



LOS TRADE REPOSITORIES Y LAS CCPs EN EL MERCADO DE DERIVADOS OTC, NUEVOS ACTORES

Jesús Benito
Consejero Delegado de IBERCLEAR

1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera de 2007 y 2008 puso de relieve que las estructuras financieras de regulación y supervisión en vigor hasta entonces eran manifiestamente mejorables.

Un tipo de mercado, el de derivados *over the counter* (OTC) sobre unos activos denominados *Credit Default Swaps* cuyo volumen había crecido de manera exponencial desde finales de los noventa, fue el desencadenante de una profunda crisis financiera que, si bien en un primer momento afectó únicamente a sus intervinientes, pronto se extendió con enormes rapidez y virulencia a otros sectores a través de numerosos canales de contagio que una enmarañada red de interdependencias había abierto. La desconfianza y el pánico generalizados que se apoderaron enseguida de los distintos mercados, participantes y economías alrededor del globo contribuyeron a expandir las ya de por sí graves consecuencias del estallido de la burbuja.

Los supervisores y reguladores de todo el mundo constataron con cierta incredulidad su profundo desconocimiento del grado de apalancamiento y exposición al riesgo alcanzados por unas entidades financieras supuestamente supervisadas. De la misma forma, tampoco alcanzaban a desentrañar las estrechas interrelaciones entre ellas, mientras comprobaban cómo esta compleja red impedía prever el alcance de una onda expansiva que se propagaba como el fuego entre entidades, mercados y economías.

A raíz de ello, las autoridades supervisoras y los reguladores, a instancias de los representantes políticos reunidos en el G-20, comenzaron a trabajar en el diseño e implantación de una nueva estructura de supervisión y control de los riesgos inherentes a los mercados de derivados, con especial atención en los no listados o contratados en plataformas organizadas de negociación, es decir, los derivados OTC.

Reunido el G-20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, acordó la adopción de una serie de medidas de aplicación global encaminadas a la reforma de la infraestructura de los mercados de derivados OTC, estableciendo dos objetivos prioritarios: la imposición de obligaciones de transparencia en éstos y la mejora de los mecanismos de gestión de riesgos.

Consecuencia de los acuerdos alcanzados, dos piezas normativas fundamentales han sido elaboradas y promulgadas a ambos lados del Atlántico: en Estados Unidos la Ley Dodd-Frank; en Europa, el Reglamento de Infraestructuras de Mercado, EMIR.

Paralelamente a estas nuevas regulaciones que las economías más importantes del mundo han adoptado, grupos internacionales, tanto públicos como privados, acometen estudios y plantean recomendaciones que tratan de implantar en unos casos, o mejorar en otros, las infraestructuras de los distintos mercados financieros.

En este artículo hablaremos de una nueva infraestructura diseñada por esta ola regulatoria: los *trade repositories* como se denominan en EMIR o

swap data repositories en terminología Dodd-Frank. Asimismo, describiremos el papel que a otras infraestructuras ya existentes en otros mercados, las entidades de contrapartida central (o CCPs), se les asigna en el entorno de los mercados de derivados OTC.

El punto de partida es una lección incontable de la experiencia reciente: durante la crisis financiera y en la crisis de confianza y económica posterior, las infraestructuras de los mercados organizados han respondido adecuadamente al actuar como el último dique de contención en situaciones muy próximas al desastre. Han sido precisamente los mercados que operan sin el concurso de esas infraestructuras, los mercados bilaterales u *over-the-counter* (OTC), los que han experimentado gravísimas perturbaciones, cuando no han dejado simplemente de existir, como es el caso del mercado interbancario de depósitos.

La solución propuesta por el G-20 corrobora esta afirmación. Se trata de que los mercados de derivados OTC pasen a utilizar las infraestructuras que en los mercados de valores y los de derivados listados (*on exchange*) ya se emplean: plataformas de negociación, entidades de contrapartida central y depositarios centrales de valores u otras entidades como los *trade repositories*.

2. LAS INFRAESTRUCTURAS DE LOS MERCADOS DE VALORES

Las infraestructuras de los mercados de valores, según definición de Oxera en su estudio¹ sobre sus precios y costes son las bolsas (y, por ende, las plataformas de negociación en general), las entidades de contrapartida central (CCPs) y los depositarios centrales de valores (CSDs) que facilitan el soporte a las actividades de contratación y post-contratación.

¹ «Methodology for Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Activities» (2007) report (MARKT/2006/14/g) prepared for the European Commission DG Internal Market Services, July, by Oxera.

Los mercados regulados, en la mayoría de los casos antiguas bolsas de valores, tienen un doble papel fundamental.

Por una parte, facilitan la concurrencia de compradores y vendedores de instrumentos financieros, y hacen posible con ello la adecuada formación de precios.

La entrada en vigor de la MiFID introdujo la competencia en esta función al contemplar un nuevo tipo de proveedores de servicios de contratación: los sistemas multilaterales de negociación, o MTF según se conocen por sus iniciales en inglés.

Por otra parte, los mercados regulados realizan una función quizá no tan conocida como la anterior, pero no por ello menos importante el «*listing*», en virtud de la cual admiten a cotización únicamente aquellos instrumentos de emisores que tengan la adecuada capacidad y seguridad para apelar al ahorro público a través de los mercados de valores, a la vez que vigilan que aquéllos cumplan con las correspondientes obligaciones de transparencia en relación con sus estados financieros y planes estratégicos a fin de proteger a los inversores proporcionándoles la información necesaria para tomar sus decisiones de inversión.

En los mercados de derivados listados existe una figura, las entidades de contrapartida central (CCPs), cuya misión principal es la gestión de los riesgos de contrapartida en los mercados financieros a los que sirven.

Las CCPs se introdujeron en estos mercados para gestionar los elevados riesgos de contrapartida inherentes a los apalancamientos propios que conllevaban los productos derivados. Durante la década de los noventa y primeros años de la siguiente, las CCPs extendieron sus servicios a los mercados de valores, en especial a los mercados de acciones, donde los volúmenes y, por ende, sus riesgos asociados habían experimentado un crecimiento exponencial.

El Banco Internacional de Pagos (BIS en adelante) define a las CCPs como *una entidad que actúa como comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador para una serie específica de contratos*,



por ejemplo, aquellos que se ejecutan en un mercado o bolsas particulares.²

Una entidad de contrapartida central se interpone en nombre propio en toda operación de compraventa entre el comprador y el vendedor, de tal manera que asume el riesgo de contrapartida. Es decir, la CCP compra sus valores al vendedor y los vende al comprador. De esta manera, mediante el proceso de novación, una compraventa entre un vendedor y un comprador se convierte en dos transacciones, con la CCP como contrapartida. Para protegerse del riesgo de contrapartida asumido, la CCP establece una serie de medidas precautorias con objeto de que éste no ponga en cuestión la supervivencia misma de la entidad. Más adelante se explicarán con más detalle algunas de ellas.

Quede aquí apuntado que es a estas infraestructuras, las CCPs, a las que los supervisores y reguladores otorgan un nuevo papel en mercados ajenos hasta ahora a sus servicios, los mercados de derivados OTC.

Queda por mencionar por último la otra infraestructura de los mercados de valores, los depositarios centrales de valores (CSDs, por sus iniciales en inglés), que el BIS define como *un servicio (o institución) que mantiene los valores y que permite que las operaciones con los mismos sean procesadas mediante anotaciones en cuenta. [...] Además de la función de salvaguarda, una central depositaria de valores puede realizar funciones de comparación o conciliación, compensación y liquidación.*³

En el momento de escribir este artículo, la Comisión Europea ha redactado y sometido a consulta una pieza legislativa específica para los CSDs, la «Central Securities Depository Regulation» que regulará el marco de actuación y competencia de los CSDs. Sus tres funciones básicas conforme a la última versión de esta propuesta legislativa son:

- Una función notarial, en virtud de la cual el CSD mantiene el registro central de una emisión de valores. En palabras de la Comisión Europea *la definición de la función notarial puede por tanto ser como sigue: Establecer y mantener un sistema de anotación en cuenta inicial que registre la cantidad de valores de una emisión en una cuenta específica a nombre del emisor y que permite procesar las transacciones con valores mediante anotaciones en cuenta.*⁴
- Una función de custodia y depósito central de los valores, como proveedor central de cuentas de valores para el conjunto del mercado, que permite la transferencia entre cuentas de distintos intermediarios financieros similar a las que se llevan a cabo entre cuentas corrientes de efectivo.
- Unida a esta función está la administración central de los valores, es decir, el procesamiento de los distintos hechos corporativos tales como pago de intereses, reparto de dividendos, determinación de los derechos de voto, prestación de servicios fiscales, etcétera.
- Por último, la función de liquidación, definida como *la operativa de un sistema de liquidación de valores como se define por la Directiva 98/26/EC (la denominada Directiva de Firmeza) y aquellos negocios que consistan en la ejecución de las órdenes de transferencia como se definen en la misma legislación propuesta.*⁵

3. LOS MERCADOS DE DERIVADOS OTC

Como se mencionaba en la introducción, el comienzo de la crisis financiera puso de manifiesto la falta de información disponible de los mercados de derivados *OTC*. Los reguladores reunidos en el G-20 en Pittsburgh en septiem-

² Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) (2003) «A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems», Bank for International Settlements, March, Basel, Switzerland.

³ Ibid.

⁴ European Commission (2011) «Public Consultation on CSDs and the Harmonisation of Certain Aspects of Securities Settlement in the EU», DG Markt G2 D(201)8641, European Commission, Brussels, 13th January.

⁵ Ibid.

bre de 2009 reconocieron el fallo estructural que presentaban estos mercados. Su tradicional opacidad tenía dos efectos altamente perniciosos: obstaculizaba el flujo de información que habría alertado a los supervisores del nivel de riesgo sistémico alcanzado en ellos e impedía la implantación de una política adecuada de gestión de riesgos entre los distintos intervinientes. Los mercados OTC son mercados descentralizados, en oposición a los organizados, que operan en plataformas centrales de negociación. En los mercados OTC los participantes contratan directamente entre ellos mediante teléfono, fax o correo electrónico, es decir, no utilizan las infraestructuras propias de un mercado organizado ni siguen normas de negociación, como las establecidas en éstos, que velen por la correcta y transparente formación de los precios accesibles a cualquier inversor independientemente de su perfil.

No obstante, esta característica no es óbice para que los mercados de derivados OTC puedan utilizar las infraestructuras de post-contratación, en especial las CCPs, si las partes que intervienen en una transacción acuerdan hacerlo así.

Sin embargo, lo cierto es que los mercados de derivados OTC apenas utilizan las CCPs como mecanismos de gestión de riesgos.

Los derivados OTC pueden clasificarse en cuatro categorías: futuros, opciones, swaps y exóticos. Dado que son contratos bilaterales, negociados directamente entre las partes, suelen configurarse habitualmente como contratos a la medida (*customized*) de los riesgos asumidos por las partes intervinientes. Recordemos que una transacción con derivados puede tener una de las siguientes razones de ser: cobertura, financiación, especulación o arbitraje.

Para tener una idea de la importancia alcanzada por los mercados de derivados OTC en la década previa al estallido de la crisis de 2007-2008, hay que considerar que entre junio de 1998 y mediados de 2008, este mercado pasó de tener un valor nominal de contratos abiertos de apenas 55 trillones de euros a 433. De junio 2001

a junio 2008, el mercado de derivados OTC creció en cerca de un 535% a una tasa anual media de un 33,68%.⁶

El tamaño relativo que supone esta enorme cantidad queda de manifiesto por el hecho de que los mercados de derivados OTC representan un 90% del total de los derivados negociados. Es decir, los derivados negociados centralmente (*on exchange*) son sólo un 10% del total de las transacciones ejecutadas sobre derivados en el mundo.⁷ Los mercados de derivados OTC son, con mucho, los mayores mercados financieros y son precisamente los menos regulados y con carencias estructurales y de infraestructura más evidentes.

Siguiendo el estudio de ECMI mencionado a pie de página, la naturaleza de las transacciones en derivados OTC comporta una serie de riesgos idiosincráticos de este tipo de mercados, a saber:

- Gran tamaño y complejidad de las exposiciones de riesgos entre los participantes.
- Elevados riesgos de contrapartida entre los intervinientes.
- Altos riesgos sistémicos.
- Financiaciones a largo plazo.

Estos riesgos estructurales de los mercados de derivados OTC se ven exacerbados por factores externos propios:

- La falta de transparencia incrementa el riesgo global de estos mercados.
- Los contratos entre las partes suelen implicar una relación contractual de largo plazo, con el consiguiente riesgo de un cambio drástico en la situación económica general o financiera particular de los intervinientes.
- El fallo de una contraparte puede implicar enormes riesgos sistémicos debido a que la

⁶ Shaping Reforms and Business Models for the OTC Derivatives Market. Quo Vadis? Diego Valiante ECMI Research Report No. 5/April 2010.

⁷ The Global derivatives market. A blue print for market safety and integrity. White Paper, Deutsche Börse Group. September 2009.



elevada concentración de riesgo de contrapartida entre los intervinientes puede producir un efecto dominó o contagio entre participantes.

- La alta concentración de esta operativa en entidades financieras de gran tamaño aumenta el riesgo sistémico.
- La existencia de muchos contratos a la medida entraña una complejidad añadida que coloca estos mercados bajo la constante amenaza de la falta de liquidez o de una insuficiente profundidad de mercado que incrementa significativamente el coste de reemplazo de los contratos.
- Los contratos no siempre están adecuadamente estandarizados o, cuando siguen un marco contractual común (*Master Agreements*) desarrollado por distintas asociaciones de participantes como la ISDA⁸, suelen tener cláusulas específicas propias y acudir a legislaciones muy diferentes entre sí, lo cual incrementa los riesgos legales. Y las incertidumbres legales, en especial en momentos de crisis, pueden minar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros.

En consecuencia, ingentes volúmenes de transacciones entre intervinientes interconectados bilateralmente, sin una infraestructura adecuada para la gestión de los riesgos estructurales sumados a la opacidad de la información de los mercados de derivados OTC, fueron el caldo de cultivo de la expansión de la crisis financiera que estalló en 2007/2008.

4. ANÁLISIS Y ESTUDIO DEL CASO AIG⁹

AIG acumuló una cartera de inversión de más de 2,1 trillones de euros a través de su subsidiaria AIG Financial Products. AIG llegó a ser uno de los mayores proveedores de protección al crédito

a otros participantes en el mercado mediante el uso intensivo de *Credit Default Swaps* (CDSs).

En el año 2007 AIG incurrió en enormes pérdidas, a consecuencia de lo cual su *rating* fue degradado en mayo de 2008. Debido a esta rebaja de su calificación crediticia, AIG tuvo que entregar varios billones de dólares como colateral adicional destinados a la protección suplementaria de sus derivados OTC. Cuando en septiembre de 2008 sufrió posteriores rebajas de *rating*, AIG no pudo entregar más colateral en respuesta a los requerimientos de sus contrapartidas, que exigían mayores garantías para cubrir su riesgo creciente de contraparte. La Reserva Federal no tuvo más remedio que intervenir y rescatar la compañía AIG.

En el momento de su intervención, AIG tenía contratos de derivados OTC con cerca de 1.500 contrapartes. Del análisis de las exposiciones de algunos bancos con AIG, se constató que la caída de AIG podría representar hasta la pérdida de nada menos que un 30% de su capital, poniendo a dichas contrapartes al borde de su propia quiebra.

La opacidad de los mercados OTC unido a la quiebra de Lehman Brothers tuvo en aquel momento dos consecuencias.

En primer lugar, AIG consiguió construir su cartera de inversión sin que sus supervisores fueran conscientes del nivel de exposición al riesgo a largo plazo asumido por la compañía ni tampoco, en consecuencia, el nivel de concentración de riesgos que algunas contrapartes muy importantes habían alcanzado con AIG lo que las dejaba expuestas, por tanto, a un más que posible efecto dominó en caso de quiebra de dicha compañía. Este ejemplo constata el nivel de riesgo sistémico alcanzado y desconocido por los supervisores en el mercado de derivados OTC.

En segundo lugar, en septiembre de 2008, intervenida AIG (50.000 contratos de derivados OTC abiertos) por la Reserva Federal y quebrado Lehman Brothers (con 134.000 contratos de derivados OTC abiertos), la falta de transparencia de los mercados OTC jugó en su contra. En momentos como aquéllos de gran tensión en los mercados financieros, el desconocimiento de la

⁸ «International Swap and Derivatives Association».

⁹ Ibid.

exposición a ambas firmas por las entidades financieras de todo el mundo causó que el pánico se extendiera aún más por los distintos mercados financieros, por cuanto era desconocido por todos, y no sólo por los supervisores, sino también por los propios intervinientes, las exposiciones cruzadas entre el resto de contrapartidas con AIG y Lehman Brothers. Otros intermediarios «sonaban» (la rumorología hizo su agosto aquel septiembre...) como muy afectados por la situación de ambas compañías.

Sólo los mercados de valores tradicionales, servidos con la solidez de sus infraestructuras, en especial los mercados regulados y las contrapartidas centrales, sirvieron de dique de contención de la crisis financiera, por cuanto no dejaron de funcionar de forma más que eficiente y ejemplar en aquellos momentos tan dramáticos.

Demostrada la mayor eficiencia y seguridad de los mercados que utilizan las infraestructuras adecuadas, la reforma que los reguladores y supervisores mundiales impulsan apunta a la utilización de éstas por los mercados OTC, en especial, los de derivados.

5. LAS NUEVAS INFRAESTRUCTURAS DE MERCADO PARA LOS DERIVADOS OTC

Como ya se ha mencionado, el G20, reunido en Pittsburgh en septiembre de 2009 adoptó la decisión de prescribir la negociación en mercados organizados o plataformas electrónicas de negociación y la compensación en cámaras de contrapartida central de todos los contratos de derivados OTC estandarizados (los no hechos a medida).

Asimismo, se acordó que los contratos que no pasaran por cámara (CCP) estuvieran sujetos a mayores requerimientos de capital. Por último, se establece que todos los contratos abiertos de derivados OTC pasen a ser registrados en una nueva infraestructura de mercado, los *trade repositories*.

Con estos acuerdos se pretende alcanzar tres objetivos fundamentales:

- a. Por un lado, propiciar que los derivados OTC que, siendo estandarizados, hoy no se negocian en plataformas de negociación, pasen a utilizarlas con el fin de mejorar y dar transparencia a este segmento de mercado. En definitiva, trata de que operaciones OTC que perfectamente pueden ejecutarse en plataformas pasen por ellas. En otras palabras: que dejen de ser OTC y pasen a ser derivados.
- b. Por otro, favorecer que los derivados OTC que por razones de necesidad de cobertura de riesgos concretos (*customized contracts*) continúen negociándose al margen de las plataformas, mejoren sus prácticas de gestión de riesgos debiendo para ello al menos utilizar las CCPs y sus servicios de «neteo» de posiciones entre los intervinientes.
- c. Por último, establecer las bases de una mayor transparencia de los mercados de derivados OTC, mediante la obligación de registrar los contratos en unas bases de datos abiertas a supervisores y de forma agregada al público en general, gestionadas por unas entidades de nueva creación denominadas repositorios de datos o *Trade Repositories*.

6. EL NUEVO PAPEL DE LAS CCPs EN LOS DERIVADOS OTC

Como ya antes se ha dicho, las CCPs no son una infraestructura de nueva creación. Su nacimiento se produjo con el objetivo de gestionar los elevados riesgos por apalancamiento a que los mercados de derivados listados abocaban a sus intervinientes.

Se trata ahora de expandir ese papel desde los derivados *on exchange* a los derivados *off exchange*.

Una CCP es una entidad que se interpone entre las contrapartes de un contrato, mediante la figura legal de la novación, tal y como ya se ha explicado.



Anticipábamos que las CCPs emplean mecanismos para controlar y contener los riesgos que asumen. Habitualmente son los siguientes¹⁰:

- Restricciones a las entidades financieras que pueden ser participantes directos (*direct clearing members*) de este selecto club, mediante el establecimiento de fuertes requisitos de capital, con el fin de que las entidades de contrapartida directa de las CCPs tengan el suficiente «músculo financiero».
- Establecimiento de límites de riesgos abiertos entre la CCP y sus entidades participantes directas.
- Implantación de garantías (colaterales) conforme a dichos límites con la CCP.
- Requerimientos de garantías adicionales en caso de que las determinadas inicialmente no sean suficientes para la cobertura de la exposición de riesgo de la contraparte con la CCP.
- En algunos casos, mutualización de las potenciales pérdidas en que la CCP podría incurrir y que no fueran cubiertas con las garantías disponibles (*loss sharing agreements*).
- Suficiente nivel de recursos propios de la CCP.
- Contratos con compañías de seguros externas para cubrir eventuales incumplimientos hasta un determinado importe.

La visión del G-20 es que mover los derivados desde el ámbito de la gestión de riesgos bilateral al *clearing* de la CCP es el camino más eficiente para reducir los riesgos inherentes al segmento OTC antes explicados. Así, las ventajas que aportan las CCPs mejorarían el mercado de derivados OTC en los siguientes ámbitos:

- Reducción y gestión del riesgo de contrapartida por una entidad, la CCP, cuya función principal es precisamente ésta.

- Reducción de las asimetrías de la información que los distintos intervinientes en el mercado poseen, ya sean éstos bancos grandes, pequeños o medianos, compañías de seguros, gestoras de inversión colectiva o empresas no financieras, etcétera.
- Reducción de la complejidad de los contratos de derivados OTC y, consecuentemente, incremento de la eficiencia.
- La consecución de niveles más elevados de «neteo» de las posiciones a liquidar entre intervinientes.

Los mecanismos actuales de gestión de riesgos de contrapartida en los derivados OTC se basan en acuerdos mutuos de gestión bilateral de las exposiciones al riesgo, colaterales intercambiados entre las partes y procesos de valoración propia de la evolución de las exposiciones y de su cobertura adecuada mediante las garantías ya entregadas.

Como los ejemplos de AIG y Lehman Brothers han demostrado, el riesgo de que una contrapartida incumpla no es teórico, sino muy real.

Una CCP, mediante su interposición, reduce la probabilidad de que un participante en el mercado acabe incumpliendo, por cuanto sus riesgos están determinados diariamente y controlados externamente por una entidad profesionalizada para la gestión del riesgo. Además, si finalmente se materializa el riesgo de incumplimiento, la CCP gestiona adecuadamente y minimiza sus consecuencias mediante procesos de intervención preestablecidos en sus reglas de funcionamiento, conocidas por todos sus participantes.

La interposición de la CCP, mediante la figura ya mencionada de la novación, traslada el riesgo de contrapartida de cada uno de los intervinientes hacia la CCP. Esta translación por sí misma no reduce el riesgo global de contrapartida del mercado. En principio, podría ocurrir lo contrario, dada la concentración de todos los riesgos del mercado en una única entidad, la CCP. Sin embargo, la disminución buscada se consigue mediante la interposición de CCPs debidamente protegidas con las líneas de defensa antes cita-

¹⁰ Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central. Javier González Pueyo. CNMV. Junio 2009.

das, vigiladas y controladas por los supervisores, por lo que su papel pasa a ser crucial para todo el mercado.

Sin embargo, no todos los contratos de derivados OTC son susceptibles de pasar por una CCP. Así lo reconocen las regulaciones que se están desarrollando, –Dodd-Frank y EMIR–. Para que una CCP pueda asumir las tareas de *clearing* de un contrato de derivados OTC es imprescindible que se cumplan una serie de requisitos.

En primer lugar es necesario que los contratos tengan unos niveles mínimos de estandarización y liquidez que permitan su gestión normalizada por la CCP por una parte, así como y una valoración razonable y la posibilidad de sustitución (o liquidación de la posición) llegado el caso, por otra.

EMIR y el desarrollo técnico del reglamento por parte de la Comisión con el asesoramiento de ESMA mediante la elaboración de estándares técnicos¹¹ establecen los requisitos necesarios para garantizar el cumplimiento de la obligación de compensar (*clearing obligation*) por las CCPs.

El reglamento establece los requerimientos exigidos a las CCPs para reforzar su seguridad mediante una estricta supervisión y control por los poderes públicos, así como los relativos a la interoperabilidad y gobernanza, sentando así las bases para una competencia leal entre CCPs sin que ésta afecte a la adecuada gestión de riesgos. En el desarrollo técnico de estos requisitos para las CCPs, la Comisión¹² ha seguido los Principios de CPSS-IOSCO para Infraestructuras de los Mercados Financieros, estándares de referencia para, entre otras infraestructuras de mercado, las CCPs¹³.

Por último, en aquellos casos en los que los contratos de derivados OTC, por sus especiales características o grados de «customización» no son susceptibles de ser gestionados por una CCP,

EMIR establece una serie de requerimientos técnicos en la gestión bilateral del riesgo que permitan al supervisor comprobar que las contrapartes actúan con la debida diligencia, mediante el empleo de procedimientos adecuados, establecidos para medir, controlar y mitigar los riesgos de contraparte y operativos, entre los que al menos se incluyen los siguientes:

- La confirmación a tiempo de los detalles del contrato de derivados OTC que no pasa por una CCP, mediante medios electrónicos cuando éstos estén disponibles.
- La reconciliación adecuada de las carteras de inversión de los contratos abiertos entre las partes.
- La gestión diaria de valoración de los contratos abiertos. Cuando no sea posible hacer dicha valoración contra mercado (es decir, si existen condiciones de valoración por existencia de mercado del contrato específico) o, si no es el caso, valoración contra un modelo específico.
- El intercambio de colateral entre las partes como garantía que cubra diariamente los riesgos del contrato.

En definitiva, se trata de que cuando las características intrínsecas de un contrato de derivados OTC hagan imposible la gestión del riesgo por parte de una CCP, al menos la gestión bilateral entre las contrapartes se acerque a lo que dicha CCP habría realizado de forma eficiente y estandarizada.

7. LOS TRADE REPOSITORIES

Los acuerdos del G-20 de septiembre de 2009 son la base de la creación de una nueva infraestructura de los mercados financieros. Se trata de los *trade repositories* (en adelante TR). Un *trade repository* o *swap data repository*, según se emplee la terminología europea o norteamericana respectivamente, es una entidad que recolecta información sobre contratos negociados en los mercados de derivados OTC. Un TR registra contratos y sus detalles.

¹¹ Commission Delegated Regulations 148, 149, 150, 151, 152 y 153/2013 y Commission Implementing Regulations 1247, 1248 y 1249/2012.

¹² *ibid*

¹³ Principles for financial market infrastructures, Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, April 2002, BIS & OICV-IOSCO.



Obviamente, los TRs no son una alternativa a las CCPs por diferentes razones. Si bien las CCPs registran ciertos datos de los contratos de derivados OTC, el nivel requerido, la «granularidad» de la información que los TRs mantienen, va mucho más allá de lo que las CCPs precisan para su gestión de riesgos. Además, como se ha dicho, no todos los contratos de derivados OTC se compensan en una CCP.

Por ello, ante la falta de transparencia de los mercados de derivados OTC, el G-20 impulsó la creación de TRs.

Los TRs están incluidos, a pesar de su reciente creación, en los Principios de CPSS-IOSCO para Infraestructuras de Mercados Financieros, al igual que los sistemas de pagos, sistemas de liquidación de valores, CCPs y CSDs, lo cual revela la importancia que los supervisores conceden a estas nuevas infraestructuras.

El objetivo principal de los TRs es ofrecer transparencia a un mercado caracterizado por su opacidad como ya se ha mencionado. Así lo afirma el CPSS-IOSCO en sus principios. La transparencia que los TRs proporcionan se deriva de la centralización y calidad de los datos registrados en su repositorio electrónico. Los TRs facilitan toda la información granular que los supervisores soliciten y estén autorizados a recibir en virtud de los poderes supervisores que tengan sobre los intervinientes en los contratos.

Adicionalmente, los TRs difundirán de forma agregada la información con la que cuentan, de tal manera que no sólo los supervisores se beneficien de una mayor transparencia, sino que los propios mercados lo hagan a su vez de un mejor conocimiento de las posiciones agregadas abiertas en contratos OTC, obviamente sin que se puedan identificar datos privados y confidenciales propiedad de las partes.

EMIR establece un marco de regulación y control para los TRs muy similar a lo dispuesto para las CCPs, con el fin de asegurarse un nivel de supervisión adecuado de esta nueva infraestructura de mercado.

Sin embargo, EMIR carece de una regulación simétrica en relación con las interconexiones

entre TRs, con lo que los incipientes proveedores de servicios de transparencia (TRs) pueden encontrarse con dificultades a la hora de facilitar la oportuna consolidación de información entre TRs competidores. Por ello, es necesario desarrollar unos niveles de interconexión adecuados entre TRs que faciliten la tarea de supervisión de los poderes públicos, a la vez que permita una competencia leal entre los distintos proveedores.

Inicialmente el proveedor de servicios de post-contratación de Estados Unidos, la DTCC, abogó con el apoyo de los 15 grandes bancos mundiales que más participan en los mercados de derivados OTC, por una solución única y global para todo el planeta. La realidad ha acabado imponiéndose y en distintas regulaciones desarrolladas de acuerdo con las recomendaciones del G-20 han surgido otros *Trade Repositories*, como es el caso de Europa, en donde una *joint-venture* entre la bolsa alemana (Deutsche Börse Group, mediante su filial CSD, Clearstream) y la española (BME, mediante su filial de CSD, Iberclear), denominada REGIS-TR®, está compitiendo con la DTCC en Europa, sin excluir llegar a acuerdos de marca blanca o de licencia de su software en otras jurisdicciones, fuera de Europa.

Desde nuestro punto de vista, los TRs son entidades que se asemejan mucho a los CSDs, por cuanto su función registral puede ser asimilable a la función notarial de éstos. Si bien es cierto, que el registro de los contratos en un TR no implica *per se* el nacimiento de las obligaciones entre las partes, a diferencia del caso de los CSDs, no es menos cierto que una evolución positiva de unas instituciones que todavía son nonatas, podría llevar a los reguladores a conferir esa función notarial a los TRs en beneficio de la seguridad legal entre las partes.

Adicionalmente, los TRs además de su función básica, la anotación en su repositorio de los contratos de derivados OTC, pueden ofrecer sobre esta base servicios voluntarios de más valor, como pueden ser funciones de case de instrucciones o servicios de valoración de las exposiciones de riesgos entre las partes que tanto ayudarían en aquellos contratos que, por no



pasar por CCP, precisan de una gestión de riesgos bilateral.

Por último, ya que en Europa EMIR obliga a registrar en TRs no sólo los derivados OTC sino también los listados, así como las transacciones también de los intermediarios no financieros, los TRs en Europa se configuran como una pieza con información global de los mercados de derivados, ya sean listados u OTC, o provenientes de intermediarios financieros o de empresas no financieras (*corporates*). Sobre estas premisas, servicios de gestión de colateral como los CSDs, Clearstream e Iberclear, están desarrollando, son un servicio adicional que parece que los intervinientes demandarán de los TRs europeos.

Sin duda, queda mucho por escribir sobre los *Trade Repositories*, por cuanto, al menos en Europa, su historia aun no ha comenzado. La obligación de *reporting* a TRs comenzará previsiblemente a principios de 2014.

8. CONCLUSIONES

La crisis financiera de 2007 y 2008, con la caída de Lehman Brothers e intervención de AIG en septiembre de 2008, puso de manifiesto las carencias y debilidades estructurales del mayor mercado financiero del mundo, el mercado de derivados OTC.

Al igual que cualquier mercado OTC, su opacidad provocó que los reguladores y supervisores del planeta desconocieran el nivel de exposición al riesgo alcanzado entre las contrapartes, así como la excesiva concentración al riesgo de algunas de ellas; lo cual provocó una oleada de desconfianza y pudo haber causado una caída del sistema financiero mundial, de haberse propagado la caída en cascada después de los casos de AIG y Lehman Brothers.

Por el contrario, sólo los mercados regulados, servidos por las infraestructuras de mercado, con

especial mención a Bolsas, CCPs y CSDs, aguantaron eficientemente el embate y dieron luz en la oscuridad.

Reunidos los reguladores y supervisores del G-20 en Pittsburgh en septiembre de 2009, acuerdan extender los beneficios de las infraestructuras al ámbito de los derivados OTC que no hacen uso de las mismas.

Así, básicamente se establece un nuevo papel para las CCPs, en cuanto tienen que asumir de forma obligatoria la compensación y gestión del riesgo de aquellos contratos que ESMA defina como susceptibles técnicamente de pasar por CCPs. Para aquellos que no lo sean, establece mecanismos obligatorios de gestión de riesgo bilateral e intercambio de adecuados colaterales entre las partes.

Por último, el G-20 acuerda la creación de una nueva infraestructura de mercado, los *Trade Repositories* que sirvan para facilitar la transparencia necesaria que la opacidad de los mercados OTC tienen, tanto a los supervisores, como al propio mercado en general.

Esperamos que las lecciones aprendidas de los mercados de derivados OTC sean aplicables a otros segmentos de contratación OTC, con especial mención a los de renta fija y los mercados de acciones, donde la necesaria existencia de casos excepcionales tratados mediante operativa OTC, no pueden constituir la norma o generalidad, tratando de burlar la transparencia que los supervisores demandan en aras de la protección de los inversores finales y de la propia seguridad de la arquitectura del sistema financiero en general. Arquitectura con la que los proveedores de servicios de infraestructura de mercado han demostrado en la crisis financiera de 2007 y 2008 y siguen demostrando en la operativa diaria, su fiabilidad, seguridad, neutralidad y transparencia en beneficio de emisores, intermediarios e inversores.