTRODUCCIÓN

El presente informe al Parlamento Europeo y al Consejo (en lo sucesivo, «**el informe**») ofrece una evaluación de la necesidad de excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros («**MiFIR**»). Con arreglo al artículo 52, apartado 12, la Comisión Europea está obligada a presentar un informe al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la necesidad de excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado de las disposiciones sobre acceso no discriminatorio a las entidades de contrapartida central (en lo sucesivo, «**ECC**») y los centros de negociación de los artículos 35 y 36 del MiFIR durante un máximo de treinta meses a partir del 3 de enero de 2018.

El artículo 52, apartado 12, del MiFIR dispone que la Comisión Europea debe basar su informe en una evaluación del riesgo realizada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) en consulta con la Junta Europea de Riesgo Sistemático (JERS) y que deberá tener en cuenta los riesgos que suponen las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio en relación con los derivados negociables en un mercado regulado para la estabilidad y el funcionamiento ordenado de los mercados financieros en toda la Unión. En julio de 2015, la Comisión pidió a la AEVM, en colaboración con la JERS, que llevase a cabo dicha evaluación del riesgo. El 31 de marzo de 2016, la AEVM presentó su evaluación del riesgo¹ basada en un dictamen de la JERS publicado el 9 de febrero de 2016².

A la hora de llevar a cabo su evaluación del riesgo, la Comisión solicitó a la AEVM que: i) determinara posibles factores de riesgo y evaluara su probabilidad de ocurrencia, así como la magnitud de los efectos nocivos sobre los sistemas financieros; ii) evaluara la existencia de riesgos sistémicos sobre la base de factores de riesgo que pudieran considerarse específicos de

¹ AEVM, *Risk Assessment on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 MiFIR* (Evaluación de riesgos sobre la exclusión temporal de los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR), 4 de abril de 2016, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-461_etd_final_report.pdf

² ESRB response to ESMA on the temporary exclusion of exchange-traded derivatives from Articles 35 and 36 of MiFIR (Respuesta de la JERS a la AEVM sobre la exclusión temporal de los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR), 9 de febrero de 2016, https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/160210_ESRB_response.pdf?b34727f97ef6c1ef3a9fd58f3d67035e

los acuerdos de acceso con arreglo al MiFIR, e iii) incluyera un análisis cuantitativo y cualitativo detallado que respaldase sus alegaciones.

La Comisión toma nota de que, dada la ausencia de datos sobre el funcionamiento de los acuerdos de acceso para derivados negociables en un mercado regulado al amparo del MiFIR, la AEVM no pudo llevar a cabo una evaluación cuantitativa tal como había solicitado la Comisión.

2. ÁMBITO DEL INFORME

Al igual que en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (EMIR) respecto de los derivados extrabursátiles, el MiFIR establece una obligación de compensación para derivados negociables en mercados regulados³, así como un acceso transparente y no discriminatorio a las ECC y los centros de negociación para los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario y los derivados negociables en un mercado regulado.

El EMIR define los derivados extrabursátiles como contratos de derivados que no se celebran en un mercado regulado o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado⁴. En cambio, el MiFIR define los derivados negociables en un mercado regulado⁵ como «*un derivado que se negocia en mercados regulados, o en mercados de terceros países que se consideren equivalentes a mercados regulados*», por lo que no encajan en la definición de derivados extrabursátiles del EMIR.

Por lo tanto, mientras que las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio del MiFIR se aplican a los derivados negociados al menos en un mercado regulado, las disposiciones de acceso abierto del EMIR se aplican a los derivados negociados solo de forma extrabursátil, incluidos los derivados negociados en sistemas multilaterales de negociación o sistemas organizados de negociación, siempre que no se negocien de otra forma en un mercado regulado o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado.

De conformidad con el artículo 52, apartado 12, del MiFIR, el presente informe se ciñe a los derivados negociables en un mercado regulado y, por lo tanto, no hace referencia a los valores negociables, los instrumentos del mercado monetario y los derivados extrabursátiles.

3. DISPOSICIONES DE ACCESO NO DISCRIMINATORIO EN EL MiFIR

Las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio tienen por objeto reforzar la competencia entre los centros de negociación y las ECC y, en última instancia, reducir los costes para los inversores finales, evitando las prácticas discriminatorias que pueda haber, tanto a nivel de las ECC como de los centros de negociación.

El artículo 35 del MiFIR establece que una ECC concederá acceso a los centros de negociación de manera transparente y no discriminatoria con el fin de compensar operaciones

³ Artículo 29, apartado 1, del MiFIR.

⁴ Artículo 2, apartado 7, del EMIR.

⁵ Artículo 2, apartado 32, del MiFIR.

con independencia del centro de negociación en el que se ejecuten. En este contexto, el acceso abierto y no discriminatorio pretende garantizar que un centro de negociación tenga derecho a un trato no discriminatorio respecto a la forma en que se tratan los contratos negociados en su plataforma en términos de i) requisitos en materia de garantías y compensación de contratos económicamente equivalentes, y ii) garantías cruzadas con contratos correlacionados compensados por la misma ECC. Esto debería ofrecer a los centros de negociación la posibilidad de decidir qué ECC puede(n) compensar las operaciones ejecutadas en sus plataformas.

Paralelamente, el artículo 36 del MiFIR especifica que un centro de negociación deberá, previa solicitud, conceder acceso a sus datos de negociación a las ECC que deseen compensar operaciones en dicho centro de negociación de una forma transparente y no discriminatoria.

El MiFIR prevé, sin embargo, que, en determinadas circunstancias, el acceso abierto a las ECC y a los centros de negociación puede aumentar los riesgos y presentar posibles inconvenientes que podrían ser superiores a los beneficios perseguidos mediante los objetivos estratégicos de mayor competencia. En este contexto, los artículos 35 y 36 del MiFIR establecen las condiciones en las que podrá denegarse el acceso. Las autoridades competentes de la ECC y el centro de negociación pueden denegar una solicitud de acceso a una determinada ECC o centro de negociación si la concesión del acceso i) pone en peligro el funcionamiento armónico y ordenado del mercado, en particular debido a la fragmentación de liquidez, o tiene efectos negativos sobre el riesgo sistémico, o ii) requiere un acuerdo de interoperabilidad (para derivados negociables en un mercado regulado), salvo si el centro de negociación y las ECC implicados han dado su consentimiento a este acuerdo y si los riesgos derivados de este acuerdo están garantizados por un tercero⁶. Por otra parte, las ECC y los centros de negociación también podrán denegar el acceso cuando este cree riesgos significativos indebidos que no puedan gestionarse sobre la base del volumen previsible de las operaciones, el riesgo operativo y la complejidad, así como otros factores que también puedan crear riesgos significativos indebidos⁷.

Estas condiciones se detallan en las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación con respecto a los centros de negociación y las entidades de contrapartida central⁸, que también incluyen las condiciones en las que se concederá el acceso, los procedimientos de notificación y los demás requisitos⁹. En particular, las normas técnicas detallan los distintos tipos de riesgos, ya sea en función del volumen previsible de las operaciones, el riesgo operativo o la complejidad, así como de otros factores que creen riesgos significativos indebidos (por ejemplo, nuevos productos, amenazas a la viabilidad económica de la ECC o del centro de negociación, riesgos jurídicos o incompatibilidad entre las normas de negociación y compensación).

⁶ Artículo 35, apartado 1; artículo 35, apartado 4, y artículo 36, apartado 4, del MiFIR.

⁷ Artículo 35, apartado 6, letra a), y artículo 36, apartado 6, letra a), del MiFIR.

⁸ Reglamento Delegado de la Comisión, de 24 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación en los centros de negociación y las entidades de contrapartida central.

⁹ Véase el mandato a la AEVM para redactar normas técnicas de regulación previsto en los artículos 35, apartado 6, y 36, apartado 6.

Además, el MiFIR introduce disposiciones específicas para que se tengan debidamente en cuenta la complejidad de los derivados negociables en un mercado regulado y los consiguientes desafíos que puede entrañar el acceso abierto y no discriminatorio. En particular, los derivados negociables en un mercado regulado son complejos debido a sus largos plazos y a sus efectos de apalancamiento.

En el caso de los derivados negociables en un mercado regulado, el centro de negociación o la ECC responderán por escrito en un plazo de seis meses, en lugar de en los tres meses para otros instrumentos financieros, y facilitarán el acceso en un plazo de tres meses tras la respuesta positiva a la solicitud de acceso. Si una autoridad competente, el centro de negociación o la ECC deniegan el acceso, deberán motivar las razones de su decisión e informar de ello a las autoridades competentes pertinentes.

El MiFIR prevé asimismo un régimen transitorio para los centros de negociación que ofrecen la negociación de derivados negociables en un mercado regulado con un importe nocional anual negociado por debajo de los 1 000 000 millones EUR¹⁰, que pueden dejar de aplicar las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio durante un período de treinta meses (y hasta un total de sesenta meses en determinadas condiciones¹¹) a partir de la fecha de aplicación del MiFIR.

Por último, de conformidad con el artículo 52, apartado 12, del MiFIR y en función de las conclusiones del presente informe, la Comisión puede decidir excluir los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR durante un período máximo de treinta meses sobre la base de una evaluación del riesgo realizada por la AEVM con el asesoramiento de la JERS. El artículo 54, apartado 2, del MiFIR dispone, además, que, en el caso de que la Comisión decida no excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR, las ECC o los centros de negociación podrán solicitar permiso a su autoridad competente para acogerse a las disposiciones transitorias. La autoridad competente podrá evaluar los riesgos derivados de la aplicación del acceso abierto y no discriminatorio en lo que se refiere a los derivados negociables en un mercado regulado para el funcionamiento ordenado de la ECC o del centro de negociación en cuestión, y podrá decidir que la ECC o el centro de negociación queden exentos de las obligaciones de acceso durante un período transitorio hasta el 3 de julio de 2020.

4. ESTRUCTURA DE MERCADO DE LOS DERIVADOS NEGOCIABLES EN UN MERCADO REGULADO

Cabe señalar que la evaluación de riesgos de la AEVM se publicó en abril de 2016, en una fase muy incipiente o con anterioridad a la aplicación de los nuevos requisitos reglamentarios destinados a garantizar que i) la negociación de derivados líquidos y estandarizados se realice

¹⁰ Artículo 36, apartado 5, del MiFIR.

¹¹ De acuerdo con el artículo 36, apartado 5, del MiFIR, un centro de negociación que quede por debajo del umbral de 1 000 000 millones EUR del importe nocional anual negociado en derivados negociables en un mercado regulado durante los primeros treinta meses de período de exención puede beneficiarse de un período adicional de exención de treinta meses.

siempre que sea posible en centros de negociación y que ii) tanto los derivados extrabursátiles como los derivados negociables en un mercado regulado se compensen de forma centralizada con el fin de reducir el riesgo sistémico.

La AEVM, junto con la JERS, considera que la introducción de la obligación de negociación en un centro de negociación de conformidad con el artículo 28 del MiFIR para los derivados extrabursátiles que reúnan determinadas condiciones aumentará el número de derivados negociados en centros de negociación¹², incluso en mercados regulados. Así pues, los derivados introducidos en mercados regulados se considerarán derivados negociables en un mercado regulado y, por lo tanto, estarán sujetos a la obligación de compensación por parte de una ECC, de conformidad con el artículo 29 del MiFIR.

De acuerdo con las conclusiones de la AEVM, el mercado europeo de derivados es principalmente extrabursátil. A finales de junio de 2016, el volumen global de los mercados de derivados negociables en un mercado regulado era ligeramente superior al 10 % del mercado global de derivados, el cual sigue una tendencia a la baja desde 2008¹³. En términos de importe notional vivo, los derivados negociables en un mercado regulado se componen principalmente de derivados sobre tipos de interés, repartidos entre un 60 % de opciones y un 40 % de futuros.

La evaluación de riesgos de la AEVM también señala un descenso significativo y continuado del porcentaje de compensaciones diarias de saldos notionales vivos para derivados negociables en un mercado regulado en los últimos años, con un cambio progresivo a instrumentos de vencimiento más largo.

Por otra parte, la AEVM califica el mercado europeo de derivados negociables en un mercado regulado como altamente concentrado, tanto a nivel de negociación como de compensación, junto con una infraestructura de mercado integrada verticalmente en la que las estructuras de negociación y compensación dominantes forman parte de los mismos grupos integrados. En 2014, la ECC más grande en cuanto a número de operaciones compensadas de derivados negociables en un mercado regulado poseía una cuota de mercado del 58 %, mientras que las tres entidades más grandes juntas representaban el 90 % del mercado. Una serie de operadores menores se reparten la cuota de mercado restante.

A la hora de evaluar la estructura de mercado en función del tipo de activo, la AEVM concluye que el mercado está aún más concentrado, con un mercado que posee más del 70 % de los derivados sobre renta variable negociables en un mercado regulado, en términos de valor negociado, y otra con aproximadamente el 80 % de los derivados sobre renta fija negociables en un mercado regulado, también en términos de valor negociado.

¹² La obligación de negociación prevista en el artículo 28 del MiFIR se considera cumplida si la operación se cierra en un mercado regulado, pero también en sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de negociación.

¹³ Véase la encuesta trienal a bancos centrales del Banco de Pagos Internacionales: posiciones de derivados extrabursátiles a finales de junio de 2016, cuadro 1(Departamento Económico y Monetario, 11 de diciembre de 2016, http://www.bis.org/publ/otc_hy1612/triensurvstatannex.pdf)

El caso de los derivados sobre materias primas negociables en un mercado regulado es ligeramente diferente —a excepción de los derivados energéticos—, puesto que el mercado de materias primas se caracteriza por un alto grado de especialización y una baja superposición entre los centros de negociación y las ECC.

Al mismo tiempo, en el mercado extrabursátil, la actual aplicación de la obligación de compensación derivada del EMIR ya ha propiciado, y seguirá propiciando, que una buena parte de los contratos de derivados negociados fuera de un mercado regulado pasen a compensarse de forma centralizada. A raíz de las normas técnicas de regulación de la AEVM previstas en el EMIR, la Comisión Europea ya ha adoptado actos delegados para la compensación central de las permutas financieras de tipo de interés (denominadas en EUR, GBP, PLN, SEK, JPY y USD) y las permutas de cobertura por impago vinculadas a un índice, denominadas en EUR¹⁴, dando lugar a la compensación de alrededor del 70 % del mercado de derivados extrabursátiles de estas categorías¹⁵. También debe tenerse en cuenta que, aunque la oferta de compensación está muy concentrada, hay seis ECC diferentes que ofrecen servicios de compensación para las permutas de tipos de interés.

La Comisión toma nota de que: i) los derivados sobre tipos de interés representan la parte principal del mercado de los derivados negociables en un mercado regulado; ii) la obligación de negociación derivada del MiFIR puede incluir en la definición de los derivados negociables en un mercado regulado una parte de los derivados sobre tipos de interés; iii) la obligación de compensación del EMIR ya es aplicable a la permuta financiera de tipo de interés, y iv) a pesar de la concentración del mercado, el mercado de derivados sobre tipos de interés se divide entre seis ECC distintas. Por consiguiente, la Comisión está de acuerdo con las conclusiones de la AEVM, es decir, que los derivados sobre tipos de interés son el tipo de activo más relevante a la hora de evaluar las consecuencias de la aplicación de las disposiciones en materia de acceso abierto y no discriminatorio a los derivados negociables en un mercado regulado.

5. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE LAS DISPOSICIONES DE ACCESO ABIERTO Y NO DISCRIMINATORIO PARA LOS DERIVADOS NEGOCIABLES EN UN MERCADO REGULADO

Aunque las disposiciones de acceso abierto previstas en el MiFIR todavía no se aplican, la AEVM informa de que algunos centros de negociación y ECC del EEE ya han desarrollado e implementado con éxito acuerdos de acceso tanto para derivados negociables en un mercado

¹⁴ Reglamento Delegado (UE) n.º 2015/2205 de la Comisión, de 6 de agosto de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación; Reglamento Delegado (UE) n.º 2016/592 de la Comisión, de 1 de marzo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación; Reglamento Delegado (UE) n.º 2016/1178 de la Comisión, de 10 de junio de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación.

¹⁵ La aplicación progresiva se inició el 21 de junio de 2016; véase la *Evaluación del riesgo sobre la exclusión temporal de los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR* redactada por la AEVM, 4 de abril de 2016, figura 11, p. 10.

regulado como para derivados extrabursátiles¹⁶. La AEVM considera que los acuerdos de acceso aplicados por las infraestructuras de mercado en virtud de las disposiciones del EMIR¹⁷ no han planteado ningún riesgo sistémico significativo hasta el momento. Y esto a pesar del hecho de que los derivados extrabursátiles por lo general están menos normalizados y son más complejos que los derivados negociables en un mercado regulado.

No obstante, en consonancia con la evaluación de la AEVM, la Comisión Europea es de la opinión de que los actuales acuerdos de acceso para los derivados negociables en un mercado regulado en principio aún pueden generar riesgos que pueden suponer una amenaza para el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados o tener efectos adversos sobre el riesgo sistémico.

Con esta perspectiva, y teniendo en cuenta la evaluación del riesgo macroprudencial de la JERS, la AEVM señala una serie de riesgos potenciales que podrían derivarse de la aplicación de las disposiciones relativas al acceso abierto y no discriminatorio a los derivados negociables en un mercado regulado al amparo del MiFIR.

5.1 Riesgo de un acceso abierto y no discriminatorio a nivel de ECC

El acceso abierto y no discriminatorio a las ECC garantiza que los centros de negociación puedan compensar sus operaciones en la ECC que elijan. Esto es especialmente pertinente en el contexto de la aplicación prevista de la obligación de negociación, que incluirá muchos de los derivados extrabursátiles en el ámbito de aplicación de las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio del MiFIR y podría ir acompañada de la entrada de nuevos centros de negociación sin acceso a ECC integradas verticalmente. Como se indica en la evaluación de riesgo de la AEVM, los costes de negociación y compensación están estrechamente interrelacionados. Los operadores de mercado valoran el coste de negociación en un centro de negociación junto con los costes de compensación asociados. Un centro de negociación no puede ser competitivo si no puede dar acceso a costes de compensación atractivos. Sin estas disposiciones, los centros de negociación nuevos y no integrados verticalmente no podrían entrar en el mercado y, por tanto, no podrían contribuir a lograr un mercado más competitivo y menos concentrado.

Riesgo de concentración

Teniendo en cuenta estos objetivos, la Comisión comparte la opinión de la AEVM de que uno de los principales riesgos asociados con las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio para los derivados negociables en un mercado regulado es un nuevo riesgo de concentración («único punto crítico»). En esta situación hipotética de riesgo, la posibilidad de que los centros de negociación elijan sus ECC podría dar lugar a una situación en la que la ECC más atractiva para una determinada clase de activos o de derivados negociables en un mercado regulado se convierta en el único lugar para la compensación central. Esta situación

¹⁶ Véase la *Evaluación del riesgo sobre la exclusión temporal de los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR* redactada por la AEVM, 4 de abril de 2016, cuadro 2, p. 16.

¹⁷ Artículos 7 y 8 del EMIR.

también podría darse si, a fin de maximizar la eficiencia de compensación y reducir los requisitos en materia de garantías, los operadores de mercado optaran por una única ECC (la de mayor tamaño).

Sin embargo, teniendo en cuenta la competencia y la estructura de mercado y su dinámica, se trata de una situación poco probable. En particular, la AEVM informa de que una concentración semejante de la compensación en una sola ECC se vería desincentivada por el riesgo de que la ECC suba las tarifas de compensación a todos sus miembros compensadores hasta tal punto de que ya no resulte atractiva para las contrapartes. Por otra parte, si el grado de concentración es alto, el sistema financiero estaría expuesto a un único punto crítico, con posibles consecuencias sistémicas y la imposibilidad de que los operadores de mercado pudieran trasladar sus posiciones de forma eficaz a otra ECC en caso de inviabilidad.

Asimismo, la Comisión coincide con las conclusiones de la JERS y la AEVM de que el mercado de compensación ya está muy concentrado en la UE, dado que algunas clases de derivados negociables en un mercado regulado o de activos se compensan, exclusiva o predominantemente, en una única ECC. Incluso cabe esperar que, con independencia de la aplicación de las disposiciones relativas al acceso abierto y no discriminatorio, la concentración pudiera reforzarse en el futuro como consecuencia del «*crecimiento comercial "natural" de la actividad de una ECC cuando sus servicios satisfagan las preferencias de los operadores de mercado*»¹⁸.

Por el contrario, podría argumentarse que la actual concentración puede explicarse por las actuales barreras de entrada que se pretende reducir con las normas de acceso abierto y no discriminatorio. En efecto, si las ECC pueden solicitar el acceso al centro de negociación en virtud de las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio del MiFIR, se reducirán las barreras de entrada para nuevas ECC.

La Comisión observa que los Reglamentos EMIR y MiFIR establecen salvaguardias para hacer frente a este riesgo de concentración. En primer lugar, las ECC están reguladas por las autoridades competentes pertinentes en virtud del EMIR, que establece normas organizativas de desarrollo de la actividad, requisitos prudenciales y macroprudenciales para las ECC. En segundo lugar, el MiFIR faculta a las autoridades competentes a denegar el acceso a la ECC si ello pone en peligro el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados, tiene efectos adversos sobre el riesgo sistémico o requiere un acuerdo de interoperabilidad.

Riesgo operativo

Otra importante serie de riesgos es la de los riesgos indebidos que la ECC no puede gestionar sobre la base del volumen previsible de operaciones del centro de negociación, el riesgo operativo y la complejidad, así como otros factores que originan riesgos significativos

¹⁸ Respuesta de la JERS a la AEVM relativa a la exclusión temporal de los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR, 9 de febrero de 2016; p. 4.

indebidos¹⁹. La AEVM considera que estos riesgos podrían incrementar el riesgo sistémico al afectar a miembros compensadores de otras ECC.

A este respecto, paralelamente a los requisitos del título IV del EMIR en materia de organización, desarrollo de la actividad y requisitos prudenciales, el MiFIR permite que las ECC denieguen el acceso si, tras hacer todo lo posible para gestionar sus riesgos, llegan a la conclusión de que existen riesgos significativos indebidos que no se pueden gestionar²⁰.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, la Comisión estima que la aplicación de las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio a las ECC para los derivados negociables en un mercado regulado al amparo del MiFIR puede tener una incidencia global positiva en el mercado. Y cuando los riesgos potenciales derivados de tales disposiciones no puedan ignorarse, la Comisión considera que los Reglamentos MiFIR y EMIR ya establecen garantías sólidas para mitigar los riesgos operativos indebidos para las ECC o el aumento del riesgo sistémico.

5.2 Riesgo derivado de un acceso abierto y no discriminatorio a nivel de centro de negociación

Un acceso abierto y no discriminatorio a los centros de negociación permite que las ECC compensen operaciones concluidas en los centros de negociación de su elección. Más allá de la promoción de un entorno más competitivo, esta disposición tiene por objeto dar a los miembros de un centro de negociación la posibilidad de elegir la ECC en la que deseen compensar sus operaciones, incluso cuando la ECC y el centro de negociación estén integrados verticalmente en el mismo grupo.

Esto puede ser especialmente beneficioso para los operadores de mercado que deseen maximizar la eficiencia de compensación y reducir los requisitos en materia de garantías en sus posiciones en distintos centros de negociación.

Además, desde una perspectiva de estabilidad financiera, la Comisión comparte la opinión de la AEVM y la JERS de que un contexto de múltiples ECC contribuye a reducir el riesgo sistémico, potenciando su sustituibilidad en caso de inviabilidad. Si una ECC conectada a un centro de negociación se encuentra en dificultades, las otras ECC conectadas a ese centro de negociación podrían seguir compensando sus operaciones.

Riesgos relacionados con acuerdos de interoperabilidad

El artículo 2 del EMIR define los acuerdos de interoperabilidad como acuerdos entre dos o más ECC que implican la ejecución de operaciones entre sistemas. Estos acuerdos tienen por objeto garantizar que dos o más ECC puedan asumir exposiciones entre sí como consecuencia

¹⁹ Artículo 35, apartado 6, letra a), del MiFIR.

²⁰ Sección 1, artículos 1 al 4, del Reglamento Delegado de 24 de junio de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación en los centros de negociación y las entidades de contrapartida central.

del proceso en virtud del cual se compensan las operaciones de sus participantes por medio de las ECC vinculadas.

En caso de ausencia de un acuerdo de interoperabilidad, los miembros con posiciones en distintas ECC se verían expuestos a ineficiencias de compensación, mayores necesidades de garantías y fragmentación de liquidez. Todo ello reduciría el interés del operador del mercado en un contexto de múltiples ECC. Desde una perspectiva de riesgo sistémico, los informes de la AEVM subrayan que esta situación potenciaría además la prociclicidad de forma negativa.

Si bien la mayoría de los riesgos descritos anteriormente desaparecerían si las distintas ECC conectadas a un centro de negociación hicieran uso de acuerdos de interoperabilidad, la Comisión toma nota de la gran preocupación manifestada por la JERS sobre el riesgo relacionado con la posible multiplicación de estos acuerdos de interoperabilidad con la aplicación de un acceso abierto y no discriminatorio a los derivados negociables en un mercado regulado. De hecho, los acuerdos de interoperabilidad con arreglo al EMIR solo son aplicables a los valores negociables y a los instrumentos del mercado monetario. La AEVM y la JERS advierten, además, que su utilización en el contexto de los derivados negociables en un mercado regulado podría introducir un importante grado de complejidad y riesgo inherente a las características de los derivados y podría tener consecuencias negativas sobre la gestión general de riesgos operativos a nivel de ECC.

La Comisión Europea, no obstante, considera que el MiFIR introduce salvaguardias para garantizar que estos riesgos se mitiguen adecuadamente. En primer lugar, de conformidad con el artículo 36, apartado 4, letra a), las autoridades competentes denegarán el acceso a la ECC si tal acceso requiere un acuerdo de interoperabilidad. Así pues, solo puede establecerse un acuerdo de interoperabilidad entre las distintas ECC de la negociación y el centro de negociación si estos han dado su consentimiento para ello. En segundo lugar, en el caso de que el acuerdo de interoperabilidad comprometa el funcionamiento armónico y ordenado del mercado, las autoridades competentes también podrán negar el acceso al centro de negociación.

Riesgo operativo

El MiFIR también contempla los riesgos operativos derivados de la complejidad del volumen previsible de las operaciones, así como otros factores que dan lugar a riesgos significativos indebidos.

En tal caso, con arreglo al artículo 36, apartado 6, del MiFIR y de conformidad con las disposiciones detalladas en las normas técnicas sobre el acceso a la compensación con respecto a los centros de negociación y las entidades de contrapartida central²¹, el centro de negociación podrá denegar el acceso.

²¹ Sección 2, artículos 5 al 8, del Reglamento Delegado de 24 de junio de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación en los centros de negociación y las entidades de contrapartida central.

6. CONCLUSIONES

La Comisión observa que las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio del EMIR ya se aplican a los derivados extrabursátiles, los valores negociables y los instrumentos del mercado monetario sin exenciones temporales. Tras la evaluación de la AEVM, parece que estos acuerdos de acceso no han causado ningún riesgo sistémico significativo. Cabe señalar, a este respecto, que los derivados extrabursátiles por lo general están menos normalizados y son más complejos que los derivados negociables en un mercado regulado. En consecuencia, cabe esperar que la aplicación de las disposiciones de acceso abierto y no discriminatorio del MiFIR a los derivados negociables en un mercado regulado no plantee más complicaciones que en el caso de los derivados extrabursátiles.

La aplicación de un acceso abierto y no discriminatorio a los derivados negociables en un mercado regulado al amparo del MiFIR, sin embargo, puede hacer aumentar los riesgos que podrían poner en peligro el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados o tener efectos adversos sobre el riesgo sistémico. Más concretamente, el presente informe describe una serie de riesgos potenciales y, en particular, riesgos relacionados con i) la concentración de la actividad de negociación y compensación en grupos integrados verticalmente, y ii) la posible multiplicación de acuerdos de interoperabilidad que podrían hacer aumentar sustancialmente el nivel de complejidad en la gestión general del riesgo de las ECC interoperables.

Una vez examinados estos riesgos, la Comisión considera que el actual marco normativo de los Reglamentos MiFIR y EMIR responde de manera adecuada a los riesgos potenciales detectados. Además de su regulación por parte de las autoridades competentes apropiadas, el EMIR establece normas organizativas de desarrollo de la actividad, requisitos prudenciales y normas macroprudenciales para las ECC. Paralelamente, el MiFIR ofrece la posibilidad de que las ECC, los centros de negociación y las autoridades competentes denieguen el acceso a la infraestructura en cuestión, tal como se especifica en las normas técnicas de regulación sobre el acceso a la compensación con respecto a los centros de negociación y las entidades de contrapartida central, en caso de que pueda suponer un riesgo para la ECC, el centro de negociación o el mercado.

Sobre esta base, la Comisión concluye que no es necesario excluir temporalmente los derivados negociables en un mercado regulado del ámbito de aplicación de los artículos 35 y 36 del MiFIR.