

La reforma de los mercados OTC en Europa

José Francisco Canalejas Merín

Asociado del Área de Banca, Mercado de Capitales y Seguros de Gómez-Acebo & Pombo

Algunas cuestiones que tener en cuenta sobre el deber de notificar toda modificación o la suscripción de un contrato de derivados a los registros de operaciones, la obligación de compensación y la negociación de ciertos derivados extrabursátiles.

1. Introducción

La última crisis financiera ha causado una profunda revisión a nivel internacional de la normativa aplicable a los instrumentos financieros derivados y de los mercados *over the counter* (OTC), teniendo en cuenta los problemas que surgieron en estos mercados y la incapacidad de la industria financiera de autorregularse de manera eficaz considerando el riesgo sistémico.

Los compromisos aprobados por el G20¹ se han implementado en Europa por medio de dos bloques normativos que modifican de forma sustancial la normativa del mercado de valores:

- el Reglamento (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio del 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contraparte central y los registros de operaciones (EMIR);
- el Reglamento (UE) n.º 600/2014 y la Directiva 2014/65/UE, ambos del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo del 2014, relativos a los mercados de instrumentos financieros (MiFID II).

¹ Vide Financial Stability Board, *Implementing OTC Derivatives Market Reform*, 2010. Disponible en http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

En la referida normativa se establecen ciertos deberes que es necesario que conozcan todos aquellos que operen en estos mercados. A continuación, llevamos a cabo un breve análisis de algunas de estas obligaciones.

2. Obligación de notificación a los registros de operaciones

Desde el 12 de febrero del 2014, tanto las entidades de contrapartida central como las contrapartes, ya sean financieras o no financieras, deben comunicar los datos de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación o resolución del contrato a los registros de operaciones autorizados o reconocidos por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (conocida por sus siglas en inglés como ESMA).

La notificación a los registros de operaciones (*trade repositories*) de cada contraparte debe efectuarse sin duplicaciones a más tardar el día hábil siguiente al de celebración, modificación o resolución del contrato o de la operación².

La práctica habitual es que las contrapartes no financieras deleguen su obligación de notificación en la contraparte financiera con la que suscriben el contrato, ya que normalmente es necesario para notificar la operación que la contraparte esté previamente adherida al registro de operaciones.

A efectos de llevar a cabo la notificación o la delegación, es importante tener en cuenta que antes es necesario obtener un identificador global (*legal entity identified* o LEI).

La infracción de la obligación puede ser sancionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) conforme a lo establecido en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

3. Obligación de compensación (*central clearing*)

Desde la implementación del Reglamento EMIR, cuando se suscribe un contrato marco de operaciones financieras, las contrapartes declaran su estatus. ¿Por qué es tan importante esta cuestión?

Una de las principales novedades de la normativa es la introducción de la obligación de compensar determinados derivados extrabursátiles a través de una entidad de contrapartida central para garantizar la estabilidad financiera y tratar de reducir el riesgo sistémico.

Las contrapartes sujetas deberán compensar todos los contratos de derivados extrabursátiles pertenecientes a una categoría de derivados extrabursátiles que haya sido declarada sujeta a la obligación de compensación, por lo que hay que analizar en detalle qué contrapartes y qué derivados extrabursátiles se hallan sujetos, así como el calendario de implantación.

² ESMA ha aclarado en la contestación a la pregunta 7 relativa a los registros de operaciones del Q&A sobre la implementación del Reglamento EMIR (ESMA/2016/242) lo siguiente: «The requirement to report without duplication means that each counterparty should ensure that there is only one report (excluding any subsequent modifications) produced by them (or on their behalf) for each trade that they carry out. Their counterparty may also be obliged to produce a report and this also does not count as duplication. Where two counterparties submit separate reports of the same trade, they should ensure that the common data are consistent across both reports». Disponible en: <https://www.esma.europa.eu>.

Conforme a lo establecido en el artículo 4 del Reglamento EMIR, determinados contratos derivados extrabursátiles celebrados entre contrapartes financieras (FC) o contrapartes no financieras que superen determinados umbrales (NFC+)³ están sujetos a la obligación de compensación.

La determinación de qué extrabursátiles deben estar sujetos a la obligación de compensación se lleva a cabo a través de dos mecanismos distintos (*bottom-up* y *top-down*) una vez que las autoridades competentes autorizan a una entidad de contrapartida central a compensar una categoría de derivados extrabursátiles.

A la fecha del presente trabajo, las normas técnicas de regulación han establecido la obligación de compensar los siguientes derivados extrabursátiles⁴, aunque se ha fijado la entrada en vigor progresiva de la obligación de compensación de estos derivados extrabursátiles:

		Categoría 1	Categoría 2	Categoría 3	Categoría 4
IRS	<i>Fixed-to-float</i> , FRA y IOS en EUR, GBP, JPY y USD	21/06/2016	21/12/2016	21/06/2017	21/12/2018
IRS	FRA y <i>fixed-to-float swaps</i> en NOK, PLN y SEK	9/02/2017	9/08/2017	9/02/2018	9/08/2019
CDS	CDS ligados a índices europeos	9/02/2017	9/08/2017	9/02/2018	9/05/2019

Los reglamentos delegados han establecido el calendario teniendo en cuenta la importancia sistémica de las contrapartes encuadrándolas en distintas categorías⁵ y, además, fijando

³ Las contrapartes no financieras deberán compensar sus derivados cuando su posición media a lo largo de treinta días hábiles haya superado alguno de los siguientes umbrales:

- 1000 millones EUR de valor nominal bruto para derivados sobre renta variable;
- 1000 millones EUR de valor nominal bruto para derivados sobre crédito;
- 3000 millones EUR de valor nominal bruto para derivados sobre tipos de interés;
- 3000 millones EUR de valor nominal bruto para derivados sobre divisas;
- 3000 millones EUR de valor nominal bruto para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente.

A la hora de llevar a cabo el cálculo de los umbrales, las contrapartes no financieras deben incluir todos los contratos de derivados extrabursátiles suscritos por ellas o por entidades de su grupo que no se utilicen para reducir los riesgos de actividad comercial o de la actividad de financiación de su tesorería.

⁴ Reglamento Delegado (UE) 2016/1178, de la Comisión, de 10 de junio del 2016; Reglamento Delegado (UE) 2016/592, de la Comisión, de 1 de marzo del 2016; Reglamento Delegado (UE) 2015/2205, de la Comisión, de 6 de agosto del 2015, por los que se completa el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación.

⁵ En la categoría 1 se incluyen todas las contrapartes que en la fecha de entrada en vigor de la correspondiente norma de desarrollo sean miembros compensadores de alguna categoría de derivados extrabursátiles sujeta a la obligación de compensación en una entidad de contrapartida central autorizada según la normativa EMIR.

Las categorías 2 y 3 comprenden las contrapartes financieras y fondos de inversión alternativos, definidos en el artículo 4.1a de la Directiva 2011/61/UE, que sean contrapartes no financieras y no pertenecientes a la categoría 1.

determinadas normas cuando la contraparte esté establecida en un Estado no perteneciente a la Unión Europea, por lo que resulta obligado analizar en detalle el estatus de la contraparte.

4. Obligación de negociación de ciertos derivados «extrabursátiles»

Aparte de otras importantes medidas que no son objeto de análisis en el presente documento y que aún no han entrado en vigor, la nueva normativa prevé que las contrapartes financieras y las no financieras que superen los umbrales de compensación únicamente podrán concluir determinadas operaciones de derivados en mercados regulados como los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones, en sistemas multilaterales de negociación (SMN), en los sistemas organizados de contratación (SOC) y en centros de negociación de un tercer país, siempre que se haya adoptado la correspondiente decisión de reconocimiento equivalente.

A la fecha del presente trabajo, aún no se han elaborado los proyectos de las normas técnicas de regulación en las que se deben especificar las categorías de derivados sujetos a la obligación de compensación que hayan de negociarse obligatoriamente en centros de negociación ni las fechas a partir de las cuales surtirá efecto tal obligación de negociación.

La determinación de qué contratos derivados deben encontrarse sujetos a la obligación de negociación se efectuará en reglamentos delegados tras analizar las categorías y subcategorías de derivados que estén admitidas a negociación (*venue test*) y si existe un interés suficiente por parte de terceros en la compra y venta de la categoría de derivados, o una subcategoría pertinente de ésta, de modo que la categoría de derivados sea considerada suficientemente líquida como para ser negociada únicamente en centros de negociación (*liquidity test*).

Con el objetivo de determinar en la norma de desarrollo si una categoría o subcategoría de derivados es suficientemente líquida, deben analizarse: a) la frecuencia y el volumen medios de las operaciones en un amplio rango de condiciones de mercado, teniendo en cuenta la naturaleza y el ciclo de vida de los productos dentro de la categoría de derivados; b) el número y tipo de participantes activos en el mercado, incluida la ratio entre participantes en el mercado y los productos o contratos negociados en el mercado de un producto determinado, y c) la magnitud media de las horquillas de precios⁶.

El encaje en una u otra categoría viene determinado por la media agregada a final de mes del importe nominal bruto pendiente de los derivados no compensados de forma centralizada correspondiente a los meses de enero, febrero y marzo del 2016 del grupo del que formen parte. En el caso de que sea superior a los 8000 millones de euros, se clasificará en la categoría 2 y, cuando sea menor, en la categoría 3.

La categoría 4 se define de manera residual, y comprende todas las contrapartes que no se hayan incluido en alguna de las categorías anteriores.

⁶ Estos criterios han sido especificados en detalle en el Reglamento Delegado (UE) 2016/2020 de la Comisión, de 26 de mayo del 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los criterios dirigidos a determinar si los derivados sujetos a la obligación de compensación deben estar sujetos a la obligación de negociación.