

El autor hace un repaso de las medidas y propuestas tendentes a mejorar la transparencia de los mercados OTC de forma coordinada en todo el mundo.

# LA OPORTUNIDAD DE UNA NUEVA REGULACIÓN PARA LOS MERCADOS

Por **EDMUND LAKIN**  
Asociado de Cicero Consulting<sup>(1)</sup>.  
TRADUCCIÓN:  
Victoria G. Quintana (BME)



La crisis financiera ha situado a los derivados OTC (over the counter) en primera línea de atención de los reguladores. La quiebra de Lehman Brothers, el casi colapso de Bear Stearns y el rescate de AIG pusieron de manifiesto el significativo papel que juegan los productos OTC. Desde entonces, reguladores de ambos lados del Atlántico han comenzado a analizar como los mercados de derivados, o lo que ellos mismos han denominado “armas de destrucción masiva”, pueden ser más seguros. Los derivados han existido desde hace siglos, empezando por los más básicos contratos para la transferencia de riesgo, pero la innovación del sector ha sido muy rápida y encontrar una solución para desarrollar una regulación efectiva no ha sido fácil.

El factor esencial que ha impulsado estas acciones ha sido la necesidad de ofrecer mayor transparencia a esta aparentemente poco regulada área del mercado. Hasta el momento el impulso se ha centrado en trasladar muchas de las operaciones con derivados a las Bolsas y a otras plataformas, estandarizar los derivados OTC, introducir la liquidación en CCP (cámaras de contrapartida

central), e incrementar la comunicación de operaciones hacia *trade repositories* (registros de operaciones OTC).

## POLÍTICAS PÚBLICAS EN 2009

El año 2009 ha sido significativo por el elevado número de propuestas y el compromiso de la acción llevada a cabo por la clase política y los reguladores en su intento de evitar que se repitan problemas como los de los años pasados. Si bien es cierto que han existido dudas sobre la coordinación de la acción gubernamental para prevenir el colapso del sistema, también se ha producido una mayor coordinación en la respuesta de los reguladores para evitar que situaciones como estas se repitan. Una de las áreas en las que hemos podido observar una relativa coherencia en las políticas hasta la fecha ha sido en los derivados OTC. Esta coherencia ha venido impulsada por la reforma política derivada de los comunicados del G20 en las reuniones de Londres y Pittsburgh. En abril de 2009 el comunicado de la cumbre del G20 incluía un compromiso a “promover la estandarización y la capacidad de recuperación de los mercados de de-

**NOTA:** (1) Traducción del artículo “Respuestas a la crisis financiera: panorama 2010” publicado en la revista Focus de la WFE correspondiente al n° 203 de enero de 2010.

rivados de crédito, en particular a través del establecimiento de cámaras de contrapartida central que estén sujetas a una regulación y supervisión eficaz”.

El comunicado de Londres hacía referencia explícita a los mercados de derivados de crédito ya que, como consecuencia de lo ocurrido con Lehman Brothers y otras entidades financieras, los reguladores observaron una serie de problemas como son la concentración del mercado y la dificultad de mitigar el riesgo. De hecho, la acción política había comenzado en el 2008, con las autoridades ejerciendo influencia sobre la industria para que se liquidara en cámaras de contrapartida central.

Recientemente, la cumbre de Pittsburgh hizo la siguiente declaración: “todos los contratos de derivados OTC deberían negociarse en las Bolsas o en plataformas de contratación electrónica que sean apropiadas y deberían liquidarse a través de cámaras de contrapartida central a finales de 2012 como muy tarde. Los contratos de derivados OTC deberán comunicarse a *trade repositories*. Los contratos que se liquiden de forma no centralizada deberán estar sujetos a mayores requisitos de capital”.

Esta declaración implica grandes compromisos de parte de los líderes del G20, compromisos que tienen el objetivo de ofrecer más seguridad, transparencia y una mejora en la comunicación de operaciones.

## POLÍTICAS EN ESTADOS UNIDOS

El primer signo de reforma en los Estados Unidos al respecto de los derivados OTC vino del Secretario del Tesoro Timothy Geithner, que escribió una carta al Congreso en mayo de 2009 esbozando las propuestas específicas para una amplia reforma. En la carta, el Secretario del Tesoro esbozó los pasos que vislumbraba como necesarios para regular de forma efectiva los mercados de derivados OTC. Para ello se centró en cuatro grandes objetivos dirigidos a:

- Evitar que las actividades de los mercados de derivados OTC supusieran un riesgo para el sistema financiero.
- Promover la eficiencia y la transparencia.
- Evitar la manipulación de mercado, el fraude y otros abusos de mercado.
- Asegurar que los derivados OTC no se comercialicen de forma inapropiada y se dirijan a los agentes adecuados.

La Administración norteamericana siguió pronto en esta línea anunciando acciones para revisar los cambios propuestos en agosto por el Tesoro en la regulación del sistema financiero americano. La propuesta articulaba un plan ambicioso para supervisar el mercado de derivados y llevar muchos productos hacia los mercados regulados o plataformas electrónicas. El proyecto de Obama no difería mucho en este sentido de aquel que había

esbozado la Secretaría del Tesoro.

La propuesta de la Administración además de pretender precios y mercados más transparentes, requería que los contratos de derivados estandarizados fueran canalizados a través de cámaras de liquidación. También sugería revisar el tema de la fragmentación del sistema de regulación federal (SEC, CFTC y reguladores bancarios) y diseñar un marco de regulación coordinado y coherente. De forma específica y respecto a la fragmentación se decía que el tamaño o volumen del mercado de derivados OTC requiere un marco armonizado para productos existentes y productos de nueva creación.

Las nuevas ideas han sido trasladadas a un proyecto de ley de la Cámara de Representantes: el denominado Wall Street Reform and Consumer Protection Act, que incluye el Derivatives Act. Este proyecto de ley se ha basado en las propuestas legislativas introducidas por el Departamento del Tesoro una vez aprobadas por el Comité de Agricultura y el Comité de Servicios Financieros el pasado año, y en términos generales se ajusta bastante a las propuestas del Tesoro.

Esta ley supondrá por vez primera que todos los derivados OTC se ajusten a una regulación federal de amplio espectro comprendida en el nuevo régimen SEC-CFTC (Securities Exchange Commission-Commodity Futures Trading Commission). La CFTC tendrá competencia sobre swaps, operadores de swaps y grandes participantes en el mercado, exceptuando los de renta variable sobre los que tendrá competencia la SEC.

También bajo el amparo de esta ley los operadores de swaps y los grandes participantes que los gestionen tendrán que ajustarse a un requisito de compensación

**La cumbre de Pittsburgh** hizo la siguiente declaración: “todos los contratos de derivados OTC deberían negociarse en las Bolsas o en plataformas de contratación electrónica que sean apropiadas y deberían liquidarse a través de cámaras de contrapartida central a finales de 2012 como muy tarde. Los contratos de derivados OTC deberán comunicarse a *trade repositories*.”

centralizada. Los swaps que se compensen tendrán también que negociarse en mercados regulados o plataformas alternativas de negociación.

Por otra parte, los swaps no compensados tendrán que comunicarse, teniendo los grandes participantes y los operadores que cumplir unos mayores requisitos de capital y de garantía. La legislación, sin embargo, tal y como está planteada en este momento, propone mantener exento de este requisito de compensación al cliente final.

Hay también requisitos de mantenimiento de registros y comunicación. En concreto, los operadores de swaps y

los grandes participantes que gestionan swaps deberán mantener registros diarios de negociación, registro de las comunicaciones y dejar un rastro completo de cada operación.

## LA UNIÓN EUROPEA

La Unión Europea ha ido un poco más lenta que los Estados Unidos en el desarrollo de un marco amplio de regulación para los derivados OTC, pero está siguiendo el ejemplo como consecuencia de la necesidad de un consenso internacional y sus propuestas son similares a las que se han presentado en Estados Unidos.

La Comisión Europea hizo en su momento un llamamiento para un cambio de paradigma desde la tradicional visión de que los derivados son instrumentos financieros para uso profesional hasta una aproximación que da prioridad a la seguridad global del sistema financiero. La Comisión trata de establecer una política amplia que cubra por completo el mercado de derivados con el objetivo de evitar, en la medida de lo posible, que la estructura de las transacciones permita beneficiarse de algún tipo de arbitraje regulatorio.

Una de las áreas sobre la que ha recaído mayor atención de la Comisión ha sido la de la transparencia. Con el objetivo de que todas las transacciones se comuniquen y se gestionen adecuadamente se propone que los participantes en el mercado registren las operaciones en *repositories* a los que los reguladores puedan tener acceso. También en lo que se refiere a la transparencia, pero en relación a los precios y las posiciones, se está buscando exigir que la negociación de los derivados estandarizados pase por las Bolsas u otras plataformas de negociación. Además se está trabajando en el riesgo de contrapartida con el objetivo de saber si los agentes que usan derivados están expuestos a muy diferentes contrapartes y se está proponiendo el requisito de CCPs (Cámaras de Contrapartida Central) para derivados OTC que estén suficientemente estandarizados. La Comisión, sin embargo, no cree que todos los derivados puedan ser objeto de compensación centralizada y para aquellas operaciones con derivados que no pasen por las cámaras de contrapartida central se exigirían requisitos de garantía más estrictos.

## DERIVADOS EN 2010: DIFERENTES APROXIMACIONES

En el año 2010 queda un largo camino por recorrer. Se espera que la propuesta legislativa de la Comisión Europea vea la luz a mediados de año. Sin embargo, y como algo importante para la futura dirección de las políticas, se ha nombrado un nuevo Comisario de Mercado Interior, el político francés Michel Barnier. Como Comisario tendrá la potestad de poner en movimiento sus convicciones. Las propuestas de la Comisión afirman que pretenden asegurar la consistencia global. Barnier habló,

en su intervención en el Parlamento en la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios, de la importancia de leyes consistentes a nivel internacional, así como de su compromiso de regular los mercados de derivados y su deseo de establecer límites a las posiciones de materias primas agrarias.

En los Estados Unidos se ha presentado el Proyecto de Ley de la Cámara de Representantes, pero todavía tiene que pasar por el Senado. Los textos de ambos lados del Atlántico comparten objetivos, pero en un análisis detallado revelan diferencias que serán objeto de debate a lo largo de 2010. Estas diferencias se pueden resumir en tres áreas fundamentales: liquidación y compensación, requisitos de capital y límites a la propiedad.

## LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN

En lo que se refiere a la liquidación centralizada, la Unión Europea está intentado llevar todos los contratos estandarizados a las Cámaras de Contrapartida Central. Al contrario que en Estados Unidos, no se pretende diferenciar entre los derivados estandarizados y aquellos susceptibles de elección por las CCPs. Esta diferencia sí se establece en la propuesta estadounidense a través del requisito de que solo los contratos adecuados se compensarán de forma centralizada en Cámaras, siempre que ambas partes sean operadores y/o grandes participantes que gestionan swaps y tras la oportuna autorización de la SEC y CFTC.

Además, en lo que se refiere a la estandarización, existen diferencias crecientes entre los puntos de vista de las autoridades públicas. Por ejemplo, en Estados Unidos se considera que una negociación solo puede denominarse estandarizada si se liquida de forma centralizada, mientras que un reciente estudio del Tesoro británico y la FSA señala que la susceptibilidad de liquidación centralizada no debería basarse exclusivamente en que un producto sea estandarizado. El estudio rechaza el concepto de que las negociaciones estandarizadas deban ejecutarse en plataformas de negociación y no se muestra a favor de propuestas que obliguen a la liquidación centralizada, puesto que en el caso de liquidar de esta manera todos los derivados estandarizados se podría llegar a un escenario donde a una CCP se le exigiese liquidar un producto cuyo riesgo no pudiera gestionar adecuadamente. Este ejemplo subraya que hay claras diferencias de perspectiva en las propuestas estadounidense y europea. Por otra parte, un estudio reciente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York ha cuestionado si las cámaras de compensación pudieran suponer un riesgo sistémico, considerando los estándares de regulación de CCPs insuficientes y recomendando a los reguladores que aseguren que el diseño de la gestión del riesgo para CCPs y los recursos financieros sean lo suficientemente sólidos para permitir a las CCPs afrontar escenarios de pérdida extremos que pudieran darse.

La Comisión Europea ha hecho especial hincapié en la necesidad de estandarización pero no ha definido el concepto todavía. El informe del Reino Unido intenta promover la creación de un grupo de trabajo internacional formado por reguladores y participantes de la industria con el fin de llegar a un acuerdo sobre qué productos son susceptibles de una liquidación centralizada.

## REQUISITOS DE CAPITAL

Los textos legales de ambas jurisdicciones proponen mayores requisitos de capital y mayores garantías para los contratos que no se liquiden de forma centralizada. La legislación americana que se ha aprobado recientemente proponía exenciones para empresas no financieras, para ciertos productos bancarios y para posiciones que se mantengan para cubrir garantías o gestionar riesgos. La Comisión, por otra parte, está actualmente proponiendo aumentar los requisitos de capital de forma general y las garantías para las empresas no financieras que usen derivados por encima de un cierto umbral. En esta línea, y con la colaboración de representantes de instituciones bancarias que preparan instrumentos derivados complejos, un consorcio de empresas no financieras se ha dirigido a la Comisión Europea en busca de una exención para el usuario final que les permita usar derivados OTC para gestionar el riesgo. Este consorcio ha argumentado que las consecuencias de la propuesta hecha por la Comisión podrían amenazar la recuperación económica de las empresas al restarles liquidez al imponer garantías obligatorias, reducir la cobertura de riesgo, y por tanto aumentar el riesgo de negocio, y elevar los costes para aquellos que gestionen el riesgo con prudencia. Lo que pretenden es una legislación final que preserve su capacidad para gestionar la exposición al riesgo financiero y de mercado asegurándose de que van a continuar teniendo acceso a unos precios razonables y a unos derivados OTC a gusto del cliente. Parece probable que se produzca un cambio de dirección en este sentido, a pesar de que José Manuel Durao Barroso, Presidente de la Comisión, ha señalado que quiere aprobar la legislación de derivados en la Unión Europea evitando una exención para las empresas que gestionen riesgos. Esta preocupación es similar a la que surgió al aprobarse la legislación norteamericana sobre la que se presentó una enmienda que impusiera requisitos de garantía en el usuario final, pero que les permitiera utilizar garantías no monetarias. Sin embargo, la enmienda fue rechazada a la luz de la preocupación de la industria.

## LÍMITES A LA PROPIEDAD

En la Ley de Derivados de Estados Unidos (US Derivatives Act) se establece un límite de propiedad en las Cámaras de Compensación del 20%. Este límite se impone como parte de una serie de normas que pretenden minimizar los conflictos de interés en la toma de decisiones.

Este tema no aparece en las propuestas de la Comisión Europea hasta la fecha y no se sabe si optará por esta línea o si intentará fortalecer los procedimientos de gobierno corporativo. La preocupación en Estados Unidos es que en el caso de CCPs que puedan tener conflictos de interés potenciales, estos interfieran en la decisión sobre la susceptibilidad de elección de una transacción de derivados para su liquidación centralizada.

Resulta interesante que estas divergencias saquen a la luz una cuarta diferencia: una diferencia de enfoque. Aunque las propuestas de Estados Unidos están más avanzadas que las de la Comisión Europea, también son más prescriptivas en su ámbito de actuación mientras que las comunicaciones de la Comisión se centran en principios inspiradores y en servir como guía. Esto suscita la cuestión de si las normas de Estados Unidos pudieran ser más estrictas que aquellas que están siendo elaboradas en la actualidad por la Comisión, pero en un momento en que el diseño de políticas pretende inspirarse en reglas que tengan consistencia global, la posibilidad de que se pudiera recurrir a algún tipo de arbitraje regulatorio parece improbable.

**La Comisión Europea hizo en su momento un llamamiento para un cambio de paradigma desde la tradicional visión de que los derivados son instrumentos financieros para uso profesional hasta una aproximación que da prioridad a la seguridad global del sistema financiero. La Comisión trata de establecer una política amplia con el objetivo de evitar que la estructura de las transacciones permita beneficiarse de algún tipo de arbitraje regulatorio.**

## ¿QUÉ ESTÁ POR VENIR? MERCADOS MÁS SEGUROS Y TRANSPARENTES

El año 2010 no será únicamente el año del cambio para los mercados de derivados OTC. La atención de los reguladores se ha centrado en los servicios financieros y los agentes encargados de diseñar las políticas han expresado su intención de estudiar cada aspecto de la industria. El Comisario Michel Barnier señaló en una vista en el Parlamento Europeo que “no quedará ningún área de los mercados financieros sin regular”. Si realmente pretende llegar tan lejos como Gary Gensler, Presidente de la CFTC, que ha mostrado el camino para una reforma real de los mercados de derivados en los Estados Unidos, podrían producirse más cambios en la forma en la que operan los mercados.

Otra de los temas que está bajo el escrutinio de los reguladores tanto en Europa como en Estados Unidos son los dark pools. Si bien es cierto que ya han formado parte del debate durante años, la preocupación actual es que

están creando un mercado en dos niveles con la posibilidad de que los usuarios lo exploten en detrimento de un mercado más amplio y transparente. Estados Unidos se ha adelantado en esta dirección y la SEC ha llevado a cabo recientemente una consulta para recoger opiniones que permitan regular esta situación.

La consulta de la SEC propone tres enmiendas a la legislación actual. En primer lugar, las propuestas pretenden que los intereses transmitidos de forma privada a los participantes en los mercados puedan ser considerados como “compras” u “ofertas de compra”. En segundo lugar, la SEC propone que se rebajen considerablemente los umbrales requeridos para la comunicación de operaciones, reduciéndolos desde el 5% hasta el 0,25%. En último lugar, la SEC propone que las negociaciones se comuniquen identificando el dark pool inmediatamente después de la ejecución, ya que actualmente solo se publican los datos de negociación, pero no se identifica el dark pool.

En esta misma línea, la Comisión Europea también está estudiando los dark pools, que se analizarán de forma más concreta a partir de la revisión que está realizando de la MiFID. Para la Comisión existen dos inquietudes

Las propuestas esbozadas, aunque diferentes en su nivel de análisis y grado de reforma, nos llevan de nuevo a la idea central que ha impulsado la reforma de la regulación: la transparencia. Lo que parece claro es que tanto los reguladores de Estados Unidos como de Europa buscarán arrojar alguna luz sobre todos los aspectos del mercado con el objetivo de equilibrar las reglas del juego mejorando los requisitos de transparencia.

### CONCLUSIÓN: LA OPORTUNIDAD


Hay una serie de principios fundamentales que orientarán el nuevo esquema de regulación en el año 2010: la seguridad, la transparencia y la comunicación.

Para norteamericanos y europeos existe una preocupación fundada al respecto de que, a menos que se llegue a algún tipo de coordinación internacional en aspectos en los que existen intereses divergentes, en el caso concreto de la obligación de liquidación centralizada existe un riesgo cierto de que el modelo no sea del todo eficaz si no se aplica también en otras jurisdicciones.

El mapa del G-20 se dibujará a través del diálogo entre Estados Unidos y Europa y si el régimen que se establece es suficientemente firme se utilizará como modelo por otros mercados que estén actualmente revisando sus sistemas de regulación.

Sin embargo, aunque la regulación no avance, sigue existiendo una oportunidad para el mercado. Para las Bolsas la actual orientación de las normas tiene el potencial de mejorar la calidad del mercado. Los principios de mejor transparencia y comunicación son acordes con un modelo que pueda ofrecer visibilidad de precios y ejecución a distintas partes. Lo más importante es que cualquier medida que se adopte tenga en cuenta las prácticas del mercado.

Una de las cosas que el cambio en la regulación subraya es la importancia de la innovación y la tecnología en la creación de estas soluciones inspiradas en el mercado. Aunque los reguladores observan una necesidad de intervención en los mercados en los que el cambio tecnológico ha sido tan rápido, la misma evolución tecnológica puede dar respuesta a estas preocupaciones. De hecho, cuando se produce un impulso a la transparencia y a un control más detallado de la negociación, las plataformas que sean capaces de ofrecer ambos aspectos tanto a los que operan en el mercado como a aquellos que los regulan, demuestran lo que la tecnología puede ayudar en este ámbito.

El entorno de regulación para negociación OTC y otras áreas del mercado tiene todavía un largo camino por recorrer. La implicación internacional de todas las partes debería resolver los peligros potenciales del arbitraje regulatorio. Una toma de conciencia generalizada respecto de que habrá mercados más transparentes y equitativos supondrá un mercado más seguro en los años venideros. 

## Una de las cosas que el cambio en la regulación

subraya es la importancia de la innovación y la tecnología. Cuando se produce un impulso a la transparencia y a un control más detallado de la negociación, las plataformas que sean capaces de ofrecer ambos aspectos tanto a los que operan en el mercado como a aquellos que los regulan, demuestran lo que la tecnología puede ayudar en este ámbito.

fundamentales: primero, si un mayor volumen de negociación en dark pools ha estado afectando a la eficiencia global de los mercados en la formación de precios y en la liquidez en mercados transparentes; y en segundo lugar, el motivo por el que esta forma bilateral de case de operaciones permanece oculta por defecto con el amparo de la regulación y si no se debería permitir a las autoridades competentes la aplicación de algunas exenciones nacionales tal como sucede en el caso de los mercados regulados y los MTFs. De hecho, la Comisión Europea llevará a cabo una revisión de la MiFID en el año 2010. En el debate actual dentro de la Comisión, como lo ha esbozado Emil Paulis, parece que no se busca un cambio radical y por tanto no debería esperarse una “MiFID II” con cambios sustanciales. La Comisión tiene como objetivo fortalecer la calidad de la comunicación de operaciones, así como incluir algunos requisitos detallados en el formato y contenido de las comunicaciones con la implementación de mejores medidas de cumplimiento.