



ORGANIZACIÓN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS Y LAS CAMARAS DE CONTRAPARTIDA CENTRAL.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS, ESTADISTICAS Y PUBLICACIONES

Mercados regulados.

- 1) **Características más destacables de los mercados regulados**
- 2) **Aspectos relativos a la regulación**
- 3) **Principales mercados mundiales y participantes. Situación estratégica de MEFV**
- 4) **Tendencias en los mercados internacionales**

Mercados Over The Counter (OTC)

- 5) **Características más destacables de los mercados OTC**
- 6) **Participantes y tamaño de la actividad**
- 7) **Posibles efectos de la reducción de actividad de Bancos de Inversión y Hedge Funds**
- 8) **Peticiones de una mayor transparencia y supervisión del segmento OTC. El caso español**

Cámaras de Contrapartida Central. (CCP)

- 9) **Funciones y mecanismos de gestión de riesgos**
- 10) **Figuras jurídicas y propiedad de las principales CCPs**
- 11) **Requisitos y estándares aplicables a las CCPs**
- 12) **Ventajas y riesgos de las CCPs.**
- 13) **Particularidades de las CCPs Españolas.**

Conclusiones

Introducción

Durante los últimos años las tradicionales características diferenciadoras entre mercados regulados/oficiales de derivados¹ y *Over the Counter* (OTC) se han venido difuminando como consecuencia de los movimientos competitivos en ambos segmentos.

Una de las muestras más evidentes de esa convergencia ha sido junto al incremento de la estandarización de los contratos y su negociación en plataformas electrónicas el inicio del registro de operaciones OTC en las Cámaras de Contrapartida Central de los mercados regulados de derivados. Recientemente, se ha iniciado el debate, alimentado con la quiebra de Lehman Brothers, sobre la necesidad de liquidar, incluso de manera obligatoria, los *Credit Default Swaps* (CDS) en estas Cámaras.

Desde el punto de vista de la supervisión, la crisis financiera internacional ha acrecentado la presión para iniciar la regulación y supervisión de las operaciones OTC que constituyen el mayor segmento de mercado, con un volumen de transacciones y operaciones vivas varias veces superior al de los mercados regulados. Las interrelaciones entre ambos segmentos de mercado han sido siempre relevantes para los supervisores como consecuencia de las operaciones en los mercados regulados cuyo origen viene de transacciones en el segmento OTC y que, en no pocas ocasiones, tienen significativa influencia en el proceso de formación de precios de sus subyacentes.

El apartado primero de esta monografía describe las características de los mercados regulados de derivados, los principales mercados, sus participantes, la posición competitiva y la regulación de los mercados españoles, y las tendencias y estrategias de crecimiento empleadas.

El segundo apartado se centra en el mercado OTC, el más dinámico e innovador, los posibles efectos que los problemas de sus mayores participantes podrían tener en las cifras de actividad, y el reciente debate sobre la necesidad de dotar al segmento de una mayor transparencia y regulación.

Por último, se dedica un tercer apartado a las Cámaras de Contrapartida Central (CCP) donde se hace breve repaso de los riesgos a los que se enfrentan así como de los mecanismos que utilizan para controlarlos, se lleva a cabo una revisión del cumplimiento de los estándares internacionales por parte de las CCP españolas y se sugieren posibles modificaciones normativas y de diseño para mitigar los riesgos detectados y mejorar la transparencia y la seguridad en el procedimiento de resolución de incumplimientos. Finalmente, se inicia el debate sobre la factibilidad y conveniencia de liquidar, incluso de manera obligatoria, los contratos OTC en las cámaras y los posibles inconvenientes que generaría sobre los riesgos de la cámara y del sistema financiero en su conjunto.

¹ De acuerdo con la definición de la Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc (ISDA) un derivado es un instrumento financiero que transmite riesgo de una contraparte a la otra y cuyo valor depende del precio o nivel de un activo subyacente.

Mercados regulados.

Los mercados regulados de derivados (*Exchange Traded Derivatives Markets*) presentan unas características diferenciadoras respecto a los mercados OTC que van más allá de su propio carácter multilateral frente al bilateral tradicionalmente predominante en estos últimos:

a) Características más destacables:

i) Mercados regulados y supervisados.

Los mercados regulados² cuentan con una normativa que guía su actuación. Dependiendo del modelo de regulación, la normativa puede emanar del propio mercado (*Self Regulatory Organizations* o SROs, con facultades en áreas como la delimitación de los participantes en los mercados, la admisión de contratos y la negociación) y/o de un regulador independiente (Comisión de Valores, Tesoro o Ministerio de Economía) que elabora normas de rango legal superior y que autoriza y supervisa a las SROs.

En el caso de España, los mercados regulados (MEFF Renta Variable, MEFF Renta Fija y MFAO con categoría de mercados secundarios oficiales y el segmento de Warrants de la Bolsa de Madrid) han elaborado sus propias normas (Circulares), mientras que deben solicitar a la CNMV y Ministerio de Economía determinados cambios normativos (relativos al reglamento del mercado y las condiciones generales de los contratos). Las normas de rango superior aplicables a éstos mercados (Real Decreto) son elaboradas por el Ministerio de Economía a través de la Dirección General de Política Financiera. La autorización de un nuevo mercado secundario oficial de derivados corresponde al Ministro de Economía a propuesta de la CNMV.

En la Unión Europea, tras el desarrollo de la Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), y de acuerdo con el Título III, los Estados reservarán la autorización como mercado regulado a los sistemas que cumplan con una serie de requisitos recogidos en los artículos 37 a 45.

Además de contar con una estructura normativa conocida y pública, los mercados regulados están sujetos a la supervisión bien del propio mercado (SROs), con el alcance determinado en su regulación, y/o de una institución independiente (Comisión de Valores, Ministerios, Gobiernos regionales). En la mayoría de casos la supervisión es compartida entre el mercado y la autoridad supervisora, como en el caso español.

La Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores en su artículo 32ter ha impuesto a los mercados secundarios oficiales obligaciones en la persecución de comportamientos que impliquen infracciones en las normas del mercado. En particular, se obliga a la supervisión y comunicación a la CNMV de todas las infracciones de su normativa, anomalías en la negociación y actuaciones que puedan suponer abuso de mercado.

² La Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), define un mercado regulado como un sistema multilateral operado por un gestor, que permite reunir según normas no discrecionales los diversos intereses de compra y venta de múltiples terceros. También, incluye la necesidad de que el mercado esté autorizado por una autoridad competente y funcione de forma regular.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- ii) Plataforma multilateral de negociación y existencia de cámara de contrapartida central.

Hasta hace unos años, uno de los rasgos diferenciadores entre el segmento OTC y los mercados regulados estaba en la organización de la negociación de los contratos.

La negociación de los contratos en los mercados regulados de derivados tiene lugar principalmente a través de plataformas electrónicas multilaterales (mayoritarias en los mercados europeos), y cada vez en menor medida mediante corros (*open outcry* utilizado únicamente en algunos mercados de derivados sobre materias primas). Tanto en las plataformas como en los corros, la negociación se realiza de manera multilateral, con multitud de oferentes y demandantes, cuyos intereses convergen en el mercado y cuya interacción da lugar un precio. Por el contrario, la negociación en el segmento OTC tiene lugar de manera bilateral (predominantemente por vía telefónica), en la que las dos contrapartes acuerdan entre sí las condiciones del contrato sin intervención de otros intereses compradores y vendedores salvo un intermediario (broker).

En los últimos años se ha observado una convergencia en la negociación de los mercados regulados y OTC. Por un lado, se ha producido un incremento de la negociación de instrumentos OTC a través de plataformas electrónicas multilaterales³, y por otro el mantenimiento de la negociación en los mercados regulados vía aplicaciones u operaciones acordadas, que consisten en operaciones bilaterales que posteriormente se comunican al mercado para su registro en la cámara de contrapartida central. De hecho, algunos mercados regulados comunican estas aplicaciones, a efectos estadísticos como OTC. Como referencia, indicar que MEFF ha comunicado como OTC entre el 65% y el 70% de las operaciones en futuros y opciones sobre acciones⁴ registradas en 2006 y 2007.

Otra de las tradicionales diferencias entre ambos mercados residía en la existencia de una cámara de contrapartida central que garantiza el buen fin de los contratos registrados en los mercados regulados. De esta manera, los participantes de los mercados regulados sustituyen el riesgo de crédito de la contraparte por el de una cámara de contrapartida. En los últimos años, el registro de los contratos en cámaras de contrapartida central ha dejado de ser un elemento distintivo de los instrumentos negociados en los mercados regulados⁵.

No obstante, según el informe The Global Derivatives Market del Deutsche Börse Group, todavía menos del 10% de los contratos OTC se liquidan en cámaras. El segmento OTC más maduro en términos de utilización de cámaras de contrapartida

³ Como ejemplo Creditex, adquirida en 2008 por el mercado regulado Intercontinental Exchange, fue en 2004 la primera plataforma electrónica de negociación de *Credit Default Swaps* -CDS- que también pueden negociarse en otras plataformas como MarketAxess y Tradeweb

⁴ WME/IOMA 2007 Derivatives Market Survey

⁵ Buena muestra de ello lo constituye el lanzamiento el 22 de diciembre de 2008 de un servicio de contrapartida central para CDS por parte de Bclear propiedad de LCH.Clearnet Ltd y los planes en este mismo sentido de Eurex Clearing (primer trimestre de 2009), CME Group Citadel (que ya ha obtenido en diciembre de 2008 la autorización de la Reserva Federal de Nueva York y la CFTC) e Intercontinental Exchange. BClear también ofrecerá servicios de contrapartida central a contratos OTC sobre materias primas (cacao, café y azúcar).

Mucho antes, en septiembre de 1999 LCH.Clearnet había lanzado SwapClear una cámara de contrapartida central para Swaps sobre tipos de interés, proyecto que MEFF Renta Fija también estuvo evaluando en 1995 sin llegar a materializarse.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

central es de Swaps de tipos de interés, donde SwapClear liquida el 40% de los contratos totales de acuerdo con el informe trimestral de Diciembre de 2007 del BIS.

iii) Contratos estandarizados.

Los contratos negociados en los mercados regulados de derivados presentan un alto grado de estandarización en lo que respecta a sus principales características tales como, tamaño (nominal), fecha de vencimiento, fluctuación mínima de precios (tick), o forma de liquidación a vencimiento. Esta estandarización les permite ser fungibles, ya que tienen el mismo carácter liberatorio, por lo que una posición compradora en un contrato puede cancelarse tomando una posición contraria (vendedora) en mercado. La estandarización de los contratos y la negociación en plataformas multilaterales suponen, a su vez, dos nuevas características diferenciadoras con respecto al segmento OTC:

1. Los contratos de derivados de los mercados regulados pueden cancelarse antes de su vencimiento mediante una operación de signo contrario en el contrato correspondiente.
2. Existe un mercado secundario, en la mayoría de los casos con niveles aceptables de liquidez, en el que las posiciones en los diferentes contratos pueden abrirse y cerrarse.

b) Aspectos relativos a la regulación.

Dentro de los diversos factores que contribuyen a la competitividad de los mercados de derivados regulados se encuentra su esquema de regulación y supervisión. Mantener un adecuado equilibrio entre los objetivos⁶ de la regulación (principalmente la protección a los inversores, asegurar la transparencia de los mercados y la reducción del riesgo sistémico) y sus costes es uno de los fines fundamentales para las autoridades.

Una de las consecuencias de la actual crisis financiera internacional ha sido el inicio del debate sobre la necesidad de incrementar la regulación de las participantes en los mercados y los nuevos instrumentos financieros derivados. Aunque no es objeto del presente trabajo, conviene resaltar la necesidad de actuar con prudencia en este sentido, evitando iniciar modificaciones en la estructura normativa de los mercados de manera apresurada, sin haber realizado previamente un completo análisis de coste-beneficio y una profunda reflexión de los objetivos a cubrir. Una reacción regulatoria acelerada podría conllevar una falsa sensación de mayor seguridad conseguida mediante la imposición de mayores cargas reguladoras que podrían socavar la necesaria innovación.

La aproximación a la regulación y supervisión de los mercados de derivados puede acometerse desde dos enfoques claramente diferenciados, a saber, i) Regulación basada en normativa detallada y ii) Regulación basada en principios.

i) Regulación basada en normativa detallada.

⁶ Objectives and principles of securities regulation, IOSCO, May 2003

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Este es el enfoque utilizado por la mayoría de reguladores incluido España. Bajo este esquema, la regulación y supervisión se basa en la revisión del cumplimiento, por parte de los participantes en los mercados, de una serie de normas conocidas que intentan incluir la mayor parte posible de la actividad y casuística de los mercados.

En el caso de los mercados oficiales secundarios de derivados (MEFF y MFAO) estas normas incluirían las siguientes normas genéricas:

- La Ley 24/1988 del Mercado de Valores
- RD 1814/91, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones
- Orden 3235/2002 de 5 de diciembre, por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva y todo el resto de normativa aplicable a los mercados secundarios

Adicionalmente, los mercados tienen una normativa propia constituida por:

- Reglamento de los Mercados (que necesita aprobación del Ministro de Economía según el art. 4.1 del RD 1814)
- Condiciones Generales de los Contratos (aprobación de la CNMV según el art. 5.1 del RD 1814/91)
- Circulares (aprobación de los mercados excepto la que establece los activos en los que se materializan las garantías que de acuerdo con el art. 20.3 será aprobada por la CNMV).

Una de las pruebas más importantes a las que han sido sometidos los mercados de derivados oficiales españoles y su esquema normativo ha sido la quiebra en septiembre de 2008 de Lehman Brothers Internacional (Europe) que era hasta entonces Miembro Negociador de MEFF Renta Variable. El hecho de no ser liquidador y el reducido número de cuentas abiertas limitaban el alcance y consecuencias de la quiebra para el mercado.

Tras analizar la normativa del mercado y la resolución de la quiebra de Lehman, se han puesto de manifiesto una serie de posibles mejoras normativas/supervisoras que podrían unirse a aquellas necesarias para la Cámara de Contrapartida y que se describen en el apartado tercero de esta monografía:

- Una revisión del Reglamento de MEFF para incluir con mayor claridad el principio 29 de IOSCO, aplicable a los mercados secundarios, por el que los reguladores deben asegurar que los procedimientos a seguir en caso de incumplimientos son efectivos y transparentes. Esta propuesta coincide con la que se recoge en relación con el principio 6 de CPSS-IOSCO aplicable a las cámaras de contrapartida.

La última evaluación⁷ al sistema financiero español realizada en 2006 por el Fondo Monetario Internacional (FMI) consideraba completamente implantado el principio 29 y no recomendaba actuaciones adicionales en este apartado. No obstante, en el análisis del FMI no se incluía mención específica a las actuaciones en caso de incumplimiento.

⁷ Spain: Financial Sector Assessment Program. Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

ii) Regulación basada en principios.

Es el enfoque adoptado por la Financial Services Authority (FSA) de Reino Unido, si bien⁸, no es el único supervisor que lo utiliza ya que hay otros reguladores como la Commodities Futures Trading Commission (CFTC) de EEUU mantiene una aproximación supervisora basada no sólo en el cumplimiento normativo de la Commodities Exchange Act sino también en una serie de principios.

La FSA⁹ justifica la introducción de la regulación basada en principios en los siguientes cuatro argumentos. Primero, falta de efectividad histórica de la normativa detallada para prevenir las malas prácticas. Segundo, el proceso de innovación de los mercados y productos financieros hace que la regulación por objetivos se adapte mejor y por el contrario la mayor rigidez de la normativa detallada puede frenar la innovación. Tercero, los principios son más accesibles para los administradores que una extensa gama de normas. Cuarto, un extenso y detallado conjunto de normas puede desviar la atención de los supervisados de los objetivos al literal de la norma.

La regulación basada en principios de la FSA consiste en la identificación de una serie de objetivos, que están alineados con los recogidos en la FSMA¹⁰, y para conseguirlos establece una lista doble de principios, una con los principios (11) que las entidades deben cumplir modificando si fuese necesario sus procedimientos de actuación y la segunda con los principios que la propia FSA debe seguir para cumplir el desarrollo de sus funciones reguladoras, supervisoras, inspectoras, de aprobación de OPAs y de nuevos productos y servicios. Por último, la FSA revisa y mide el cumplimiento de sus objetivos de acuerdo con criterios que hace públicos y adopta un sistema de inspección basado en el riesgo, dedicando mayores recursos a aquellas áreas en las que detecte mayor necesidad de actuación.

Ahora bien, como destaca Black (2008), la adopción de los principios no supone una desregulación, en realidad los principios no dejan de ser normas generales, solo son un cambio en las relaciones entre supervisor y supervisado del dirigir y controlar a unas basadas en responsabilidad, confianza y reciprocidad. De hecho, la FSA reconoce que los principios convivirán con cierta normativa detallada (FSA Handbook), si bien lo justifica en parte en el hecho de la obligatoriedad de trasponer a su normativa las Directivas Europeas.

Sin entrar a analizar los pros y contras de este enfoque, un informe de McKinsey & Co¹¹ incluye una serie de recomendaciones para mantener el liderazgo de Estados Unidos en el sector financiero. Entre las iniciativas propuestas se encuentra la adopción de un enfoque regulatorio basado en principios, similar al de la FSA, que permitiría una mayor flexibilidad y previsibilidad que la industria norteamericana valoría positivamente.

c) Principales mercados mundiales y participantes. Situación estratégica de MEFF.

⁸ De acuerdo con Black (2008)

⁹ Principles-based regulation. Focusing in the outcomes that matter, April 2007

¹⁰ Financial Services and Markets Act 2000 que recoge como principios: mantener la confianza en los mercados financieros, promover el conocimiento público del sistema financiero, asegurar un apropiado grado de protección a los inversores reducir los delitos financieros

¹¹ McKinsey & Co, Sustaining New York's and the US's Global Financial Services Leadership. 2007

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

El cuadro 1 incluye los volúmenes en número de contratos negociados en los principales mercados mundiales. Dada la heterogeneidad de los nacionales de cada contrato es muy difícil hacer una clasificación en términos de efectivo, pero dejando a un lado la Korea Exchange cuyos contratos son de nacional muy pequeño, podría concluirse que los tres mercados más importantes son CME Group, Eurex y Liffe.

Mayores mercados regulados de derivados CUADRO 1
Numero de contratos negociados y/o liquidados

Posición	Mercado	Enero-Dic 2008	Enero-Dic 2007	% Variación
1	CME Group	3.277.645.351	3.158.383.678	3,8%
2	Eurex (inc. ISE)	3.172.704.773	2.704.209.603	17,3%
3	Korea Exchange NYSE Euronext	2.865.482.319	2.777.416.098	3,2%
4	Liffe	1.675.791.242	1.525.247.465	9,9%
5	CBOE	1.194.516.467	945.608.754	26,3%
6	BM&F Bovespa	741.889.113	794.053.775	-6,6%
24	MEFF	83.416.762	51.859.591	60,9%

Fuente: Futures Industry

En el Cuadro 2 se recogen la gama de productos de los tres principales mercados de derivados mundiales más MEFF,

Tipos de contratos negociados en los principales mercados mundiales de derivados

CUADRO 2

	CME Group ¹²	Eurex ¹³	Liffe ¹⁴	MEFF
Subyacente Contratos			(NYSE Euronext)	
Indices Renta Variable	✓	✓	✓	✓
Acciones individuales		✓	✓	✓
Tipos de interés	✓	✓	✓	✓ (sin actividad)
Materias Primas	✓	✓	✓	
Energía	✓	✓	✓	

¹² CME Group incluye los mercados Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board of Trade (CBOT) y New York Mercantile Exchange (NYMEX)

¹³ Eurex está participada a partes iguales por la Deutsche Börse AG y la SIX Swiss Exchange AG. En 2007 adquirió Internacional Securities Exchange Inc.

¹⁴ Liffe es el area de negocio de derivados del grupo NYSE Euronext Group y opera en los mercados de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa, Londres y Paris.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Divisas	✓		✓
Crédito (CDS)	✓	✓	✓

Dentro de cada tipo de subyacente, los contratos sobre Índices de renta variable se negocian en 35 mercados mundiales, mientras que los contratos sobre tipos de interés tanto a corto (15 mercados) como sobre bono nocial (21) tienen un menor número de alternativas de negociación como consecuencia, entre otros, de la concentración de la negociación en un único mercado europeo (Eurex tipos a largo y Liffe a corto) desde la entrada en vigor de la tercera fase de Unión Económica y Monetaria. Los contratos sobre divisas están listados en 14 mercados de derivados mundiales y existen 22 mercados en los que se negocian materias El Cuadro 3 recoge la distribución de la negociación mundial en número de contratos entre los diferentes segmentos de los mercados regulados:

Distribución negociación mundial por subyacente

CUADRO 3

Subyacente	% de negociación enero-junio 2008
Índices renta variable	32,7
Acciones individuales	31,7
Tipos de interés	21,9
Materias primas (agrícolas + metales)	7
Energía	3,3
Divisa	3,1
Otros (crédito, inflación, climáticos)	0,17

Fuente: World Federation of Exchanges septiembre/octubre 2008

El Cuadro 4 incluye la distribución de la negociación por región

Distribución negociación mundial por región

CUADRO 4

Subyacente	% de negociación enero-dic 2008
Norte América	39,63
Europa	23,61
Asía/Pacífico	28,18
Latinoamérica	4,84
Otros (Sudáfrica, Turquía, Israel, Dubai)	3,74

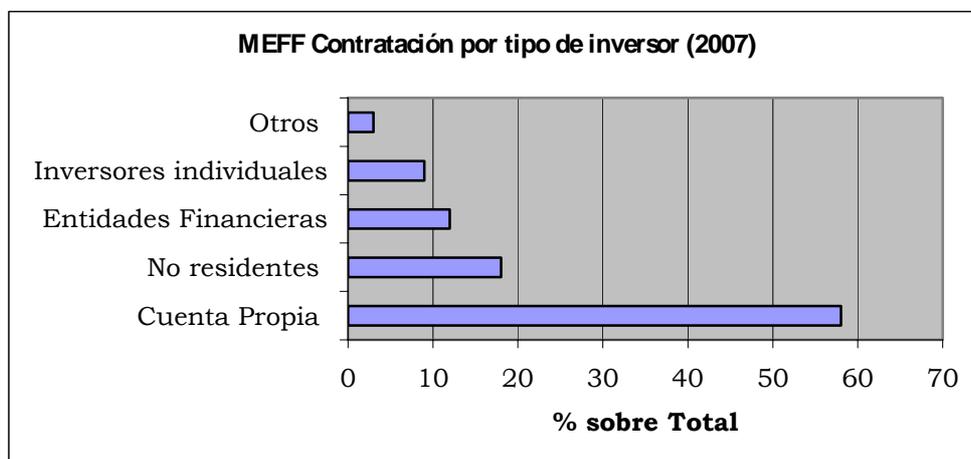
Fuente: Newedge

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

i) Participantes.

En términos globales, los participantes en los mercados regulados de derivados son fundamentalmente: entidades de crédito, ESI, IIC, aseguradoras y empresas. Además de la complejidad de los instrumentos negociados, el tamaño de los contratos, en términos de valor nominal, es elevado¹⁵ lo que limita la participación del inversor minorista. El segmento de tipos de interés a corto plazo y bono nocial ha sido tradicionalmente un nicho de participantes interbancarios. El segmento de crédito (CDS) también cuenta con una participación casi exclusiva de entidades de crédito y aseguradoras.

De acuerdo con datos de EUREX¹⁶, menos del 1% de la posición abierta global en los mercados regulados de derivados pertenece a los inversores minoristas. La participación minorista es mayor en el segmento de derivados sobre índices de renta variable y especialmente en los contratos sobre acciones individuales donde el nominal es significativamente menor¹⁷. MEFF tiene contratos de futuros mini Ibex-35 cuyo nominal es el valor del índice (aprox. 9.000€) y según la información del IOMA Derivatives Market Survey de 2007, el 75% de las operaciones en los futuros mini proviene de inversores minoristas frente al 5-15% en el resto de contratos de MEFF. Un porcentaje significativo de la negociación de MEFF (cercano al 58%) corresponde a la cuenta propia de los miembros del mercado.



ii) Situación competitiva de MEFF.

¹⁵ Como ejemplo, en el segmento de tipos de interés de Eurex, un contrato de futuros sobre el EONIA a un mes tiene un nominal de 3 Millones de euros, y los futuros sobre bono nocial de 100.000 euros.

¹⁶ Deutsche Börse Group. The global derivatives markets. An introduction.

¹⁷ En MEFF el nominal de los contratos de futuro y opción es de 100 acciones

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

De acuerdo con Porter (1991)¹⁸ podría deducirse que la estrategia competitiva o defensiva, seguida por MEFF es la del “Enfoque” o “Alta Segmentación”, que en este caso consiste en centrar su oferta de productos en el nicho de mercado de renta variable española, concretamente en los contratos de futuros y opciones sobre índices de renta variable y acciones individuales.

MEFF fue quizás por este motivo uno de los primeros mercados en incorporar en 2001 los futuros sobre acciones a su oferta de productos. Hasta septiembre de 2007, cuando se introdujeron los futuros sobre acciones internacionales, la gama de contratos únicamente estaba constituida por futuros y opciones sobre Ibex-35 y los valores componente del índice.

Dentro de la estrategia de segmentación en renta variable española, además, en los futuros sobre acciones, los cinco¹⁹ valores incluidos en el índice Eurostoxx 50 suponen la práctica totalidad de la actividad (97% de la negociación de futuros sobre acciones de MEFF en 2008), concentración que en menor medida también se da en el mercado de contado (SIBE). En los últimos años, este segmento ha supuesto el principal motor del crecimiento de la negociación y en 2008 han duplicado su contratación con respecto al año anterior.

Esta circunstancia tiene dos posibles lecturas, MEFF es capaz de competir con el resto de mercados en sus contratos de subyacente español, pero su actividad es cada vez más dependiente de los futuros sobre acciones, que están sujetos a la competencia internacional. En 2003 Liffe comenzó a ofrecer la negociación y liquidación de contratos de futuros con subyacentes españoles a quien se unió Eurex en noviembre de 2006. Hasta la fecha, MEFF mantiene la mayor cuota de mercado en la negociación de contratos de futuros con subyacente empresas españolas.

Un análisis en mayor profundidad conduce a identificar las siguientes amenazas competitivas a la posición de MEFF:

1. MEFF centra su estrategia en un único nicho (renta variable) sujeto a la creciente competencia de los dos mayores mercados europeos que ofrecen entrada a una mucha más amplia gama de subyacentes (índices supranacionales, tipos de interés, crédito, divisas, ...). En MEFF la diversificación internacional de los subyacentes es irrelevante ya que la negociación de futuros sobre acciones foráneas representa menos del 1% del total de futuros.

Por el contrario, un mercado global como Eurex está diversificado en una variedad de segmentos, ya que, un 40% del volumen de negociación proviene de sus contratos sobre tipos de interés. Dentro del segmento de las acciones individuales está a su vez diversificado en subyacentes nacionales/internacionales (el 35% del volumen negociado corresponde a empresas no alemanas).

2. Adicionalmente, la negociación de los futuros y opciones sobre acciones se realiza mayoritariamente de manera bilateral (65-70% según datos comunicados por MEFF a IOMA), mediante aplicaciones entre contrapartes, que podrían ser también miembros de los mercados competidores.

¹⁸ Porter, M. E. Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance 1985

¹⁹ BBVA, Iberdrola, Repsol, Santander y Telefónica,

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

3. A pesar de que MEFF parece mantener la hegemonía en la negociación sobre subyacentes españoles²⁰, existe el riesgo evidente de que en un momento dado se desplace a otros mercados que ofrezcan una mayor gama de productos (*one stop shop*); dado que, para los miembros, existen importantes economías de escala al utilizar una única plataforma de contratación y liquidación (de ahorro de costes operativos, posibilidad de compensar garantías con otros contratos, uniformidad en la regulación y supervisión).
4. Siguiendo con los modelos de negocio de la industria de mercados de valores enunciado por Galper (1999), que distingue tres tipos de modelo, global, regional, y diversificado, MEFF estaría encuadrado dentro del modelo de mercado regional, centrado en subyacentes de su mercado de origen, y con la participación mayoritaria de inversores nacionales²¹.
5. No obstante, recientemente MEFF ha iniciado un intento de diversificación de su negocio hacia el segmento de los derivados sobre energía (electricidad) con su participación, como Entidad Gestora, en las emisiones primarias de energía celebradas de acuerdo al RD 324/2008, de 29 de febrero. De momento, la aportación del negocio eléctrico a los resultados de MEFF es marginal.
6. Por último, hacer mención a que dentro del proceso de consolidación internacional de los mercados de derivados, MEFF junto con IDEM de Italia ha quedado al margen de acuerdos de cooperación/fusión en el ámbito europeo, y parece haberse decantado por la expansión hacia Latinoamérica donde dispone de una participación del 7,5% del capital de Mexder el mercado de derivados de México y la participación en una CCP en Colombia.

d) Tendencias en los mercados internacionales de derivados

i) Consolidaciones entre mercados

La globalización de los mercados financieros, unida a los avances tecnológicos que facilitan las interconexiones entre mercados, la convergencia regulatoria²², la posibilidad de encontrar economías de escala en el desarrollo y explotación de los costosos sistemas de negociación, y la salida a bolsa de los principales mercados, han promovido y facilitado un proceso incesante de consolidación en los mercados de derivados. Esta concentración no se ha detenido en las fusiones inter-mercados de derivados ya que también se han producido integraciones verticales dando lugar a mercados conjuntos de derivados y contado. Deutsche Börse fue uno de los pioneros en los años 90 a la que más tarde se unió BME de España. En la actualidad, BME, Deutsche Börse y NYSE Euronext mantienen plataformas diferentes para la de negociación de contado y derivados. Tanto

²⁰ En 2008, MEFF mantuvo una cuota del 75% con respecto a Eurex en los futuros sobre acciones de los cinco valores incluidos en el Euro Stoxx 50.

²¹ La participación en MEFF de inversores no residentes se ha ido incrementando hasta alcanzar el 18% del total del mercado. Sin embargo, sigue muy por debajo de Eurex que cuenta con 2/3 partes de la negociación es realizada por no residentes y donde también 2/3 partes de sus miembros son foráneos.

²² promovida desde IOSCO y CESR y puesta en vigor a través de las Directivas Europeas

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

NYSE Euronext (para 2009) como Eurex (2011) tienen planes de integración de las plataformas de negociación de los mercados de contado y derivados.

Los tres mercados regulados de derivados más importantes del mundo (CME Group, Eurex y Liffe) provienen de la consolidación de diferentes mercados dentro de su continente. Más allá de la consolidación continental Liffe, adquirida en 2001 por Euronext por 555 millones de Libras, pertenece a una alianza trasatlántica con la NYSE (EE.UU).

Principales fusiones de mercados de derivados

CUADRO 5

Año	Mercados Integrantes	Mercado resultante
1998	Deutsche Terminboerse Swiss Options and Financial Futures Exc.	Eurex (incluye desde 2001 Bolsa Frankfurt)
2000	Bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París (incluyen derivados)	Euronext
2002	Euronext, Liffe y Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (incluye derivados)	Euronext
2007	Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, New York Stock Exchange	CME Group
2007	NYSE y Euronext	NYSE Euronext
2007	Eurex e International Securities Exchange	
2008	Negociaciones fallidas entre NYSE Euronext y Deutsche Börse (Diciembre)	

De acuerdo con un informe de IOSCO²³ uno de los retos que presenta la supervisión de estos grupos con actividad en diferentes jurisdicciones está en la puesta en práctica de una supervisión coordinada entre los diferentes países implicados . El documento incluye entre las soluciones la búsqueda de acuerdos de cooperación e intercambio de información entre reguladores y la colaboración de las bolsas para llevar a cabo una supervisión más eficiente y efectiva. Cabe destacar la petición realizada por NYSE para que las actividades de Euronext mantengan la supervisión y regulación europea.

ii) Gama de productos internacionales.

El cuadro 2 recoge la gama de productos y subyacentes de los principales mercados mundiales. Puede apreciarse como en la actualidad los mayores mercados cuentan con una amplia gama de productos y dentro de cada una de

²³ Regulatory issues arising from exchange evolution

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

ellas, los contratos tienen como subyacente activos internacionales, algo que no era habitual en el pasado más reciente salvo en los contratos sobre bono nacional.

El negocio de los mercados de derivados hasta mediados de los años 90 estaba primordialmente basado en subyacentes domésticos con liquidación por entrega física. Estas dos características conferían un alto grado de diferenciación a cada mercado, lo que unido a la existencia de barreras de entrada²⁴ reducía el nivel de rivalidad entre mercados de diferentes países²⁵. En Europa, el segmento de los contratos sobre Bono Nacional constituía una excepción a la falta de rivalidad. El mercado británico Liffe tenía admitidos contratos sobre Bono Nacional de otros países, entre ellos España, y mantenía el liderazgo en la negociación de Futuros sobre Bono Nacional alemán (Bund). La alianza alemana-suiza Eurex, en parte gracias a su sistema electrónico de negociación frente a los entonces corros de Liffe, recupera en 1997 el liderazgo en los Futuros sobre Bund. El posterior proceso de Unión Monetaria provocó un desplazamiento de la negociación de los Futuros sobre Bono Nacional a Eurex y la práctica desaparición de los diferentes mercados nacionales entre ellos el español MEFF Renta Fija.

En la actualidad, el segmento de los contratos sobre acciones individuales está sujeto a la competencia internacional, a la entrada de sustitutos, constituidos por contratos con idénticas características²⁶. Salvo el Grupo CME, centrado en los índices, la mayoría de los mercados de derivados (MEFF incluido) cuentan entre su oferta contratos con contratos de futuros y opciones sobre acciones de empresas internacionales y no existen barreras de entrada ni objeciones normativas que impidan la deslocalización en la negociación de los subyacentes nacionales, de manera que pueden encontrarse futuros sobre una misma acción en diferentes mercados. La inicial dispersión en la negociación de los contratos se convierte en objeto de interés para los competidores que pugnan por concentrar y liderar el segmento y la preciada liquidez del contrato.

Los mercados de derivados regulados cuentan con barreras de entrada iniciales. Una vez en el mercado está en marcha, estas barreras constituyen un incentivo para repartir los costes fijos entre un mayor número de productos propiciando la ampliación de la oferta y diversificación de subyacentes. La alternativa de liquidación por diferencias elimina las dificultades y los mayores costes que supondría la liquidación por entrega en los contratos sobre acciones internacionales. También permite y facilita a cualquier mercado el lanzamiento de contratos sobre diversos subyacentes con independencia de su país de negociación en contado.

iii) Conexiones, accesos internacionales e inversión creciente en sistemas de negociación.

²⁴ Materializadas en una alta inversión en sistemas de negociación y red de comunicaciones, los procesos de aprobación del mercado y el saber hacer (know how) específico de los mercados de derivados.

²⁵ De acuerdo con el modelo de Porter (1985) en el sector había una reducida rivalidad por ausencia de productos sustitutivos.

²⁶ En el caso de MEFF los contratos de futuros sobre acciones españolas liquidables por diferencias son idénticos a los ofrecidos por Eurex y B.Clear

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Los avances tecnológicos han facilitado el acceso remoto internacional a los diferentes mercados de derivados mundiales así como su interconexión, y han proporcionado las herramientas para la puesta en práctica de diferentes *joint ventures*. Esta tendencia, ha encontrado en Europa un apoyo normativo en la primera Directiva de Servicios de Inversión de 1993 y de manera más firme aún en la Directiva que la sustituye, la MiFID en su artículo 42.

Las conexiones y accesos internacionales incluyen, desde la instalación de pantallas de negociación en otros países para facilitar el acceso remoto al mercado, hasta los acuerdos por los que se posibilita la negociación de contratos de otros mercados a través del sistema de negociación (*cross-listing*). En ambos casos, se trata de ampliar la base de clientes a quienes la localización del mercado no es un elemento esencial en su estrategia de inversión/coertura.

De nuevo, las importantes inversiones tecnológicas que los mercados necesitan acometer de manera continúa no sólo facilitan sino que propician las interconexiones entre mercados con el objetivo de ampliar la base de clientes y permitir una más rápida amortización de los sistemas de negociación. CME Group mantiene abiertos nudos de comunicaciones en Ámsterdam, Dublín, Londres, París, Milán y Singapur para mejorar y acelerar el acceso a sus mercados (al objeto de reducir el tiempo transcurrido entre la transmisión y la ejecución de la orden).

Según reconoce Eurex²⁷, un 50% del volumen de contratación en determinados segmentos de su mercado es atribuible a clientes que utilizan sistemas de negociación automatizados muy utilizados por los *hedge funds* y que de manera automática generan señales de compra y venta y envían las órdenes al mercado. Para hacer frente a este tipo de usuarios, los mercados de derivados necesitan una mejora continuada de sus sistemas de negociación que permita absorber un creciente flujo de órdenes por segundo. Esta creciente inversión en tecnología se constituye a su vez uno de los principales motivos para la consolidación de los mercados de derivados, ya que los clientes globales requieren productos globales y sistemas de negociación más eficientes que implican mayores inversiones. Para amortizar estas inversiones es preciso contar con una base amplia de inversores

iv) Inicio de registro operaciones OTCs

Como se ha comentado anteriormente en el apartado 1.a. varios mercados regulados de derivados han comenzado, o tienen previsto iniciar, el registro en sus Cámaras de Contrapartida Central de operaciones OTCs. En el apartado 6 relativo a las CCP se analiza en mayor profundidad esta nueva estrategia de los mercados así como los requisitos que las operaciones OTC a registrar deben cumplir para que la CCP aporte valor.

²⁷ Derivatives Exchanges. Hedge week Special Report, Jan 2008, página 7.

Mercados OTC

a) Características

De acuerdo con la definición de ISDA²⁸ una operación over the counter (OTC) es aquella realizada entre dos contrapartes y en la que los términos del contrato se determinan libremente (en contraposición con las realizadas en los mercados regulados en las que las características de los contratos están predeterminadas).

El mercado OTC es el segmento innovador por excelencia. La flexibilidad en los términos de los contratos y la especialización de sus participantes hacen del OTC el vehículo óptimo para el desarrollo de nuevos productos. Posteriormente, cuando el producto madura y su base de clientes se amplía, se inician los primeros intentos de estandarización. En la última fase de desarrollo algunos contratos OTC han acabado admitiéndose a cotización en los mercados regulados, si bien, no todos los productos OTC terminan, ni pueden terminar, negociándose en los regulados debido a su complejidad y dificultad de estandarización.

Con bastante frecuencia, se asimila el mercado OTC con un mercado bilateral si bien pueden distinguirse las siguientes alternativas de negociación: a) negociación bilateral donde creadores de mercado (dealers) hacen públicos precios de compra y venta vía teléfono o pantallas y todas las operaciones se ejecutan contra su cuenta propia (principal), b) negociación multilateral en la que existe una pantalla operada por uno o varios intermediarios (broker) y las operaciones se ejecutan entre terceros sin que el intermediario sea contrapartida (agency).

La tendencia del mercado OTC es negociar un mayor número de operaciones en sistemas electrónicos quedando la negociación telefónica para aquellos contratos más complejos y con menor grado de estandarización. En Europa, de acuerdo con el informe de ICAP²⁹, el 80% de la negociación de CDS sobre índices y el 50% de los CDS sobre una entidad (*single name*) se realiza de forma electrónica. La negociación en plataformas electrónicas, unida a la estandarización e incluso registro en cámaras de contrapartida central, son señas de cierta convergencia entre los mercados OTC y los regulados. Los derivados sobre crédito, el segmento más innovador y de mayor crecimiento hasta 2008 cuenta, junto con los swaps de tipos de interés, cuentan con las mayores semejanzas con los mercados regulados, debido a que, en ambos casos los contratos están estandarizados, un porcentaje elevado se negocia en plataformas electrónicas y en el caso de los swaps un 40% se registra en cámaras.

Uno de los términos utilizados para referirse al mercado OTC es el de no regulado. A diferencia de los mercados regulados, la actividad del mercado OTC no está sujeta a la supervisión directa de los reguladores aunque sí lo están los mayores intervinientes, las entidades de crédito (con excepción de los hedge funds); de tal manera que, los reguladores con competencia en supervisión bancaria pueden tener acceso a la actividad en los mercados OTC de las entidades supervisadas.

Por otra parte destacar que en la mayoría de situaciones las operaciones en el segmento OTC en contratos cuyo subyacente son activos cotizados generan transacciones en los mercados organizados objeto de supervisión, que pueden tener incidencia en el proceso de formación de precios, motivo por el cual, los reguladores

²⁸ Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc

²⁹ ICAP White Paper, The Future of OTC Markets, Nov 2008, pg 12

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

con competencia en la supervisión de sus respectivos mercados vienen ejerciendo también una cierta actividad de control sobre la operativa OTC.

Los derivados OTC suelen negociarse de manera bilateral y en la mayoría de los casos se liquidan también bilateralmente lo que hace que los contratos además del riesgo de mercado estén sujetos al riesgo de crédito frente a la contrapartida de la operación.

Para limitar el riesgo de crédito, los contratos OTC están sujetos a acuerdos de colaterales por los cuales las contrapartes se obligan a mantener garantías que podrán ser utilizadas en caso de incumplimiento. Según el último informe de ISDA³⁰, el 63% de los contratos OTC realizados en 2008 está sujeto a colaterales (30% en 2003) siendo los contratos sobre crédito los que tienen un % mayor (74%) ya que tener éstos contratos un plazo mayor suponen una exposición al riesgo de contraparte superior.

En un principio, los nuevos contratos del mercado OTC surgen para satisfacer necesidades de cobertura/inversión muy concretas por lo que se trata de instrumentos a medida. Con el tiempo, un mayor número de entidades comienza a utilizarlos y pueden acabar estandarizándose una parte significativas de sus características (nominal del contrato, vencimiento...) aunque sin llegar a la plena fungibilidad de los contratos negociados en mercados regulados. Esta circunstancia tiene implicaciones importantes:

- En los mercados regulados, los contratos pendientes de liquidación pueden cerrarse antes de su vencimiento realizando una operación contraria en el mercado. En el mercado OTC, si una contraparte quiere cerrar su posición en un determinado contrato, lo habitual es que realice un contrato similar pero de sentido contrario (offsetting transaction) con una tercera entidad³¹. De esta forma elimina el riesgo de mercado de la operación pero mantiene abierto riesgo de crédito frente a dos contrapartes la original y la nueva que le sirve de “cobertura” del riesgo de mercado. Este es uno de los motivos por los que el volumen de operaciones abiertas es mucho mayor que en los mercados regulados, ya que en éstos las posiciones pueden cerrarse mientras que en el mercado OTC las operaciones se “cancelan” abriendo una nueva.
- La confirmación y registro de las operaciones realizadas en los mercados regulados es automática ya que el sistema de negociación está conectado con los de liquidación y compensación. En el caso de las operaciones OTC, el proceso es mucho más lento (T+5 para los contratos más estandarizados y mayor para el resto), siendo motivo de preocupación en el año 2005 por parte de la FSA y Reserva Federal (Fed)³² por el riesgo que presentan los retrasos en la confirmación de operaciones. A finales de 2005 en reuniones de la FSA y la Fed con los mayores participantes, éstos se comprometieron a reducir las operaciones pendientes de confirmación y pasar a un sistema automático de confirmación por el que actualmente se incorporan el 80% de las operaciones. La Depository Trust & Clearing Corporation de EE.UU ofrece a través de Deriv/SERV's un servicio de confirmación de operaciones OTC incluidos los CDS.

³⁰ International Swaps and Derivatives Association, Inc. Margin Survey 2008.

³¹ Podría pactar una cancelación anticipada con la contraparte e incluso entrar en una novación con un tercero

³² New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives, BIS, Mar 2007. pg 9

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

b) Participantes y tamaño

En relación con los mercados regulados, el tamaño del segmento OTC es varias veces superior especialmente en los contratos de tipos de interés y divisas. En los contratos sobre renta variable (índices y acciones) la cuota del OTC y regulado se iguala llegando cada uno de ellos al 50%. Una de las posibles causas de esta mayor igualdad en la cuota regulados/OTC en los contratos sobre renta variable podría encontrarse en el menor tamaño nominal de los contratos en los mercados regulados, que facilitaría el acceso y propiciaría la mayor participación de minoristas (ausentes de los mercados OTC) que acudirían, en su totalidad, a los mercados regulados.

Con respecto a los subyacentes, los contratos sobre tipos de interés representan casi tres cuartas partes del nominal vivo siendo los contratos sobre renta variable los que menor volumen vivo suponen. El carácter eminentemente interbancario de los mercados OTC hace que los swaps sobre tipos de interés sean el contrato más negociado y el de mayor volumen pendiente de vencimiento (50% del total).

El citado estudio de ICAP³³ estima que cada día se producen 2 millones de transacciones en los mercados OTC por un nominal de 5 billones de dólares. Esto daría una operación media teórica de unos 2,5 millones de dólares lo que supondría la participación exclusiva de mayoristas en el mercado.

Nocionales pendientes en miles de Millones de \$

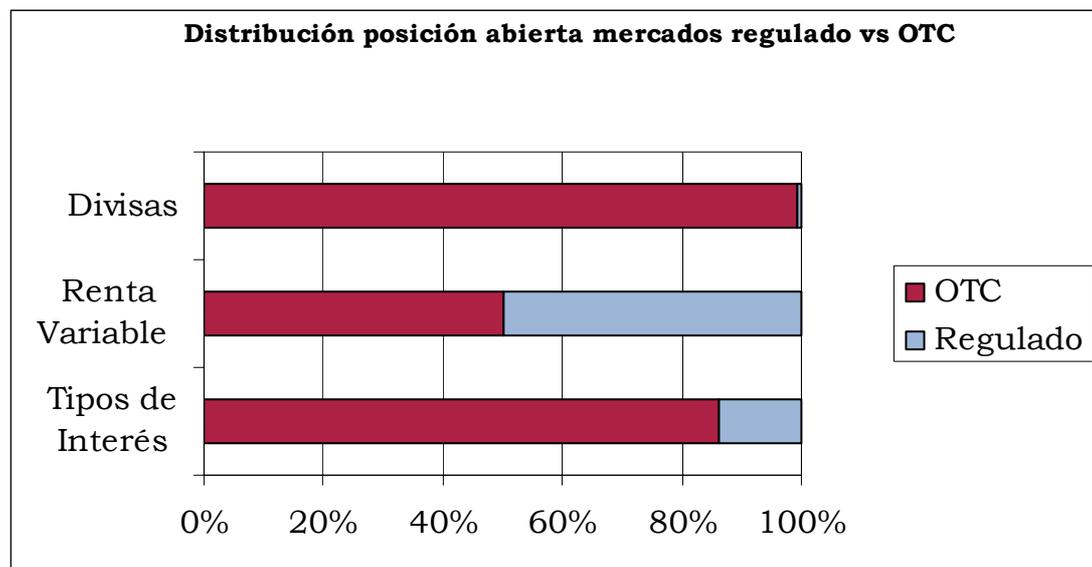
CUADRO 6

(% sobre Nocial del Valor de Mercado de los contratos)

Subyacente	dic-07	jun-08	Dic-08
Tipos de Interés	393.138 (1,8%)	458.304 (2,0%)	418.678 (4,4%)
Divisas	56.238 (3,2%)	62.983 (3,5%)	49.753 (7,8%)
Credit Default Swaps	57.894 (3,4%)	57.325 (5,5%)	41.868 (13,5%)
Materias Primas	8.455 (22,4%)	13.229 (16,7%)	4.427 (21,5%)
Renta Variable	8.469 (13,4%)	10.177 (11,2%)	6.494 (17,4%)
TOTAL	524.194 (2,6%)	602.018 (3,0%)	521.220 (5,7%)

Fuente BIS

³³ ICAP White Paper, The Future of OTC Markets, Nov 2008, pg 7



Fuente BIS

Lo más relevante de los últimos datos recogidos en el informe semestral del BIS³⁴ de mayo de 2009 es la disminución, por primera vez desde 1999, del volumen de contratos abiertos (-13%) especialmente significativos en el caso de los contratos sobre materias primas (-65%), renta variable (-36%) y CDS (-27%). Además, se ha producido un incremento del valor de mercado de los contratos como consecuencia de las importantes variaciones de precios de los activos subyacentes producidas en el segundo semestre de 2008. En el caso de los CDS, se confirma el cambio de tendencia observado en el anterior informe del BIS con datos a junio en el que por primera vez se producía un descenso en los volúmenes pendientes de liquidar de éstos contratos.

En relación con los participantes del mercado, los datos remitidos al BIS muestran que las contrapartes de los contratos son mayoritariamente bancos, ESI, compañías de seguros y grandes empresas. En los contratos sobre tipos de interés sólo el 10% del nominal vivo a junio de 2008 pertenece a contrapartes no financieras. En los CDS, el 57,7% del nominal vivo pertenece a Creadores de Mercado (principalmente Bancos de Inversión), el 23,9% a bancos y ESIs no creadores, el 16% a otras instituciones financieras (incluye Hedge Funds), el 1% a compañías de seguros y empresas no financieras el 1,6%.

DTCC ha comenzado a publicar semanalmente datos sobre CDS (Nominal y N° de contratos) que se confirman a través de DTCC Deriv/SERV's. En los cuadros publicados se distinguen compras y ventas agrupadas entre creadores de mercado y resto de participantes cuyas cuotas de mercado vienen a coincidir con los datos del BIS. El cuadro 7 del siguiente punto contiene la información disponible a febrero de 2009.

³⁴ BIS (2008), *OTC derivatives markets activity in the first half of 2008*. Incluye datos remitidos por los bancos centrales del G-10.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

c) Posibles efectos de la reducción de actividad de bancos de inversión y *hedge funds*.

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 podría tener consecuencias negativas sobre los niveles de contratación del mercado OTC al afectar directamente a los participantes más activos (entidades financieras y *hedge funds*) que en determinados productos tienen una participación casi absoluta, algo que no sucede con la misma intensidad en la mayoría de productos negociados en mercados regulados, concretamente:

- Los bancos de inversión³⁵ que actúan como creadores de mercado asumiendo posiciones por cuenta propia y que, ante las dificultades para obtener capital en los mercados y para reducir el apalancamiento, podrían reducir la asunción de riesgos/posiciones OTC. La recomendación primera del informe del Grupo de los 30 sobre Reforma Financiera aboga por la limitación sujeta a requisitos de capital y liquidez de la toma de posiciones por cuenta propia por parte de las entidades de crédito.
- Los *hedge funds* afectados por un proceso de desapalancamiento/cierre de posiciones para: a) cubrir pérdidas en otros mercados b) hacer frente a aumento de garantías en las posiciones bilaterales por el aumento del riesgo de contraparte c) satisfacer reembolsos de partícipes en los periodos de salida. Según estimaciones de J.P. Morgan Chase³⁶ se esperan salidas de 150.000 Millones de dólares en 2009 lo que debido al apalancamiento de los Hedge supondría la venta de 400.000 Millones de activos. En 2008 se registraron salidas de fondos por valor de 3900.000 Millones de dólares.

Si se centra el análisis en los derivados sobre crédito³⁷, el segmento con mayor participación de bancos y *hedge funds*, se aprecia que ya ha mostrado en 2008 la primera señal de estancamiento. El último informe del BIS con datos hasta junio de 2008 recoge la primera reducción (-1% frente a incrementos anuales del 45% en los tres últimos años), desde que se incluyen datos, en el nominal vivo del segmento de derivados sobre crédito (57 billones de \$) debido a cancelaciones multilaterales de CDS. Dado que la fase más virulenta de la crisis financiera se registró en septiembre de 2008, es muy probable que desde junio las entidades más activas hayan continuado reduciendo su exposición para reducir su riesgo de mercado y crédito. Así lo confirman los últimos datos de la Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC) que recoge una reducción a la mitad (28 billones de \$) del importe nominal de los contratos vivos:

³⁵ De los cinco grandes Bancos de Inversión norteamericanos, Bear Sterns fue adquirido por J.P Morgan Chase, Lehman Brothers quebró, Merrill Lynch fue adquirido por el Bank of America, y por último Morgan Stanley y Goldman Sachs solicitaron a la Reserva Federal su cambio de estatus a Bank Holding y ya han anunciado una reducción en los niveles de riesgo por cuenta propia a asumir lo que reducirá su cartera de derivados OTC.

³⁶ Financial Times reports October 16, 2008

³⁷ Cuyo primer contrato fue creado por J.P. Morgan en 1997 que durante los últimos años ha sido el segmento más dinámico y con mayores tasas de crecimiento.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

CDS Nacionales pendientes a 5/05/09 CUADRO 7
(miles de millones de \$)

Nacional vivo	27.693
Participación dealers en compras CDS	91,54%
Participación dealers en ventas CDS	92,35%

Fuente Depository Trust & Clearing Corp. (DTCC)

Paradójicamente, la contracción de la actividad en los derivados sobre crédito coincide con su creciente utilización como indicadores de la solvencia de las entidades de referencia, especialmente en el sector bancario, e incluso del riesgo soberano. La retirada o menor actividad de los bancos de inversión como creadores de mercado puede tener incidencia sobre los precios de los CDS:

- Se reducen tanto las entidades creadoras de mercado, como su nivel de actividad por lo que la representatividad de los precios ofertados puede resentirse. A ello, se añade la necesidad de muchos bancos y fondos de reducir su posición en productos OTC a “cualquier” precio (*distressed prices*), circunstancia que también se reflejaría en las cotizaciones tensionándolas y desviándolas de los niveles de arbitraje habituales.
- Los compradores de protección tienen una mayor percepción del riesgo de crédito que asumen frente al vendedor del CDS (entidades de crédito en problemas) lo que penalizaría las cotizaciones.

Elizalde y Gallo (2008)³⁸ con datos del informe de BBA de 2006 recogen que la cuota de mercado los bancos se acerca al 60% de las compras y al 45% de las ventas de derivados de crédito mientras que los Hedge Funds alcanzan el 27% de las compras y el 32% de las ventas. El resto de contrapartes habituales son fondos de pensiones y aseguradoras (vendedores netos) y grandes empresas. De acuerdo con los autores, es probable que la cuota de bancos y Hedge vaya disminuyendo al ir entrando nuevos participantes e incrementar su actividad los ya existentes.

El incremento de la volatilidad de los mercados financieros ha tenido efectos sobre todos los participantes del mercado ya que:

- El aumento de la volatilidad conlleva que los modelos de medición de riesgo de mercado asignen mayores pérdidas potenciales a las posiciones reduciendo la capacidad operativa de las entidades al alcanzarse antes los límites de riesgo preestablecidos.
- Una mayor volatilidad incrementa las primas de los contratos opcionales encareciendo la toma de posiciones compradoras de volatilidad.

³⁸ Understanding Credit Derivatives, Abel Elizalde y Alberto Gallo Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera, Mayo 2008

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- Se incrementa la percepción del riesgo de contraparte lo que provoca un incremento de las garantías exigidas (colaterales) y la reducción de líneas de riesgo bilaterales y por lo tanto la capacidad operativa. Puede traducirse también en un posible traslado de posiciones a mercados regulados y cámaras de contrapartida cuando esto sea posible

Por último, mencionar que la complejidad de algunos derivados OTC (especialmente en el segmento de crédito) ha motivado una deficiente comprensión de sus riesgos y valoración. Los problemas generados por esta complejidad y las consecuencias que han tenido en las valoraciones de emisiones que en teoría contaban con elevadas calificaciones crediticias ha favorecido cierto consenso hacia una concentración de la negociación en aquellos contratos más sencillos (*flight to simplicity*). Esta mayor simplicidad podría favorecer la estandarización y la liquidación de los contratos en cámaras de contrapartida central.

d) Presiones de una mayor transparencia y supervisión del segmento OTC. Implicaciones de la reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

Durante la segunda mitad de 2008, ha habido una creciente presión hacia una mayor transparencia de las operaciones en el mercado OTC, representada en Europa por el Comisario Europeo de Mercado Interior y Servicios y por la iniciativa de IOSCO creando en noviembre de 2008 un Grupo de Trabajo (Task Force) para examinar las alternativas para dotar de una mayor transparencia y regulación al mercado OTC y a los productos estructurados.

Por su parte, el Grupo de los 30 en su informe de 2009 sobre la Reforma Financiera³⁹, recoge en su recomendación 15 la necesidad de establecer un sistema formal de regulación y supervisión de los mercados OTC que dada su naturaleza global debería realizarse a escala internacional con intercambio de información entre supervisores.

En este mismo sentido se ha manifestado el nuevo Secretario del Tesoro de EE.UU. Timothy Geithner y la SEC⁴⁰. El borrador de la Ley de transparencia para los derivados financieros⁴¹ incluye limitaciones tales como la prohibición de la contratar CDS salvo que la contraparte tuviese posiciones en los subyacentes del contrato.

En Europa, la FSA, en su calidad de supervisor único de valores, banca y seguros, viene recibiendo información sobre las operaciones que realizan las entidades supervisadas, incluidas por tanto los contratos OTC en los que intervienen.

Por otra parte, CESR parece haber optado por una aproximación gradual, y tiene previsto para el tercer trimestre de 2010 ampliar la obligación de comunicación de operaciones, a aquellas que se consideren de interés supervisor dentro de las efectuadas en el segmento OTC, cuyos subyacentes sean valores admitidos a negociación en un mercado regulado. A tal fin CESR ha puesto en febrero de 2009 una consulta previa a la industria para identificar posibles estándares de comunicaciones.

³⁹ Group of Thirty, Financial Reform A framework for financial stability, 15 January 2009

⁴⁰ Por medio de su Director de Negociación y Mercados en la comparecencia de noviembre de 2008 ante el Comité de Agricultura del Congreso, reconoció que la actual Securities and Exchange Act deja fuera de la supervisión instrumentos derivados de riesgo de crédito OTC tan populares como los CDS por lo que el Presidente de la SEC ha solicitado al Congreso su reforma urgente

⁴¹ Derivatives Markets Transparency and Accountability Act. House Committee on Agriculture.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Es importante destacar que, en el caso de España, la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores incluye una muy significativa novedad relacionada con la transparencia de las operaciones en instrumentos financieros OTC:

El nuevo artículo 59 bis de la Ley 24/1988 establece que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV a más tardar, al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. La definición de instrumento financiero del artículo 2 de la Ley 24/1988 recoge la práctica totalidad del mapa de derivados y subyacentes conocidos hasta la fecha, ya se trate de contratos a plazo *forward*, opciones, o *swaps*, sobre cualquier tipo de subyacente (acciones e índices, bonos, divisas, tipos de interés, materias primas, variables climáticas o riesgo de crédito como los CDS). Incluye por tanto, la totalidad de instrumentos financieros previstos en la sección C del Anexo I de la MiFID, con independencia de si negocian en un mercado regulado o no (OTC) y sin delimitar tampoco ésta circunstancia al subyacente del contrato. Las operaciones deberán remitirse, desde enero de 2009, utilizando los 23 campos predefinidos en el Reglamento (CE) 1287/2006 a los que se añaden la identificación de las contrapartes (con nombre, apellidos y NIF/CIF).

La reforma de la Ley española ha sido especialmente ambiciosa ya que la obligación de comunicación de operaciones del artículo 25.3 de la MiFID se circunscribe, exclusivamente, a las operaciones sobre instrumentos financieros admitidas a cotización en un mercado regulado, excluyendo por tanto a los OTC.

No cabe duda que la recepción diaria de información sobre operaciones OTC supone para la CNMV además de una considerable ampliación de competencias, una nueva y valiosa herramienta de supervisión y de análisis del riesgo, casi en tiempo real, de la actividad en estos mercados efectuada por entidades de crédito, ESI, IIC y sociedades cotizadas. Para maximizar la utilidad de la información recibida diariamente, es imprescindible acometer un proceso significativo de inversión en nuevos procedimientos de supervisión, medios humanos y sistemas informáticos, avanzados y altamente especializados, que permitan extraer, explotar y analizar ágilmente las características definatorias de las operaciones a partir de los campos de los ficheros reportados; tarea especialmente compleja, debida principalmente a la ausencia de estandarización característica de gran parte de este tipo de productos y a su constante evolución tanto por innovación financiera como por adaptación a las barreras regulatorias.

Cámaras de Contrapartida Central (CCP).

1) Funciones y mecanismos de gestión de riesgos.

Los contratos de derivados negociados en los mercados regulados se compensan⁴² y liquidan en una Cámara de Contrapartida Central que garantiza el cumplimiento de las obligaciones, sustituyendo cada contraparte el riesgo de crédito bilateral por el riesgo de crédito frente a la CCP. Por el contrario, en los contratos OTC la mayoría de las operaciones se liquidan bilateralmente entre las contrapartes, asumiendo éstas riesgo de crédito.

Una CCP es una entidad que se interpone entre las contrapartes de un contrato de derivados, siendo el comprador para todos y cada uno de los vendedores y el vendedor para todos y cada uno de los compradores de los contratos registrados. La figura legal por la que la CCP se interpone entre comprador y vendedor se conoce como novación que consiste en la sustitución del contrato original entre las contrapartes por otro nuevo de cada uno de ellos con la CCP.

Al interponerse entre las partes y garantizar el buen fin de los contratos, la CCP asume riesgo de crédito frente al comprador y frente al vendedor del contrato. Al estar casadas las posiciones compradoras y vendedoras, en condiciones normales, la CCP no asume inicialmente riesgo de mercado, pero sí lo asumiría cuando una de las partes incumpliera, ya que la CCP quedaría con una posición abierta como contraparte compradora o vendedora.

En el desarrollo de su función de contrapartida podemos deducir una primera conclusión sobre el funcionamiento de las CCP:

Las CCP concentran el riesgo sistémico por lo que resulta vital contar con un diseño, herramientas de medición y control de riesgo y capitalización que, en la medida de lo posible prevenga y mitigue la extensión de un incumplimiento al resto de participantes. Además, al tener los instrumentos derivados un plazo mayor hasta su liquidación, el riesgo de incumplimiento de una de las contrapartes es mayor que en la liquidación bursátil o de renta fija.

Para evitar, en la medida de lo posible, los incumplimientos y resolverlos una vez producidos, las CCP están dotadas de un sistema de control de riesgos que de acuerdo con Bliss y Steigerward (2006)⁴³ puede diferenciarse en tres estadios:

a) Restricciones al acceso de miembros liquidadores.

La CCP únicamente permite la admisión de miembros liquidadores con un determinado nivel de recursos propios y unas capacidades operativas y técnicas mínimas que le permitan realizar sus funciones (cálculo y solicitud de garantías, liquidaciones diarias y a vencimiento de los contratos) frente a otros miembros no liquidadores y clientes.

⁴² Robert Bliss and Robert S. Steigerwald, Derivatives clearing and settlement: A comparison of central counterparties and alternative structures, 4Q/2006 Economic Perspectives, Fed Chicago, recogen que la Compensación incluye procesos post-negociación como: confirmación, case de operaciones y registro y funciones de gestión de riesgos: neteo, cálculo de garantías. La Liquidación incluye la transferencia de dinero y/o valores para hacer frente a las obligaciones de los contratos.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- b) Limitar el coste de reemplazo de los contratos mediante la solicitud y mantenimiento de garantías, y límites operativos.

En caso de incumplimiento la CCP asume la posición y debe proceder a liquidarla contra el mercado. A partir de ese momento, la cámara asume riesgo de mercado. En determinadas situaciones, no es posible liquidar inmediatamente la posición (por falta de liquidez o por un potencial impacto en el mercado) por lo que la CCP debe realizar operaciones de cobertura del riesgo de mercado mediante compra-ventas en los mercados de contado y/o derivados. Para limitar su riesgo, la cámara calcula para cada contrato y subyacente una garantía (*inicial margin*) suficiente para cubrir las variaciones de precios (riesgo de mercado) de las sesiones (entre 1 y 3) que estime necesarias para cerrar la posición en caso de incumplimiento, con un intervalo de confianza de entre 95-97%. Las garantías deben ser suficientes para cubrir variaciones de precios no extremas pero sin que desincentive la utilización de la CCP por ser extremadamente conservadoras. El estándar 2 de la EACH⁴⁴ rechaza la búsqueda de ventajas competitivas mediante la relajación de los requisitos de garantías por debajo de los límites prudenciales con el fin de atraer participantes de mercados competidores. Es decir, descarta la competencia entre mercados con contratos similares basada en la exigencia de garantías inferiores a las requeridas por una estimación prudente del riesgo de la posición.

Adicionalmente, las CCP siguen dos procedimientos para mantener el nivel de garantía inicial (*variation margin*):

- i) Cada día a cierre de sesión las CCP valoran las posiciones en derivados⁴⁵ a mercado, de manera que cada posición paga o recibe las variaciones de precios registradas (*mark to market*). De esta forma la garantía diaria se mantiene sin verse afectada por las variaciones diarias de precios.
- ii) En otro modelo de gestión de riesgos, otras CCPs solicitan garantías adicionales (*margin call*) cuando las variaciones diarias negativas acumuladas de la posición hacen descender la garantía inicial por debajo de un determinado nivel (*maintenance margin*).

Además, las CCPs tienen establecidos límites a las posiciones abiertas de los miembros liquidadores en función de sus recursos propios y concentración sobre el total del mercado. Por ejemplo, en el caso de MEFF y MFAO, además existe un límite operativo diario que acota en sesión el riesgo incremental que la operativa del liquidador incorpora a la cámara y en caso de rebasarse los niveles preestablecidos de riesgos, MEFF solicitaría garantías extraordinarias.

- c) Reparto de pérdidas entre los Liquidadores (*loss mutualization*).

La mayoría de CCP, aunque no es el caso de las españolas⁴⁶, cuenta con un denominado Fondo de Liquidadores (*clearing fund*) constituido por garantías depositadas por todos los miembros liquidadores y cuyo objetivo es hacer frente a las

⁴⁴The European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH), Inter-CCP Risk Management Standards

⁴⁵ En el caso de MEFF los contratos de opción no tienen liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias si bien los vendedores deben actualizar las garantías en función de los parámetros de cálculo de la sesión.

⁴⁶ MEFF y MFAO no disponen por el momento de este fondo de liquidadores.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

pérdidas generadas por un hipotético incumplimiento que superasen todas las garantías depositadas por el incumplidor.

Además de las anteriores salvaguardas, las CCP cuentan con los siguientes recursos adicionales:

d) Recursos Propios de la CCP.

En la mayoría de CCP los recursos propios se utilizarían si después disponer de las garantías del incumplidor y del fondo de liquidadores resultasen insuficientes para cubrir las pérdidas. En el caso de España, al no existir fondo de liquidadores, MEFF y MFAO deberían resolver exclusivamente con sus recursos propios los incumplimientos que supusieran pérdidas por encima de las garantías aportadas por el incumplidor.

e) Contratos de seguros externos.

Algunas CCP (LCH.Clearnet Ltd) tienen contratos de seguros para cubrir eventuales incumplimientos hasta un determinado importe. No consta que los mercados españoles tengan contratados este tipo de seguros.

Bliss y Steigenward (2006) señalan que la novación y los mecanismos de gestión del riesgo de crédito de las CCP tienen importantes efectos sobre la liquidación de los instrumentos derivados:

- El riesgo de crédito se homogeneiza ya que los Liquidadores están sujetos a las mismas exigencias de solvencia y supervisión.
- El anonimato de la CCP reduce los costes de información existentes en el segmento OTC en el que los participantes deben evaluar la solvencia de su contraparte. Es decir, la gestión del riesgo de crédito se delega en la CCP.

2) Figuras jurídicas y propiedad de las principales CCPs.

Existen en Europa y Estados Unidos diferentes figuras jurídicas y modelos de negocio bajo las que actúan las CCP. Russo, Hart y Schönenberger⁴⁷ (2002) destacan que la principal diferencia entre las CCP de ambos continentes estriba en que las norteamericanas tienden a estar más especializadas mientras que las europeas ofrecen servicios a una amplia gama de productos además de los derivados (acciones, bonos, repo y OTCs).

Tradicionalmente, los mercados de derivados tenían integrada su CCP⁴⁸ que únicamente daba contrapartida a sus productos o la cámara se constituía en una entidad jurídica independiente, propiedad del mercado de derivados o de sus miembros. La posterior salida a bolsa de los propios mercados, las alianzas internacionales y las economías de escala también ha propiciado un proceso de concentración de las CCP. El trabajo de Russo *et al* diferencia cuatro tipos de consolidación en las CCP europeas:

⁴⁷ The evolution of clearing and central counterparty service for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: A comparison. Occasional paper ECB September 2002, pg 19.

⁴⁸ Es el caso de MEFF y MFAO

Tipo de consolidación	CUADRO 8
Bolsas CCPs implicadas	
Horizontal dentro de la misma jurisdicción	Antigua London Clearing House ⁴⁹ (Liquida todos los derivados de Reino Unido)
Horizontal con liquidación en otras jurisdicciones (cross-border clearing)	Antigua Clearnet (Francia, Bélgica, Holanda y Portugal) Eurex (Alemania y Suiza)
Horizontal con liquidación de otros productos (cross-product clearing)	Antigua London Clearing House (derivados y acciones) Antigua Clearnet (derivados y acciones)
Vertical	Eurex (negociación derivados) con Deutsche Börse (acciones) y Eurex Clearing (liquidación) Nyse Euronext (negociación) y LCH. Clearnet (El 22 de octubre se ha anunciado la intención de fusión de LCH.Clearnet con DTCC de EE.UU.)

Las consolidaciones de CCP que operan en diferentes países requieren la cooperación y la coordinación de los diferentes supervisores implicados. El mayor exponente es el caso de LCH.Clearnet, donde por las complejidades jurídicas que presentaría una supervisión consolidada, ésta se realiza en cada uno de los países en los que opera (Bélgica, Francia, Luxemburgo, Holanda, Portugal y Reino Unido). Las diferentes autoridades competentes en la supervisión (comisiones de valores y bancos centrales) han firmado un *memorandum of understanding* (MOU) para establecer los términos bajo los que se desarrolla la cooperación entre autoridades.

Con respecto a la figura jurídica existen varias alternativas lo que condiciona la autoridad supervisora de la CCP (comisión de valores y/o banco central), según se trate de:

- Entidad de Crédito:

⁴⁹ London Clearing House se fusionó en 2003 con Clearnet (Liffe.Clearnet) tras la integración en 2002 de los mercados Euronext y Liffe (Euronext-Liffe).

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- Eurex Clearing filial perteneciente a Eurex Frankfurt AG (50% Deutsche Börse AG y 50% SWX Swiss Exchange) y bajo la supervisión de la BaFin de acuerdo con la Ley de Bancaria alemana.
- LCH.Clearnet (73,3% Miembros, 15,8% Euroclear, Bolsas, 10,9%,) con dos figuras jurídicas: a) Francia (LCH. Clearnet SA) autorizada como entidad de crédito (bajo la supervisión de Banque de France, Autorité des Marchés Financiers, Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement, Commission Bancaire) y sujeta a requisitos cuantitativos de capital similares a los de las ESIS y Entidades de Crédito y b) Reino Unido (LCH. Clearnet Ltd) supervisada y autorizada por la FSA bajo la categoría de Clearing House.
- Empresas pertenecientes a los mercados de derivados.
 - MEEF (autorizado por la OM de 8 de julio de 1992) y propiedad de Miembros del mercado y MFAO cuyo sistema de liquidación y compensación se reconoce en la Orden ECO/3520/2003 y cuyos accionistas incluyen miembros, la Junta de Andalucía y empresas del sector del aceite de oliva. Ambos mercados y sus CCPs son supervisados por la CNMV.
 - CME Group. La CCP es una división del grupo CME cotizado en NASDAQ. Como el resto de CCP de derivados de EE.UU. está bajo la aprobación y supervisión de la CFTC, aunque está prevista una reforma en la arquitectura supervisora de los EE.UU. hacía un sistema más integrado en el que la Reserva Federal jugará un papel preponderante en detrimento de la SEC y CFTC. CME Clearing liquida el 90% de los contratos de negociados en mercados regulados de EE.UU.

Las CCPs son un área negocio clave para los mercados regulados de derivados ya que:

- Dada la especialización técnica y los requisitos de capital necesarios, protegen a los mercados de la competencia de plataformas alternativas de negociación que sí coexisten con los mercados de contado (Turquoise, Chi-X ya ofrecen sus servicios sobre acciones españolas) en los que la liquidación puede realizarse a través de depositarios internacionales de valores. Por este motivo, la competencia en productos estandarizados, tiene lugar entre los propios mercados regulados.
- Es un servicio de alto valor añadido que genera importantes comisiones para los mercados y que dada la creciente percepción del riesgo de contraparte, se ha convertido en un interés para los usuarios de los mercados, que miran hacia las CCP como una vía de reducción de riesgos y de consumo de los recursos de capital disponibles.

3) Requisitos/estándares aplicables a las CCPs.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Pese a que múltiples trabajos⁵⁰ destacan los beneficios de las CCP sobre la estabilidad y eficiencia de los mercados financieros, también existe coincidencia en los riesgos de potenciales quiebras de las CCPs, improbables pero que se han producido (París 1973, Kuala Lumpur 1983 y Hong Kong 1987) como recogen Knott y Mill (2002)⁵¹, y su efecto contagio sobre el sistema especialmente cuando su tamaño y riesgos gestionados continúan creciendo.

En el ámbito europeo ninguna Directiva establece unos requisitos mínimos de solvencia y capacidad de gestión de riesgo aplicables a las CCPs de derivados que reforzasen su diseño y esquema de funcionamiento. La Directiva 98/26/EC sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores no aborda estas cuestiones que sí están recogidas en las recomendaciones internacionales de IOSCO que se detallan en el apartado b). La MiFID se circunscribe a la libertad de acceso a los sistemas de compensación y liquidación de los países miembros.

a) Requisitos de recursos propios exigibles según la normativa española y recomendaciones de actuación.

Con respecto a la solvencia de las CCPs, en el caso de la regulación española sí existe previsión normativa aplicable a los recursos propios de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales de derivados:

- El RD 1814/91, de 20 de diciembre, en su artículo 10 exige a las sociedades rectoras de los mercados de futuros y opciones financieros (MEFF) unos recursos propios que en ningún momento podrán ser inferiores a 9 millones de euros.
- La Orden ECO/3235/2002 en su artículo 7 exige a MFAO (Futuros sobre aceite de Oliva) unos recursos propios superiores, en todo momento, a 4 millones de euros
- La Orden ECO/1094/2006 en su artículo 10 exige a las sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales de derivados sobre energía unos recursos propios superiores, en todo momento a 6 millones de euros⁵².

En los tres casos se trata de un requisito estático de recursos propios que no tiene en cuenta el nivel de riesgos asumidos por la CCP. Como ejemplo extremo, el siguiente cuadro recoge una aproximación al riesgo de cada contrato (medido por su exigencia de garantías diarias), y los contratos que los recursos propios mínimos permitirían cubrir en caso de incumplimiento en condiciones adversas de mercado.

Estimación del riesgo por contrato y cobertura de los recursos mínimos MEFF y MFAO

CUADRO 9

Contrato	Riesgo Contrato €	Nº contratos Cubiertos	% cobertura / Posición total
----------	-------------------	------------------------	------------------------------

⁵⁰ Kirsi Ripatti, Central Counterparty Clearing: constructing a framework for evaluation of risk and benefits, Bank of Finland discussion papers, 2004, pg 3

⁵¹ Raymond Knott y Alastair Mills, Modelling risk in central counterparty clearing houses, Financial Stability Review, Bank of England, december 2002 pg 164

⁵² Una entidad con las mismas funciones como OMIClear, la CCP del operador a plazo del Mercado Ibérico de Energía con sede en Portugal, contaba en el momento de su autorización con unos Recursos Propios de 2,5 Millones de Euros. Es importante señalar que a este mercado a plazo deben acudir de manera obligatoria los comercializadores y distribuidos españoles a comprar el 10% de la electricidad total

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Futuros Ibex Plus	1.000	9.000	14,06
Futuros Aceite Oliva	209	19.157	263,69

Elaboración propia con datos a cierre de 19/02/09

Pese a las simplificaciones del cuadro anterior pueden extraerse las siguientes conclusiones y recomendaciones sobre la normativa de recursos propios mínimos exigibles a los mercados secundarios de derivados españoles:

- Debería optarse por un modelo de exigencia de solvencia dinámico y que considere los riesgos soportados por la cámara en el pasado más reciente con correcciones al alza para incluir situaciones más adversas. Dada la dificultad de modificar periódicamente los recursos propios, la dotación de un fondo de liquidadores podría ser un complemento muy valioso para reforzar y mantener la solvencia actualizada. Con la normativa actual que exige cifras estáticas no calculadas en función de los riesgos asumidos se dan dos situaciones contrarias:
 - En la actualidad, en el caso de MEFF, los 9 millones de euros de recursos propios mínimos exigidos por el RD 1814/91 podrían no ser suficientes para resolver el incumplimiento de un miembro liquidador de tamaño relevante si las garantías de éste fuesen insuficientes, por movimientos extremos de mercado. A 31 de octubre de 2008, la posición abierta en MEFF era de 11 millones de contratos con un nominal de 40.000 millones de euros, cifras de las que se puede inferir riesgo de mercado⁵³ en caso de incumplimiento de un miembro liquidador muy superiores a los 9 millones de euros. No obstante, desde su creación los recursos propios de MEFF han crecido por la vía de reservas y los miembros pueden tener depositadas garantías adicionales.
 - El caso de MFAO es contrario al de MEFF y los recursos propios (4 millones de euros) exigidos por la ECO/3235/2002 son muy superiores a los riesgos asumidos por la actividad actual del mercado, estando la CCP sobredimensionada.
- Debería mejorarse la transparencia. Los participantes en el mercado deberían tener acceso a información sobre los recursos totales disponibles por MEFF y MFAO para hacer frente a potenciales incumplimientos. Entre otros, Eurex, LCH.Clearnet y CME Group mantienen en sus páginas Web información sobre sus recursos propios y dotación del fondo de liquidadores.

b) Principios internacionales.

El documento Recomendaciones para las Cámaras de Contrapartida Central publicado por CPSS-IOSCO en 2004⁵⁴ contiene quince recomendaciones para conseguir un diseño de las CCP con un esquema de control de riesgos que los reduzca y contribuya a la estabilidad financiera. El documento reconoce la potencial reducción de riesgos que las CCPs pueden conseguir para sus participantes pero

⁵³ Los recursos propios mínimos del RD no llegarían a cubrir el valor en riesgo de 700 contratos de futuros sobre Ibex-35 cuando la posición abierta total está por encima de 60.000.

⁵⁴ Committe on Payment and Settlement Systems and the Technical Committe of the IOSCO, Recommendations for Central Counterparties, november 2004.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

destaca la importancia de que éstas cuenten con los recursos y esquemas de control apropiados para conseguir su función.

Las quince recomendaciones se articulan sobre los riesgos a los que las CCPS hacen frente y abarcan aspectos relacionados con el riesgo legal, gestión de riesgos, recursos propios de la CCP, procedimientos en caso de incumplimiento, gobierno corporativo y supervisión.

- Con respecto al riesgo legal, la primera recomendación se refiere a la necesidad de que la CCP cuente con un esquema legal transparente y que pueda ser puesto en práctica.
- En relación con la gestión del riesgo de crédito, la recomendación 2 establece que los participantes (miembros liquidadores) en la CCP deben tener suficientes recursos financieros y operativos para desarrollar sus funciones.
- En relación a la gestión del riesgo las recomendaciones 3 y 4 se refieren a la necesidad de medir el riesgo con sus miembros al menos una vez al día, limitar la exposición con la exigencias de garantías en función del riesgo de la posición que permitan cubrir movimientos normales de mercado.
- Es especialmente significativa la recomendación 5 *Recursos financieros* que sugiere que la CCP debe mantener los recursos financieros suficientes para hacer frente, como mínimo, al incumplimiento del participante con la mayor exposición (riesgo) en el mercado⁵⁵. También debería evaluarse la cobertura de la quiebra de dos o más miembros. Por recursos financieros se incluirían no sólo los recursos propios de la CCP sino también los fondos que pudiese exigir a los liquidadores no incumplidores (fondo de liquidadores o *clearing fund*), los que pueda obtener de su matriz o los contratos de seguros externos. También estima conveniente la realización mensual, o con mayor frecuencia si la volatilidad del mercado es elevada, de pruebas de tensión para evaluar periódicamente la adecuación de sus recursos a los riesgos asumidos en situaciones de mercado extremas históricas.
- La recomendación 6 incluye la necesidad de contar con unos procedimientos claros y públicos a seguir en caso de incumplimiento que también incluyan los supuestos de declaración. Debe permitirse la gestión y/o cierre de las posiciones del incumplidor. Coincide con el principio 29 de IOSCO aplicable a la regulación de los mercados secundarios analizado en el punto 1.d).
- La recomendación 15 *regulación y supervisión* es directamente aplicable a los supervisores. Destaca la necesidad de cooperación entre reguladores (bancarios, valores e internacionales) así como la conveniencia de que éstos hagan públicos sus objetivos y políticas de supervisión de las CCPs.

Como sucede con los principios aplicables a los mercados de valores, el procedimiento por el que IOSCO pretende que los países miembros implanten las recomendaciones es mediante evaluaciones en las que se ponen de manifiesto la observancia o no de cada punto.

En España, la observancia de las recomendaciones de CPSS-IOSCO no ha sido objeto de revisión por parte del Fondo Monetario Internacional en su Spain:

⁵⁵ Por miembro con mayor exposición se entiende aquel que tras realizar una prueba de tensión podría sufrir las mayores pérdidas por encima de las garantías depositadas.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Financial System Stability Assessment de 2006, ya que, la revisión de las CCPs quedó pendiente de la auto-evaluación previa que la CNMV debe realizar.

c) Cumplimiento de las recomendaciones de CPSS-IOSCO en las CCP españolas.

En el caso Español hay tres Cámaras de Contrapartida Central:

- MEFF Renta Variable y MEFF Renta Fija (que gestiona MEFFClear) reconocidos por la Ley 41/1999, de 12 de diciembre, sobre sistemas de pagos y liquidación de valores.
- MFAO reconocida por la Orden ECO/3520/2003.

De los 15 principios de CPSS-IOSCO, uno de los más importantes es el 5 *recursos financieros* de las CCP, que como se ha comentado deben ser suficientes, como mínimo, para hacer frente al incumplimiento del participante con mayor exposición. CPSS-IOSCO incluso recomienda ampliar el análisis a la quiebra de dos o más liquidadores en un breve espacio de tiempo y cuya posición y riesgo conjunto superasen al del liquidador con mayor posición. Para analizar el cumplimiento de este requisito, es necesario conocer: a) por un lado los recursos con los que puede contar la CCP y b) la posición del participante con mayor exposición y sus garantías diarias y extraordinarias depositadas,

En el caso de MFAO, por el volumen de posición abierta y los recursos propios de la CCP, puede concluirse con rotundidad que son suficientes para hacer frente, en enero de 2009, a resolver el incumplimiento de todos los miembros con posición abierta.

En MEFF Renta Variable no es posible pronunciarse sobre la suficiencia de los recursos de la Cámara para resolver el incumplimiento del participante con mayor exposición al desconocerse tanto ésta como los recursos totales disponibles de la CCP así como las garantías adicionales depositadas por los miembros. En este mismo sentido, MEFF, a diferencia de la mayoría de mercados, cuenta exclusivamente con sus recursos propios para hacer frente a un hipotético incumplimiento, ya que, no existe un Fondo de Liquidadores (Clearing Fund como los de entre otros Eurex, LCH.Clearnet y GME Group).

En ambos casos los participantes del mercado deberían conocer los recursos de MEFF y MFAO para hacer frente a los incumplimientos así como las facilidades de crédito a las que éstas pudiesen acceder en caso de ser insuficientes sus recursos.

El resto de recomendaciones se encuentran razonablemente incorporadas en la estructura normativa (Ley, RD 1814/91 y Reglamento) aunque podrían hacerse las siguientes consideraciones:

- Recomendación 6. Procedimientos en caso de incumplimiento (Default procedures). El Reglamento de MEFF Renta Variable y MFAO debería modificarse para recoger con mayor detalle:
 - Los supuestos en los que se declara un incumplimiento. La redacción actual de los Reglamentos de MEFF Renta Variable y MFAO sólo considera incumplimiento cuando el miembro o cliente no satisface

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

sus obligaciones en el mercado, pero no incluye la declaración de quiebra del miembro como así lo hace el Reglamento de MEFFClear y las CCPs de otros mercados (p, ej LCH.Clearnet).

- Las actuaciones que la CCP inicia a partir de ese momento para resolver el incumplimiento y en su caso asegurar el derecho de separación de los clientes no incumplidores. La recomendación de CPSS-IOSCO reconoce que la CCP debe contar con la suficiente flexibilidad para acometer las medidas necesarias pero minimizando los conflictos de interés que pudiesen surgir y siempre en comunicación con el supervisor.
- Recomendación 15 *regulación y supervisión*. Si bien la CNMV supervisa y tiene acceso a la información necesaria para llevar a cabo sus tareas, CPSS-IOSCO recomienda además que los reguladores definan de manera clara y hagan públicos sus objetivos y aspectos esenciales de su papel supervisor sobre las CCPs, aspecto que en el caso español estaría pendiente de desarrollo.

4) Ventajas y riesgos de las CCP.

La creación y mantenimiento de una CCP requiere unos elevados requisitos de capital y unas inversiones en infraestructura técnica continuadas para hacer frente con garantías a sus funciones. Por este motivo, pueden existir ocasiones en las que frente a la alternativa de crear una nueva CCP sea más eficiente utilizar una ya creada, como fue el caso de MEFFClear (CCP para valores de renta fija que utiliza las infraestructuras de MEFF Renta Fija). Las ventajas y riesgos de las CCP se exponen a continuación:

i) Ventajas de las CCP.

Ripatti (2004)⁵⁶ identifica y agrupa los beneficios de las CCP para los participantes en las siguientes categorías:

- Beneficios en términos de riesgo.

Disminución del riesgo de crédito al proporcionar compensación multilateral y la sustitución por riesgo de crédito bilateral de cada participante con la CCP. La gestión del riesgo de crédito bilateral tiene costes de información ya que es necesario analizar la solvencia de cada una de las contrapartes y establecer límites (líneas de crédito) individuales.

Bliss y Steigenward (2006), señalan como el efecto más importante de las CCP para los miembros liquidadores la homogeneización del riesgo de crédito, ya que, éstos están sujetos a los mismos requisitos de solvencia, mantenimiento de garantías y supervisión de riesgos por parte de las cámaras.

Para los participantes, las posiciones en derivados registradas en una CCP no están sujetas al consumo de requisitos de capital por riesgo de crédito.

- Beneficios en términos de negociación.

⁵⁶ Kirsi Ripatti, Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risk and benefits, Bank of Finland discussion papers 30/2004, pg 16

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

La novación de los contratos proporciona anonimato de las posiciones, lo que unido a la “descarga” de las líneas de crédito bilaterales puede propiciar un incremento de la actividad de los participantes.

- Beneficios operativos.

A largo plazo, las cámaras proporcionan ahorros en los costes operativos de la gestión de las posiciones, al ofrecer compensaciones multilaterales en las liquidaciones de los contratos y cálculo de las garantías. Además, en el caso de negociarse los contratos en mercados regulados la confirmación de las operaciones es automática lo que facilita los procesos de Back-Office.

- Beneficios de información para los supervisores.

Para los supervisores, una de las mayores ventajas que proporcionan las cámaras en el acceso a la información sobre las posiciones de cada liquidador de manera consolidada al mantener el sistema de registro central. Además, con el actual modelo de registro de las CCP españolas vigente desde 1992, pueden identificarse las operaciones y posiciones abiertas de los clientes de manera individualizada, lo que permite un mejor acceso a la información prudencial de cumplimiento normativo.

- ii) Riesgos de las CCP.

Por su papel de contrapartida de todas las operaciones que se registran, las CCP agrupan y concentran el riesgo de crédito de los participantes (miembros liquidadores) y en consecuencia un problema en la CCP se extendería a los miembros y mercados en los ofrece sus servicios.

Sin embargo, en la mayoría de CCP al existir un fondo de liquidadores (Clearing Fund) se “reparten” las pérdidas potenciales de un incumplimiento entre los miembros (Loss mutualization) dispersando de nuevo el riesgo. De alguna forma, la CCP centralizaría la gestión y control del riesgo y en caso de incumplimiento de un miembro el resto se verían afectados, aspecto que según Kroszner (2006)⁵⁷ crearía incentivos a los propios miembros liquidadores para la adopción de medidas de control del riesgo que limitasen el alcance de las pérdidas al resto de liquidadores. Se produce así un alineamiento de intereses de los miembros y la CCP que incentiva la adopción de medidas de control y gestión de riesgos efectivas.

5) Particularidades de las CCP españolas.

Desde la creación de los mercados de derivados españoles en 1992 (MEFF Renta Fija y Variable) el sistema de registro de los contratos y la estructura de gestión de incumplimientos presenta una serie de particularidades con respecto a los principales mercados competidores internacionales. Estas particularidades se mantuvieron en la creación de los dos mercados de futuros sobre materias primas, FC&M en 1995 (y que cesó su actividad en 2003) y MFAO en 2004.

En el caso de MEFF existía un proyecto de modificación del sistema de registro, que coexistiría con el actual, en el que por un lado se habilitaría la posibilidad de utilizar un

⁵⁷ Randall S. Kroszner, Central Counterparty Clearing: History, innovation and regulation, Fed Bank of Chicago 4Q/2006 Economic perspectives, pg 38

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

registro de doble escalón a determinadas entidades que cumplieren unos determinados requisitos de solvencia y medios técnicos y por otra parte la incorporación de un Fondo de Liquidadores. Se desconoce el grado de madurez y estado actual de la propuesta de modificación de la normativa. Para llevarla a efecto, se requeriría una nueva redacción del reglamento del mercado, del RD 1814/91 y un desarrollo de una Orden Ministerial en la que, de acuerdo con el artículo 59.2 de la LMV, se establecerán las condiciones de solvencia y medios técnicos exigibles para que los miembros puedan ser autorizados a llevar los registros de los contratos de sus clientes.

a) Sistema de registro operaciones en un escalón.

MEFF y MFAO cuentan desde su creación con un sistema de registro de un único escalón, es decir, cada cliente y miembro del mercado mantienen abierta una cuenta individualizada en la que se vuelcan las operaciones y que da lugar a una posición abierta en futuros y opciones.

Para cada una de esas cuentas, al final de sesión MEFF y MFAO calculan las garantías a depositar así como las liquidaciones de pérdidas y ganancias. No se netean las garantías de los clientes, ni de estos con la cuenta propia del miembro, es decir las garantías se calculan en bruto por cada cuenta (*gross margining*) sin compensar posiciones de clientes y miembros. Las liquidaciones de efectivo (cobros y pagos) sí se realizan por el neto para cada miembro liquidador. Bajo este esquema, MEFF y MFAO garantizan a los clientes con cuenta abierta en sus mercados en el buen fin de las operaciones registradas y en caso de incumplimiento del miembro, los clientes no se verían afectados.

En teoría y de acuerdo con la normativa de MEFF y MFAO (Reglamento y Circulares) cada cliente que quiera operar en el mercado debe primero firmar un contrato con un miembro e identificar al titular de la cuenta. Se permiten múltiples titularidades pero deben de figurar en el contrato.

Con este sistema de registro, tanto la CCP como el supervisor tienen individualizadas las operaciones de cada cliente y las cuentas propias de los miembros de manera que se facilita la supervisión de la operativa y los riesgos asumidos.

La mayoría de mercados regulados internacionales tiene un sistema de registro de doble escalón, similar al vigente en IBERCLEAR para las operaciones de renta variable y renta fija, en el que cada miembro liquidador mantiene dos cuentas:

- La cuenta propia, en la que incluye las operaciones realizadas por el miembro del mercado en las que actúa como *Principal*.
- Una cuenta de terceros agregada en la que se incluyen todas las operaciones y posiciones de clientes sin individualizar.

En el resto de mercados, la cámara calcula las garantías diarias analizando el riesgo de las posiciones conjuntas de la cuenta propia y de la cuenta de terceros (*net margining*). Podría decirse que bajo este modelo, los miembros liquidadores actúan como CCP satélites con sus clientes, ya que la CCP sólo reconoce a los miembros a efectos de garantizar el buen fin de las operaciones y la cuenta de terceros agregada está bajo la titularidad del miembro. Por tanto, corresponde a los liquidadores solicitar las garantías a cada uno de los clientes de manera individualizada así como mantener el registro de las posiciones y realizar las liquidaciones diarias. Por estos motivos, los requisitos de solvencia y medios exigidos a los miembros liquidadores en estos mercados son superiores (125 millones de recursos propios en Eurex) a los de liquidadores

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

españoles (ESI o Entidad de Crédito sin especificar cifras de recursos propios) donde el registro y la contrapartida son funciones propias y exclusivas del mercado.

En España, la redacción actual del RD 1814/91 no reconoce esta figura ya que en su artículo 7.2 establece que las sociedades rectoras actuarán como contrapartes de las operaciones realizadas tanto por cuenta propia como por clientes. Por ello, cualquier modificación del sistema de registro requeriría la actualización previa del Real Decreto.

Comparación funcionamiento CCP MEFF vs competidores

CUADRO 10

	MEFF	Competidores
Cuentas de clientes	Individualizadas	Agregadas
Cálculo Garantías	Bruto por cliente	Neto cuenta clientes
Liquidaciones efectivos	Neto	Neto
Entidad Contraparte del cliente	MEFF	Miembro Liquidador
Entidad Contraparte del Miembro Liquidador	MEFF	CCP
Existencia de Fondo de Liquidadores	No	Sí
		Garantías Miembro Fondo Liquidadores
Medios gestión incumplimiento	Garantías Miembro Recursos propios	Recursos Propios Seguros Externos

b) Ausencia de fondo de liquidadores (Clearing or Default Fund)

En caso de que se produjese un incumplimiento de un cliente de MEFF o MFAO, el miembro con el que tiene abierta la cuenta es el primer responsable para resolverlo. En caso de que el miembro no lo resolviese, o fuese el propio miembro el incumplidor, correspondería a MEFF o MFAO proceder a la resolución. En ese caso contarían con:

- En primera instancia: Todas las garantías depositadas por el cliente y/o miembro incumplidor (Garantías iniciales, diarias⁵⁸ y extraordinarias).
- Si no fuesen suficientes las garantías del incumplidor, tendrían que utilizarse los recursos propios de la cámara.

En los más importantes mercados regulados (CME Group, Eurex y Liffe.Euronext) para acceder a la condición de miembro liquidador es necesario, además de contar con unos recursos propios mínimos, contribuir a un Fondo de Liquidadores (*Clearing Fund* o *Default Fund*) cuyo objetivo es el de resolver posibles incumplimientos cuando las garantías del miembro incumplidor fuesen insuficientes. Las contribuciones de cada liquidador tienen un componente fijo y uno variable que se revisa periódicamente en función de los riesgos registrados en la CCP. La dotación, contribuciones y utilización se encuentran reguladas en la normativa de cada CCP.

⁵⁸ Las garantías diarias están calculadas para cubrir, en situaciones normales de mercado, las variaciones de precios de las posiciones en un periodo de uno a dos días en los que la rectora estima podría cerrar las posiciones contra mercado

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

Sólo cuando las garantías del incumplidor y el Fondo de Liquidadores fuesen insuficientes entrarían en algunos mercados directamente los recursos propios de la CCP y en otros previamente un seguro externo que cubriría hasta una determinada cantidad (En el caso de Liffe.Clearnet Ltd el seguro cubriría hasta 200 millones de Libras esterlinas).

La utilización de los Fondos de Liquidadores presenta las siguientes ventajas:

- Proporciona a la cámara de contrapartida un mayor margen para resolver potenciales incumplimientos. Eurex mantenía a finales de 2007 un *Default Fund* de 1.000 millones de €, LCH.Clearnet Ltd de 1.540 millones de € y CME Group de 1.290 millones de \$ en la misma fecha.
- Mediante el fondo, la CCP “traslada” parte de los potenciales riesgos de incumplimientos a los liquidadores (*loss mutualization*) por lo que éstos estarían más involucrados en la mejora del sistema del control de riesgos y serían más rigurosos en los requisitos exigibles a los liquidadores.
- De alguna manera la concentración de riesgo sistémico de las CCP se “descentraliza” a los liquidadores que cumplen unos requisitos mínimos de solvencia y capacidad operativa.

Gestión Incumplimiento en MEFF vs competidores

CUADRO 11

Recursos	MEFF	Competidores
	Garantías del Cliente y/o Miembro	Garantías del Cliente y/o Miembro
		Fondo de Liquidadores
		Seguros Externos
	Recursos Propios de la CCP	Recursos Propios de la CCP
		Garantía interna de la empresa matriz
		Líneas de crédito externas

6) Incorporación de contratos derivados OTCs a las Cámaras de Contrapartida Central. Cuestiones abiertas, requisitos y posibles inconvenientes.

Con la crisis financiera internacional se ha intensificado el debate⁵⁹ sobre la necesidad por un lado de incrementar la transparencia de los mercados de derivados OTC y por

⁵⁹ En julio de 2008 la Reserva Federal de Nueva York, a cuyo frente estaba el hoy Secretario del Tesoro de EE.UU., se reunió con 17 bancos (que acumulaban más del 90% de la negociación de CDS) para proponer el registro de los contratos en una CCP. En Europa, el Comisario Europeo de Mercado Interior McCreevy en noviembre de 2008 instó al sector financiero a incrementar la transparencia de los mercados OTC, especialmente en los CDS, así como a crear una cámara de contrapartida central para reducir el riesgo de contraparte.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

otro la conveniencia o no de incorporar estos contratos a las CCP. La caída de Bear Stearns y la quiebra posterior de Lehman Brothers⁶⁰ puso de relieve los potenciales efectos sistémicos que para el sistema podría tener la concentración en unas pocas entidades de posiciones abiertas que superan en varias veces la capitalización bursátil mundial. Llegados a este punto, conviene destacar los siguientes aspectos y sus implicaciones:

- El mercado OTC ha ido incorporando buena parte de los mecanismos de control de riesgos (garantías, límites a las posiciones, novación) utilizados por las cámaras de contrapartida central. El trabajo de Bliss (2006)⁶¹ destaca que a pesar de que los mercados que se liquidan bilateralmente pueden parecer más vulnerables al riesgo sistémico, hasta 2006 habían mostrado su solidez en varias situaciones severas de estrés. La diferencia fundamental estriba en el carácter bilateral del riesgo de contraparte OTC y la posibilidad de que, en caso de incumplimiento, las cámaras de contrapartida central pueden trasladar su resolución a los miembros liquidadores (loss mutualization).
- Con respecto a la reciente quiebra de Lehman, pese a ser una de las mayores contrapartes del mercado OTC, no se tiene conocimiento de que su caída provocara un efecto cascada en otras entidades contraparte de sus contratos. El alcance de la quiebra dependería del perfil de riesgo global de la posición de Lehman así como de la cobertura del riesgo de crédito (garantías, acuerdos de compensación de posiciones o *netting*) que sus contrapartes tuviesen.
- Una circunstancia a evaluar sería que los miembros liquidadores de las cámaras son en su mayoría entidades financieras que también participan en los mercados OTC. En caso de incumplimiento de una de ellas, el resto podría verse implicado en su resolución, por lo que, el objetivo de mitigar y limitar el efecto contagio podría verse comprometido. Es decir, en función de la magnitud del incumplimiento, la CCP podría no ser capaz de contener totalmente los efectos sobre el sistema y el alcance dependería del número de liquidadores implicados (en Eurex hay 125, 67 en CME Group, 50 en LIFFE, y 60 en MEFF).

El debate debe iniciarse sobre la factibilidad de incorporar, como se ha planteado en algunas instancias reguladoras, la totalidad de las operaciones OTC a las cámaras de contrapartida central. Dado el volumen de las posiciones abiertas implicadas podría ser necesario previamente reforzar los recursos propios y el fondo de liquidadores para cubrir el riesgo incremental de la operativa OTC.

La segunda cuestión se centra en la conveniencia de incluir toda la heterogeneidad de productos OTC y el encaje en los modelos de control de riesgos de contratos no estandarizados. Si además, se pretende centralizar todas las operaciones en una única cámara las implicaciones sobre la concentración del riesgo sistémico podrían ser aún mayores, y por ello, la dotación de recursos de las cámaras también debería ser superior.

Otra de las alternativas a evaluar es el modelo de cámara a utilizar. Dado que se incorporaría un volumen importante de nuevos contratos, parece conveniente que la cámara cuente con mayores alternativas de resolución de incumplimientos, y entre ellas la existencia de un fondo de liquidadores parece ser preferible a la utilización exclusiva de las garantías de incumplidor y los recursos propios de la cámara. Con respecto al

⁶⁰ Según LCH.Clearnet desde la quiebra de Lehman se ha doblado el volumen de Swaps liquidados en Swapclear

⁶¹ Derivatives clearing, central counterparties and novation: the economic implications, R. Bliss, C. Papathanassion, 2006 pg 36

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

sistema de registro (escalón único vs doble) desde un punto de vista supervisor es preferible contar con información sobre posiciones de clientes de manera individualizada. Dada la participación mayoritaria de entidades financieras, que además suelen ser miembros liquidadores, la mayoría de posiciones serán de la cuenta propia y en consecuencia, quedarían identificadas con independencia del sistema de registro utilizado.

La incorporación de nuevos productos a las cámaras de contrapartida central debe realizarse de acuerdo con una serie de requisitos que permitan mantener la seguridad en su funcionamiento. No hay que olvidar, que el cálculo de las garantías diarias de una posición en derivados es asimilable a su riesgo de mercado en el periodo en el cual la CCP debería mantener el contrato hasta su liquidación en mercado. Por ello, no todos los contratos OTC son aptos para registrarse en una CCP ni todas las CCP tienen los medios técnicos y recursos financieros para afrontar con garantías la nueva actividad.

- (i) Requisitos para incorporar los contratos OTC a las CCP.
 - (a) Establecimiento de requisitos internacionales exigibles a las CCPs. La incorporación de nuevos riesgos a las CCPs debería coincidir con el establecimiento de requisitos internacionales homogéneos con rango normativo de capital, sistemas de control de riesgos unido a una mayor coordinación entre supervisores sobre la actividad y riesgos asumidos por los mayores participantes. En este sentido, hay un borrador a consulta pública de ESCB/CESR⁶² por el que se revisan los principios aplicables a las CCP para adaptarlos a la liquidación de OTCs. El principio 5 modificado prevé la necesidad de dotar a las cámaras con nuevos recursos (incluso un fondo de liquidadores específico para los OTC) si las CCP registran OTCs.
 - (b) Liquidez y estandarización suficientes. Es necesario que los contratos cuenten con un cierto nivel de estandarización y liquidez como requisito previo a su liquidación en una CCP. Bliss y Steigerwald (2006) señalan que hay determinados contratos OTC demasiado especializados como para que alcancen un volumen crítico que haga eficiente su liquidación en las cámaras. Por el contrario, otros segmentos del mercado alcanzan un grado de madurez que permite su estandarización lo que incrementa su liquidez y con ella la idoneidad para ser liquidados en las CCP.

Si no hubiese liquidez suficiente, para lo que es requisito necesario cierta estandarización de los contratos, la CCP en caso de incumplimiento de uno de los participantes no podría cerrar su posición, por lo que tendría que mantenerla durante un periodo indeterminado asumiendo riesgo de mercado. Para cubrirlo durante periodos prolongados serían necesarias exigencias elevadas de garantías que desincentivarían el registro de los contratos en la CCP.

En el caso de los derivados sobre crédito, los CDS sobre índices serían los primeros candidatos a registrarse en las CCP ya que aglutinarían mayor liquidez que la mayoría de contratos sobre referencias individuales (single name).

⁶² ESCB/CESR Consultation Paper. Draft recommendations for central counterparties revised for CCPs clearing OTC derivativesx.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- (c) Posibilidad cobertura y evaluación de riesgos. Los contratos deben de tener un perfil de riesgos conocido y que pueda ser estimado bajo cambios en las variables que condicionan su precio para que la CCP pueda calcular las garantías diarias. La incorporación de nuevos contratos OTC, exigirá la adaptación de los medios técnicos y humanos de los departamentos de riesgos que sería aún mayor en el caso de los derivados sobre crédito por su mayor complejidad. Puesto que la liquidez será inferior en una primera fase, es muy posible que la CCP no pudiese cerrar la posición incumplidora debiendo entonces gestionar el riesgo de mercado mediante coberturas con otros contratos más simples o instrumentos de contado.
- (ii) Posibles problemas:
- (a) Dificultad de la gestión de las posiciones ante incumplimientos. La mayor complejidad y menor liquidez de los contratos OTC unido a la concentración de las posiciones en grandes intermediarios dificultaría la gestión de un incumplimiento por parte de la CCP. Debido al potencial impacto en mercado del cierre de la posición, podría incluso ser necesario mantenerla por un periodo de tiempo sensiblemente mayor al estimado para los contratos estandarizados. Esta fue la alternativa seguida por el consorcio de contrapartes que resolvió la quiebra del fondo LTCM como señala el informe de CPSS⁶³ sobre liquidación de OTCs.
- (b) Selección adversa. Pirrong (2006)⁶⁴ señala que podría producirse una selección adversa de las contrapartes y contratos que se incorporan a las CCP desde el segmento OTC:
- Consistiría en mantener los contratos y contrapartes que estimen de menor riesgo y liquidar en la CCP aquellas con mayor probabilidad de incumplimiento. Como posible solución plantea hacer obligatoria la liquidación de todos los contratos OTC en la cámara pero inmediatamente señala la imposibilidad de hacer cumplir esta norma por las dificultades de supervisión de las carteras y la búsqueda de instrumentos alternativos encubiertos en bonos o créditos que quedarían al margen de la obligación de registro.
- (c) Asimetrías información. En el mercado OTC pueden destacarse dos fuentes de asimetrías de información de acuerdo con Pirrong (2006)⁶⁵: 1) en los contratos de mayor complejidad a favor de los intermediarios con mejores medios de análisis de productos exóticos, circunstancia que no sucede en los mercados regulados de derivados por su mayor simplicidad y 2) en muchos casos, esos mismos intermediarios también contarán con mejor información sobre la solvencia de las contrapartes de las que podría tener la CCP.
- (d) Riesgo moral. Kroszner (2006) señala que las autoridades supervisoras deben evitar que se asimile la supervisión de las CCP con la ayuda financiera en caso de una quiebra de éstas derivada de una mala práctica de gestión de riesgos.

⁶³ Committee on Payment and Settlement Systems, New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives, BIS March 2007, pg 37

⁶⁴ Craig Pirrong, Rocket science, default risk and the organization of derivatives markets, 2006, pg20

⁶⁵ Craig Pirrong, Rocket science, default risk and the organization of derivatives markets, 2006, pg24

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

- (e) Falta de interés de los participantes en el segmento OTC con mejor calificación crediticia. Una de las tradicionales reticencias al registro de las operaciones OTC en las cámaras venía de las contrapartes con mejor calificación crediticia al suponer la CCP una “democratización” de la calidad crediticia de los participantes y que fue uno de los motivos por los que no llegó a llevarse a efecto la CCP sobre Swaps de MEFF Renta Fija. Kroszner (2006)⁶⁶ señala la pérdida de la ventaja competitiva derivada de la mayor solvencia de los miembros con mejores calificaciones.

Por último, hacer un breve repaso de la situación al cierre de esta monografía en febrero de 2009. Mientras en Europa no se ha avanzado en las conversaciones entre la Comisión y la industria, los supervisores de EE.UU. ya han aprobado varias propuestas de mercados regulados que podrían comenzar a operar en los próximos meses. El Comisario Europeo de Mercado Interior ha declarado que mantiene abierta la posibilidad de forzar por vía normativa la creación de la CCP si la industria no llega antes a un acuerdo. En marzo y abril de 2009, el Parlamento Europeo votará sobre la introducción de mayores requisitos de capital a aquellos bancos que no incorporen sus operaciones OTC a las cámaras. Se han mantenido dos reuniones entre los supervisores de Alemania, Estados Unidos, Reino Unido, el BCE y el grupo de trabajo ESCB-CESR⁶⁷ para identificar los objetivos de la supervisión de una futura cámara de CDS. Una de las áreas de trabajo iniciada es la aplicación de estándares y la difusión de los objetivos y enfoques de supervisión así como el reparto de responsabilidades entre las diferentes jurisdicciones potencialmente implicadas.

Parece pues existir un movimiento estratégico convergente de los mercados regulados y también de los intermediarios del mercado OTC⁶⁸ que ven en las cámaras una vía de diversificación de ingresos y una forma de reducir el riesgo de contraparte. Además, subyace la lucha planteada entre mercados regulados y OTC y entre Europa y EE.UU. por hacerse con el control de la CCP que liquide derivados OTC. La Comisión Europea y el BCE abogan por la creación de una CCP europea que evite la dependencia de la norteamericana sobre la que no tendrían competencias. Tanto ISDA⁶⁹ como la FOA⁷⁰ coinciden en afirmar que es preferible una única CCP global para evitar complejidades y sobre costes aunque nueve⁷¹ de los mayores participantes del mercado de CDS remitieron una carta al Comisario Europeo McCreevy confirmando su compromiso de participación en una cámara europea de CDS.

⁶⁶ Randall S. Kroszner, Central counterparty clearing: History, innovation and regulation, speech Board of Governors of the Federal Reserve System, April 3, 2006

⁶⁷ ESCB-CESR Working Group on Central Counterparties.

⁶⁸ En febrero de 2009, uno de los mayores intermediarios del mercado OTC (Icap) buscaba apoyos para adquirir LCH.Clearnet sobre la que ya existía una oferta de compra en firme de Depository Trust & Clearing Corp. de EE.UU

⁶⁹ International Swaps and Derivatives Association

⁷⁰ Futures and Options Association

⁷¹ Barclays Capital, Citigroup Global Markets, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley y UBS.

Conclusiones.

Los mercados regulados de derivados desarrollan su actividad en un marco competitivo internacional abierto en el que no existen restricciones para lanzar contratos sobre subyacentes cotizados en otros mercados. Los mercados más importantes del mundo son consecuencia de un proceso de consolidación internacional, que sigue en curso, para ofrecer una amplia gama de productos y permitir amortizar las crecientes inversiones en sistemas de negociación. Estas alianzas transnacionales presentan importantes retos a la coordinación entre supervisores de las jurisdicciones implicadas.

El mercado español, MEFF, ha quedado de momento al margen de las principales alianzas internacionales y desarrolla una estrategia competitiva de alta segmentación en renta variable española donde, salvo en los contratos sobre Ibex-35, compite con dos de los mayores mercados mundiales, sobre los que hasta la fecha mantiene la hegemonía negociadora.

El mercado OTC sigue siendo el segmento más innovador de los mercados de derivados y el de mayor volumen de negociación y posición abierta. Algunos de los contratos presentan una elevada estandarización y un creciente número de operaciones se realizan en sistemas electrónicos de negociación e incluso se liquidan en Cámaras de Contrapartida Central (CCP) en una muestra de convergencia con los mercados regulados. Las recientes dificultades de algunos de los mayores e innovadores participantes en los mercados OTC (bancos de inversión y hedge funds) pueden tener efectos negativos en la negociación, en la representatividad de los precios y en la introducción de nuevos y complejos productos. Otra de las consecuencias de la crisis ha sido la coincidencia de los reguladores hacia la exigencia de mayores niveles de transparencia e incluso supervisión de la actividad OTC. La reforma en España de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores en su artículo 59 bis ha supuesto una destacable ampliación de competencias al supervisor, ya que exige la comunicación diaria a la CNMV de las operaciones sobre la práctica totalidad de contratos y subyacentes negociados en cualquier tipo de mercado incluidos los OTC. La directiva MiFID circunscribe las obligaciones de comunicación exclusivamente a los instrumentos negociados en mercados regulados.

La crisis financiera internacional también ha despertado el interés de los participantes en los mercados OTC en la incorporación de los contratos en las cámaras de contrapartida central con el fin de reducir el riesgo de contraparte. Este interés converge con las más recientes estrategias de crecimiento y diversificación seguidas por los mercados regulados para ampliar sus servicios de contrapartida central al mercado OTC. Algunos reguladores han ido más allá e incluso han propuesto el registro obligatorio de toda la operativa OTC en una única entidad. El debate debería iniciarse con la factibilidad y conveniencia de incluir de manera obligatoria estos contratos, así como las implicaciones en la concentración del riesgo sistémico en una única entidad que además adopta diferentes figuras jurídicas dependiendo de cada país. Teniendo en cuenta los riesgos incrementarles que supondrían la incorporación de los contratos OTC, uno de los requisitos previos sería la necesidad de contrastar la solvencia, la solidez y la adecuación del sistema de gestión de riesgos de las cámaras de contrapartida. Con anterioridad, debería avanzarse en la transposición a las diferentes normativas de requisitos homogéneos internacionales de capital y control de riesgos tomando como base las recomendaciones de CPSS-IOSCO. Además, los contratos a registrar deben contar con unos requisitos mínimos de estandarización, posibilidad de evaluación de riesgos y

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

coberturas que permitan a las CCP calcular garantías y gestionar incumplimientos. Puede concluirse que no todos los contratos OTC pueden liquidarse en cámaras ni todas las CCP pueden liquidar OTC.

Las cámaras de contrapartida españolas cumplen de manera razonable con los estándares internacionales de IOSCO, si bien no ha podido contrastarse por falta de información sobre los recursos totales disponibles de MEFF, la adecuación de éstos para resolver el incumplimiento del participante con mayor posición. En este sentido, deberían ampliarse las obligaciones de transparencia de las cámaras, modificarse los requisitos estáticos de recursos propios mínimos del RD 1814/91 para pasar a un sistema que garantice su adecuación a los riesgos asumidos por la CCP, en todo momento. Una de las alternativas necesarias sería la creación de un fondo de liquidadores, similar al existente en los mercados más importantes, que reforzaría los recursos de las CCP para hacer frente a potenciales incumplimientos y permitiría acompañarlos a los riesgos asumidos de manera más flexible. Por último, deberían desarrollarse en mayor detalle los procedimientos y actuaciones a seguir por la CCP en caso de incumplimientos de liquidadores.

Bibliografía

- .
- BIS (2007). “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives”, pg 9.
- Black, J. (2008) “Forms and Paradoxes of Principles Based Regulation”. London School of Economics - Law Department.
- Bliss, R. y Papathanassion, C. (2006). “Derivatives clearing, central counterparties and novation: the economic implications”. pg 36.
- Committee on Payment and Settlement Systems. (2007). “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives”. BIS March, pg 37
- Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the IOSCO (2004), Recommendations for Central Counterparties.
- Craig Pirrong,(2006). “Rocket science, default risk and the organization of derivatives markets”, 2006, pg24.
- Deutsche Börse Group (2007). “The global derivatives markets”. White paper
- ECB (2002). “The evolution of clearing and central counterparty service for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: A comparison”. Occasional paper September 2002, pg 19.
- Elizalde, A. y Gallo, A. (2008). “Understanding Credit Derivatives”, Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera, Mayo 2008.
- European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH), Inter-CCP Risk Management Standards.
- Financial Times (2008) reports October 16, 2008.
- FSA. (2007). “Principles-based regulation. Focusing in the outcomes that matter”.
- FSA (2000) “Financial Services and Markets Act”
- Group of Thirty (2009), “Financial Reform A framework for financial stability” 15 January 2009.
- Hedge week (2008). “Derivatives Exchanges. Special Report” Jan 2008, pg 7.
- House Committee on Agriculture (2009). “Derivatives Markets Transparency and Accountability Act”.
- IOSCO (2003). “Objectives and principles of securities regulation”.
- IOSCO (2006). “Regulatory issues arising from exchange evolution”, pp 25-26.
- ICAP (2008). “White Paper, The Future of OTC Markets”, Nov 2008, pg 7.
- International Swaps and Derivatives Association, Inc (ISDA). (2008). “Margin Survey”.

BORRADOR PRELIMINAR SUJETO A CAMBIOS

International Monetary Fund. “Spain: Financial Sector Assessment Program. Detailed Assessment of Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation.”

McKinsey & Co (2007). “Sustaining New York’s and the US’s Global Financial Services Leadership”.

Pirrong, C, (2006). “Rocket science, default risk and the organization of derivatives markets), pp20-24.

Porter, M. E. (1985). “Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance”.

Randall S. Kroszner 2006, “Central counterparty clearing: History, innovation and regulation”, speech Board of Governors of the Federal Reserve System.

Raymond Knott, R. y Mills, A.(2004). “Modelling risk in central counterparty clearing houses” Financial Stability Review, Bank of England, december 2002 pg 164.

Ripatti, K. (2004). “Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risk and benefits”, Bank of Finland discussion papers 30/2004, pp 3-16.

WME/IOMA (2007) Derivatives Market Survey.