

EL DEBATE SOBRE LAS FÓRMULAS PARA CONSEGUIR MÁS TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS NO REGULADOS U OTC SIGUE MUY VIVO HOY

LEHMAN BROTHERS: UN ANTES Y UN DESPUÉS

La situación al borde de la quiebra de Bear Stearns y la caída de Lehman Brothers, en 2008, ha provocado los mayores cambios en los mercados financieros desde la crisis de 1929, afectando a todos los participantes del sistema financiero. A pesar de las divergencias sobre cómo llevar a cabo algunas de las reformas más delicadas y complejas, políticos, reguladores, mercados e instituciones financieras convergen en torno a una misma idea: la necesidad de potenciar la transparencia y de contar con sistemas gestión de riesgos como medio de si no evitar, al menos reducir el impacto de una posible nueva crisis financiera. El tiempo y los acontecimientos vividos por los mercados OTC en los últimos dos años han acabado dando la razón a los mercados regulados, que en medio de la crisis han seguido proporcionado transparencia, liquidez y seguridad a un sistema financiero muy agitado.



OSCAR MOYA
BME

El 15 de septiembre de 2008 el banco de inversión estadounidense Lehman Brothers dejaba atrás 158 años de historia para anunciar su quiebra. La noticia se producía justo el mismo día en el que Bank of America compraba otro de los grandes bancos de inversión estadounidenses, Merrill Lynch. Lehman Brothers no era sin embargo el único problema que sufría el sistema financiero

estadounidense. Varios meses antes el banco Bear Stearns había sido adquirido por JP Morgan por 150,56 millones de euros con ayuda de la Reserva Federal, para evitar su quiebra. La operación fue respaldada por el entonces Secretario del Tesoro, Henry Paulson, y supuso la primera vez en la historia que la Reserva Federal prestaba su propio dinero para salvar a un banco de EEUU. Estos episodios comenzaban a revelar la inmensa magnitud de la crisis financiera, que se arrastraba desde agosto de 2007 cuando

estalló la llamada crisis subprime. La quiebra de Lehman Brothers provocó numerosos problemas para los inversores y quebraderos de cabeza a varias entidades de liquidación del sector a la hora de deshacer las posiciones pendientes, entre ellas la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) estadounidense y la entidad de compensación europea LCH.Clearnet. Pero no fueron las únicas: recientemente un informe de 2.200 páginas elaborado a instancias de un tribunal de justicia estadounidense revelaba de-

talles sobre los problemas y las dificultades que atravesó el mercado de futuros Chicago Mercantile Exchange (CME) para resolver las posiciones de Lehman Brothers, que entonces era miembro compensador del mercado, tras su quiebra.

Entidades pertenecientes a otros sectores clave quedaron también afectadas por su vinculación al mercado OTC (*Over The Counter*), entre ellas la aseguradora estadounidense AIG, una de las mayores del mundo, que tuvo que recibir una inyección de 180.000 millones de dólares del gobierno para evitar su hundimiento.

Durante todos estos episodios, los mercados de derivados regulados permanecieron plenamente operativos y líquidos en medio de las turbulencias, permitiendo a los inversores gestionar su riesgo en un entorno de seguridad y transparencia.

Además de un enorme conjunto de entidades y sectores afectados, la quiebra de Lehman Brothers generó un intenso debate entre reguladores y políticos de todo el mundo respecto a los riesgos del mercado OTC y la necesidad de reducirlos al mínimo a través de un dispositivo central que asumiera el riesgo de contrapartida, es decir, que respondiera si una de las partes de una operación no asumiera sus compromisos. Dicho dispositivo distribuiría entonces el riesgo de contrapartida entre sus miembros y respondería de producirse un incumplimiento contractual de alguna de las partes.

EL MERCADO DE DERIVADOS OTC

El mercado de derivados OTC representa un tamaño mucho mayor que el que el de los derivados negociados en mercados regulados. Pese a las dificultades que entraña su valoración, su valor podría ascender, según los expertos, a aproximadamente a unos 600 billones de dólares. Uno de los aspectos que más ha llamado la atención de este mercado es su espectacular crecimiento a lo largo de la última década. Entre 1998 y 2008 el mercado OTC duplicó su tamaño cada dos años, según Newsweek. Pese a que tradicionalmente ha sido un mercado no regulado y sin cámaras de contrapartida central que respondieran ante el incumplimiento de las condiciones contractuales de una de las partes, el mercado OTC ha atraído a lo largo de su existencia a grandes corporaciones financieras y corporaciones industriales, que recurren a él de manera regular para cubrir el riesgo de sus operaciones.

Más allá de los graves problemas ocasionados a grandes entidades financieras, la mayor pre-

EL PAPEL QUE DESEMPEÑAN LAS CÁMARAS DE COMPENSACIÓN

Las cámaras de compensación son instituciones financieras que tradicionalmente han sido parte esencial en la operativa bursátil con renta variable, opciones y futuros. Estas entidades garantizan que las transacciones son completadas, actuando como comprador para cada una de las partes vendedoras y viceversa.

Las reformas al sistema financiero planteadas por las autoridades internacionales pretenden que se traslade a estas cámaras una mayor proporción de los productos derivados que se negocian fuera de los mercados regulados para evitar las nefastas consecuencias que tiene incumplimiento contractual de una de las partes en los mercados OTC. En la actualidad las principales entidades de compensación del mundo por áreas geográficas son las que mencionamos a continuación.

ESTADOS UNIDOS

CHICAGO

- **CME Group:** Gestiona la compensación de la mayoría de contratos de futuros cotizados en Bolsa de EEUU.
- **The Clearing Corporation:** Realiza la compensación de Chicago Climate Exchange.
- **The Options Clearing Corporation:** Compensa todas las opciones cotizadas en EEUU.

NUEVA YORK

- **The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC):** Es la única entidad que realiza la compensación de todos los valores cotizados en mercados al contado estadounidense.
- **ICE Clear US:** Propiedad de Intercontinental Exchange, compensa operaciones con materias primas, divisas e índices de renta variable.
- **ICE Trust US:** Compensa Credit Default Swaps (CDS).

ocupación de las autoridades internacionales ha sido el potencial destructivo que los problemas del mercado OTC pueden tener en el sistema financiero global, algo que ha quedado ya patente con la práctica bancarota en la que incurrieron Bear Stearns y AIG. Dentro de este mercado, los llamados Credit Default Swaps o CDS, que son unos instrumentos de cobertura contra el riesgo de impago, han destacado por encima de otros productos cotizados en el mercado OTC.

En los últimos meses los CDS no han dejado de ser objeto de las críticas de las autoridades internacionales por su papel central en la crisis financiera global y por haber multiplicado el impacto de la crisis griega.

Los CDSs han sido instrumentos tradicionalmente utilizados por entidades bancarias, pero a medida que comenzaron a madurar, en 2003, ganaron mayor popularidad entre inversores que

querían cubrirse ante posibles pérdidas en sus carteras. Hoy día los CDS representan un volumen de 25 billones de dólares, según International Swaps and Derivatives Association.

MÁS TRANSPARENCIA, MÁS REGULACIÓN: EL DEBATE INTERNACIONAL

Los problemas surgidos por el elevado riesgo y baja transparencia del mercado OTC provocaron que reguladores y diversas autoridades del sector financiero exigieran una mayor transparencia y regulación de este mercado, como el G20, el Financial Stability Forum y la UE.

Los reguladores y las autoridades políticas estadounidenses y europeos han expresado una y otra vez la necesidad de que los productos que se negocian en estos mercados reciban una mayor atención, incluso exigiendo que se trasladen a

EUROPA

REINO UNIDO

- **LCH.Clearnet:** Realiza la compensación de las operaciones de la Bolsa de Londres, Euronext y London Metal Exchange.
- **EMCF:** Es propiedad de NASDAQ OMX y Fortis Bank y realiza actividades de compensación para Chi-X, BATS Europe y Quote MTF.
- **EURO CPP:** Propiedad de la DTCC, compensa para las plataformas alternativas Turquesa, NYSE Arca Europe, Smart Pool y Pipeline.
- **ICE Clear Europe:** Compensa futuros de energía, swaps y Credit Default Swaps.

ALEMANIA

- **Eurex Clearing:** propiedad de la Bolsa alemana, compensa títulos de renta variable y derivados alemanes.

SUIZA

- **X-Clear:** Propiedad de SIX Group, compensa valores suizos y algunos valores del Reino Unido.

ITALIA

- **CC&G:** Compensa para la Bolsa italiana.

ESPAÑA

- **IBERCLEAR:** Filial de BME. Es el depositario central de valores español y realiza actividades de compensación y liquidación para el mercado español.

organizados. Tas instar a los líderes de este grupo durante la cumbre de Pittsburgh para que presionaran a favor de una mayor transparencia y uniformidad normativa para los mercados regulados y no regulados, el presidente de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), William J. Brodsky, aplaudió la iniciativa del G20. Según William Brodsky “los inversores necesitan poder confiar en la fiabilidad de la información que reflejan los precios a los que se ejecutan las operaciones. La elevada opacidad de ciertas transacciones en numerosos países impide el proceso de formación de precios y puede llevar a resultados no deseados, como un aumento de la volatilidad”.

POSTULADOS QUE SE MANEJAN EN ESTADOS UNIDOS Y EN EUROPA

En EEUU, como en Europa, tras la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, los legisladores y los políticos pidieron en un primer momento al sector a poner en marcha una cámara de compensación centralizada para más tarde tomar cartas en el asunto, sugiriendo su imposición por ley, además de proponer otras reformas para el mercado. Paralelamente el sector se dividió entre quienes apostaban por centralizar en un único dispositivo toda la compensación de las operaciones OTC llevadas a cabo en EEUU y Europa y quienes creían (como la propia UE) que Europa debía contar con su propia contrapartida central.

En EEUU Tim Geithner, Secretario del Tesoro, ha pedido en numerosas ocasiones que la compensación de las operaciones OTC se traslade a las Bolsas y ha anunciado profundas reformas, en el contexto de la reforma financiera de la Administración Obama. Concretamente, en mayo de 2009, Geithner adelantó un conjunto de propuestas encaminadas a hacer un mayor uso de los derivados cotizados en Bolsa. Otros organismos estadounidenses, entre ellos la SEC y la FED, han mostrado también su posición a favor de que los productos derivados OTC sean compensados en cámaras de compensación centralizadas. De hecho en la actualidad EEUU debate un proyecto de ley que pretende someter a una compensación centralizada una gran parte de los contratos OTC. Sin embargo, demócratas y republicanos no se ponen de acuerdo respecto a qué reformas adoptar.

En Europa, Bruselas pidió en un primer momento un esfuerzo de colaboración al sector, pero ante la falta de respuesta, optó por imponer la creación de una cámara de compensación central a través de legislación, si bien más tarde suavizó su

los mercados regulados y se compensen a través de dispositivos de compensación centralizados y controlados. Apostando por estos dispositivos la European Energy Exchange publicó un estudio hace escasos meses rebatiendo a quienes creen que es más barato operar en el mercado bilateral OTC que a través de una cámara centralizada. El estudio argumenta que dicho supuesto no tiene en cuenta el coste del riesgo de crédito y que por tanto, el coste medio resulta más favorecedor a través de la compensación centralizada. El informe afirma que, sólo en determinadas situaciones específicas resulta más caro el uso de una contrapartida central.

Otra importante institución a escala internacional, el G-20, incluyó a los derivados OTC en una lista de debilidades observadas en el mercado que pudieron contribuir al desencadenamiento de la crisis financiera. El G-20 les atribuyó, al menos,

dos características negativas: la primera, propiciar un riesgo sistémico ante la posibilidad de que una de las partes de la operación incumpla con sus obligaciones contractuales y la segunda, la falta de transparencia. Para hacer frente a estas debilidades, el G-20 propuso el establecimiento de mercados regulados o plataformas organizadas y transparentes donde se negociaran derivados OTC, así como garantías similares a las que existen para los mercados regulados de derivados. Es decir, propuso que se generalizaran para estos productos las cámaras de contrapartida que han aparecido en los últimos años, a medida que se han ido estandarizando las condiciones contractuales de ciertos derivados OTC, tales como derivados de crédito y swaps de tipo de interés. Asimismo, el G-20 propuso aumentar los requisitos de capital para las entidades financieras que negocien derivados OTC fuera de los mercados

postura. De hecho la Comisión Europea propuso en octubre de 2009 una serie de regulaciones que pretenden obligar a entidades bancarias y no bancarias a negociar y compensar las operaciones OTC estandarizadas en mercados organizados. A la Comisión Europea se sumó el Banco Central Europeo, que respaldó también la creación de una cámara de compensación para el mercado OTC de CDS.

UN PRIMER PASO A TRAVÉS DEL REGISTRO DE INFORMACIÓN

Recientemente y englobando a través de una misma voz a reguladores de los dos lados del Atlántico, la OTC Derivatives Regulators' Forum, que incluye a la SEC, la Reserva Federal, diversos reguladores bancarios y la FSA británica, proponía nuevas reglas para el mercado. Las propuestas de los organismos reguladores pretenden que se ofrezca un mayor volumen de información sobre las operaciones OTC, como por ejemplo la identidad de las partes, un requerimiento al que BME ha dado respuesta con el anuncio, en noviembre pasado, de la creación de un registro de operaciones OTC con el que pretende dotar de mayor transparencia a este mercado.

Aunque Europa y EEUU difieren en sus enfoques regulatorios, están de acuerdo en la necesidad de sacar a estos contratos de su formato bilateral y someterlos a una contratación y compensación centralizada. Mientras EEUU ha adoptado un enfoque más prescriptivo, ya que su sistema legislativo da más juego a la introducción, incluso a última hora, de nuevas provisiones en la legislación, Bruselas ha preferido un enfoque más general, menos específico y más consultivo. Otros países como Japón, India y Corea del Sur, están adoptando sus propias reformas.

Las reformas en marcha a uno y otro lado del Atlántico podrían suponer cambios tan radicales que el sector de derivados europeo, representado por la Futures and Options Association, ha creado un grupo de presión para defender sus intereses, llamado FOA European Industry Council, en el que participan los principales mercados europeos y cámaras de compensación, entre otros. En EEUU el sector cuenta también con un órgano similar, el OTC Derivatives Regulators' Forum.

LAS BOLSAS RESPONDEN A LAS LLAMADAS POR UNA MAYOR TRANSPARENCIA

Las reformas propuestas han generado iniciativas diversas. Ante la avalancha de propuestas



normativas, la banca europea anunció el pasado año su intención de crear un sistema de compensación de CDSs bajo los auspicios del BCE y las Bolsas de valores han intensificado sus esfuerzos por dotar al mercado OTC de mayores garantías a través de sus propios dispositivos de compensación y liquidación, aprovechando su reputación de seguridad, transparencia, y formación de precios.

En marzo de 2009 CME Group consiguió la aprobación del regulador para llevar a cabo la compensación de CDS en EEUU. La entidad se convirtió así en la segunda en EEUU en ofrecer compensación de swaps, después de que con anterioridad la plataforma Intercontinental Exchange anunciara su propio dispositivo.

En Europa, Eurex e ICE fueron las primeras entidades en comenzar a compensar derivados OTC y hace varias semanas la rama francesa de LCH. Clearnet anunciaba la creación de una cámara de compensación de CDS, compitiendo directamente con ICE Clear Europe, en Londres, que actualmente domina la compensación del CDS. En Asia, la Bolsa de Singapur ha propuesto recientemente cambios a la normativa de compensación y liquidación que afecta a su mercado con el objetivo de poder liquidar contratos de derivados OTC, principalmente *Interest Rate Swaps* y *Forwards* sobre divisas internacionales denominados en dólares.

A través de sus diversas iniciativas en el ámbito del OTC, las Bolsas se han consolidado como

pilares de estabilidad en el cambio de regulación de los derivados de crédito. Así lo han reconocido políticos y reguladores de uno y otro lado del Atlántico.

En EEUU las autoridades americanas, lideradas por Tim Geithner, Secretario del Tesoro, quieren que los derivados OTC se negocien en mercados organizados para crear un mercado más transparente. Geithner ha expresado en repetidas ocasiones su deseo de que un mayor volumen de derivados OTC se traspase a los mercados regulados. Del mismo modo, Gary Gensler, presidente del regulador de futuros estadounidense, la CFTC, ha dejado clara su posición a favor que los contratos OTC estandarizados se negocien en los mercados oficiales para aumentar la transparencia. De hecho, el pasado año Gensler instó al Senado estadounidense a "moverse con urgencia para someter a regulación al mercado OTC" y "exigiendo el traslado a cámaras de compensación centralizada y a los mercados regulados a todos los derivados susceptibles de ser negociados en mercados oficiales". Bob Greifled, consejero delegado de Nasdaq OMX, expresaba en mayo de 2009 "su satisfacción por el hecho de que la Administración estadounidense reconociera las ventajas de la compensación centralizada y la eficiencia de los mercados electrónicos". En Europa, la Comisión Europea y el BCE también han defendido la negociación y compensación de derivados OTC en los mercados regulados.

La situación actual en los mercados OTC plantea una oportunidad a los mercados regulados, que a partir de ahora y con el respaldo de los reguladores, podrán participar de un sector en el que se abren numerosas oportunidades de negocio. La situación beneficiará especialmente a los mercados que operan cámaras de compensación y liquidación, ya que están en disposición de decidir las condiciones en las que ofrecen estos servicios y pueden tener control sobre todo el proceso.

ALGUNAS CONSECUENCIAS PREVIAS DEL PASO DE NEGOCIACIÓN OTC A LAS BOLSAS

Las entidades menos favorecidas pueden ser los grandes intermediarios del mercado, por varias razones. En primer lugar, perderán su posición de dominio del mercado (según Reuters, JP Morgan, Bank of America, Citigroup y Goldman Sachs controlan el 90% de los derivados OTC), que

mercados oficiales. Según Tabb Group un 25% del mercado de derivados de tipos de interés, que representan el 70% del mercado OTC mundial, se está trasladando ya a cámaras de compensación centralizadas, porcentaje que podría aumentar al 65%.

Asimismo, los reguladores son favorables a la posibilidad de requerir menos garantías para contratos derivados que se compensan en cámaras centrales, ya que éstas presentan menos riesgos que la compensación bilateral.

LOS REGISTROS OTC


En este sentido la existencia de uno o más Registros para las operaciones del mercado OTC ha cobrado una gran relevancia, por cuanto contribuirá a poder tener constancia de detalles vitales sobre estas operaciones. Actualmente hay principalmente dos registros OTC a escala mundial. El primero de ellos se creó en EEUU. La entidad de liquidación estadounidense DTCC anunció en 2006 su propio registro de operaciones OTC,

mercados de derivados negociados OTC y esto sólo puede lograrse si todas las transacciones son comunicadas a un Registro que, a su vez, ponga la información a disposición de las autoridades supervisoras. En este escenario, resulta muy importante que los Registros estén gestionados de forma independiente, profesional y eficiente, de manera que cumplan su función central sin limitaciones derivadas de los conflictos de interés de aquellos que continúan prefiriendo mantener opacos los mercados.

El anuncio de BME responde así a los esfuerzos de la UE por mejorar la transparencia del mercado OTC, para lo cual publicó una Comunicación en octubre de 2009, destinada a fomentar un mayor control, seguridad y transparencia en la negociación de estos productos.

El nuevo servicio estará operativo en el ámbito español y su diseño y desarrollo está realizado con vocación internacional y con capacidad para ser compartido con otros mercados o implantado en otros países. En el Registro podrán inscribirse una gran variedad de instrumentos financieros derivados negociados OTC, con activos subyacentes de renta fija, renta variable, divisas, materias primas u otros.

BME, a través de su filial Iberclear, cuenta para la puesta en marcha de este servicio con el aval de su experiencia en la gestión de registros. Ya en noviembre de 2004, Iberclear fue designado por el Gobierno como gestor del Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero, según lo establecido en la ley 5/2004, de 27 de agosto, por la que se regula el comercio de estos derechos, de acuerdo con el Protocolo de Kioto de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el cambio climático. La designación de Iberclear se produjo fruto de su contrastada experiencia y fiabilidad en la gestión del Registro, la Compensación y la Liquidación de los Valores admitidos a negociación en los mercados nacionales de Renta Variable (Bolsas y Latibex) y de Renta Fija (Deuda Pública y Privada), y supuso confiar a la filial de BME la responsabilidad de gestionar los derechos de emisión de gases de efecto invernadero en lo relativo a su expedición, titularidad, transferencia y cancelación, tal y como se establece en el Protocolo de Kioto.

Con la iniciativa del nuevo registro de operaciones OTC BME se sitúa, una vez más, como compañía innovadora y a la vanguardia de su sector, participando además, en una industria, el mercado OTC, que se presenta repleta de oportunidades. 

La Comisión Europea afirma que la adecuada gestión del riesgo requiere que las autoridades supervisoras tengan una visión completa de los mercados de derivados negociados OTC y esto sólo puede lograrse si todas las transacciones son comunicadas a un Registro que, a su vez, ponga la información a disposición de las autoridades supervisoras.

pasará de ser bilateral a multilateral. Un informe de Morgan Stanley y la consultora Oliver Wayman concluye que los ingresos del sector bancario podrían caer un 40% ante la posibilidad de regulación del sector. Según la consultora Tabb Group, la tarta de ingresos del sector de derivados OTC que tendrán que repartirse las principales 20 entidades asciende a 40.000 millones de dólares anuales, excluyendo derivados de crédito. Además estos intermediarios van a pasar a estar sujetos a una estricta regulación, prácticas de conducta y requisitos mucho más conservadores de capital. En definitiva, tendrán que afrontar regulación, más competencia y menos ingresos. En sentido positivo las horquillas de precios que ofrecerán las Bolsas serán mucho más estrechas que las existentes, debido a la mayor transparencia y a ser centros de liquidez. Según Financial Times en la actualidad, ya se está produciendo un cambio de tendencia y un importante volumen de derivados OTC sobre compañías que tradicionalmente se negociaba en formato bilateral ya se están contratando en

conocido en el sector como Trade Repository y que la entidad ha comercializado con el nombre de The Warehouse. La DTCC quiere que su Warehouse se convierta en el único registro para contratos de derivados OTC en EEUU, si bien su alcance es ya global. El dispositivo consta de un registro de cada contrato de derivados OTC y una plataforma electrónica que proporciona una amplia gama de funciones de post-contratación para CDSs y entidades internacionales. A finales de enero, el dispositivo de la DTCC incluía datos de 2,3 millones de contratos que representaban un valor nominal de 25,5 billones de dólares. En Europa, en noviembre de 2009, Bolsas y Mercados Españoles (BME) se convirtió en el primer mercado europeo en anunciar la creación de un registro para operaciones OTC cuya puesta en marcha está prevista para el segundo trimestre de 2010 y al que podrán incorporarse otros países. La Comisión Europea afirma que la adecuada gestión del riesgo requiere que las autoridades supervisoras tengan una visión completa de los