

ES

ES

ES



COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS

Bruselas, 20.10.2009
COM(2009) 563 final

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, AL COMITÉ DE
LAS REGIONES Y
AL BANCO CENTRAL EUROPEO**

**Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados: actuaciones
futuras**

**COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSEJO, AL COMITÉ ECONÓMICO Y SOCIAL EUROPEO, AL COMITÉ DE
LAS REGIONES Y
AL BANCO CENTRAL EUROPEO**

**Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados: actuaciones
futuras**

(Texto pertinente a efectos del EEE)

1. INTRODUCCIÓN

Los derivados desempeñan una valiosa función en la economía, a saber: pueden utilizarse para transferir la totalidad o parte de los riesgos inherentes a la actividad económica, de aquellos agentes económicos que no están dispuestos a asumirlos a otros que sí lo están. Sin embargo, también han contribuido a las turbulencias financieras, al favorecer un aumento del apalancamiento y la interconexión de los participantes en el mercado, aspecto éste que ha pasado inadvertido, debido a la falta de transparencia de los mercados que se deriva de la estructura de mercado no organizado (OTC) preponderante. Ya en julio del pasado año, la Comisión propuso cuatro vías complementarias para reducir el impacto negativo de los mercados de derivados OTC sobre la estabilidad financiera: i) potenciar la normalización, ii) utilizar Registros de Operaciones, iii) intensificar el recurso a la compensación a través de contraparte central, y iv) hacer mayor uso de los foros de negociación organizados¹. Las vías propuestas fueron objeto de una consulta con los interesados y fueron examinadas en una conferencia de alto nivel celebrada el 25 de septiembre de 2009².

La citada Comunicación pasa revista, una por una, a las principales deficiencias de la actual organización de los mercados de derivados, por lo que respecta tanto a los derivados OTC como los que se negocian en foros organizados. La Comunicación delinea las medidas que la Comisión se propone adoptar en 2010 para solventar esos problemas y responder así a la necesidad de dotar a esos mercados de mayor estabilidad y transparencia, tal como se ha señalado en el Informe De Larosière, las conclusiones del Consejo Europeo de junio de 2009 y el G-20. Todas las propuestas, legislativas o de otro tipo, encaminadas a poner en práctica las orientaciones estratégicas que se exponen a continuación se someterán a la oportuna evaluación de impacto.

2. PLANTEAMIENTO GENERAL

La Comisión estima necesario un cambio de paradigma, que sustituya la opinión hasta ahora prevaleciente según la cual los derivados son instrumentos financieros destinados a uso

¹ Comunicación de la Comisión - «Garantizar la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados» COM (2009) 332, Documento de trabajo de los servicios de la Comisión SEC (2009) 905, y Documento de consulta SEC (2009) 914.

² Las respuestas a la consulta, así como una síntesis de las opiniones de los interesados y un resumen de la conferencia y de las ponencias pueden consultarse en la siguiente página *web* de la Comisión: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/derivatives_en.htm.

profesional, para los que se ha venido considerando suficiente una regulación poco estricta, por un planteamiento en el que la legislación permita a los mercados valorar los riesgos adecuadamente. En consecuencia, las medidas propuestas supondrán para los mercados de derivados la sustitución de la negociación bilateral OTC, actualmente predominante, por un sistema más centralizado de compensación y negociación.

Los diversos segmentos del mercado de derivados poseen características diferentes, tanto por lo que se refiere al riesgo, como a los mecanismos de funcionamiento y los participantes en el mercado. La Comisión cree que, en principio, es preciso adoptar una política de conjunto con respecto a los derivados, a fin de evitar que los participantes en el mercado practiquen el arbitraje regulador, esto es, obtengan provecho de las diferencias existentes entre las distintas normativas. No obstante, allí donde esté justificado, las medidas propuestas atenderán debidamente a las especificidades de la categoría de activos y de contratos considerados, así como a las de los participantes en el mercado, tratando de alcanzar un justo equilibrio entre las entidades financieras y las de otra naturaleza. Al mismo tiempo, la Comisión tomará en cuenta las particularidades de determinados mercados de materias primas, como por ejemplo los de la electricidad y el gas, que presentan características singulares por su estructura física subyacente. Atendiendo, por ejemplo, a las características de riesgo de los distintos segmentos del mercado, la Comisión abordó las permutas de riesgo de crédito (*credit default swaps*) en primer lugar³.

2.1. Cooperación internacional

El mercado de derivados es de ámbito mundial, y es preciso impedir el arbitraje regulador. Para asegurar una solución normativa sólida y convergente, las propuestas que siguen están en consonancia con el objetivo esbozado en la reunión del G-20 de 25 de septiembre de 2009, de mejora de los mercados de derivados OTC⁴. A fin de garantizar una aplicación coherente de estas políticas en todo el mundo, la Comisión se propone seguir desarrollando los aspectos técnicos en concertación con sus socios del G-20, el Consejo de Estabilidad Financiera, y especialmente con los Estados Unidos, que está perfilando también un nuevo enfoque en lo que respecta a los mercados de derivados.

2.2. Entidades no financieras

La función del sistema financiero consiste en canalizar los fondos de los ahorradores hacia proyectos de inversión, permitiendo también una distribución más amplia del riesgo. La estabilidad financiera resulta, pues, de importancia capital para las entidades no financieras. Las empresas no financieras que han adquirido protección de una empresa financiera, transfiriendo así sus riesgos al sistema financiero, se han beneficiado, por lo general, de la infravaloración del riesgo en la etapa que ha precedido a la crisis. Debido al acusado declive

³ Comunicado de prensa de la Comisión «*Major step towards financial stability: European market for credit default swaps becomes safer*» (Un paso importante hacia la estabilidad financiera: el mercado europeo de las permutas de riesgo de crédito se torna más seguro), IP/09/1215 de 31 de julio de 2009.

⁴ «A finales de 2012, a más tardar, todos los contratos de derivados OTC normalizados deberán negociarse en mercados organizados o en plataformas de negociación electrónica, en su caso, y compensarse a través de contrapartes centrales. Los contratos de derivados OTC deberán notificarse a los Registros de Operaciones. Los contratos no compensados a través de contraparte central habrán de quedar sujetos a requisitos de capital más elevados. Solicitamos al Consejo de Estabilidad Financiera y a sus miembros que evalúen periódicamente la aplicación de estas medidas y determinen si resultan suficientes para mejorar la transparencia de los mercados de derivados, mitigar el riesgo sistémico, y proteger frente al abuso de mercado.»

de la actividad económica, han sufrido también los efectos de la crisis financiera. Así pues, las entidades no financieras forman parte de la red de interdependencias creadas por los contratos de derivados, por lo que se beneficiarían de las políticas encaminadas a reducir el riesgo de crédito de contraparte y a incrementar la transparencia, que se exponen a continuación.

La Comisión reconoce el papel esencial de los derivados para la cobertura de los riesgos que generan las actividades empresariales ordinarias. Si bien, en principio, deberían ser fundamentalmente derivados no personalizados o normalizados los destinados a la cobertura, seguirán siendo necesarios los derivados a medida. En consecuencia, la Comisión no desea limitar las condiciones económicas de los contratos de derivados, ni prohibir la utilización de contratos personalizados o hacerlos particularmente costosos para las entidades no financieras. No obstante, ha de restablecerse la función de los precios en la asignación de recursos, es decir, el precio de los derivados debe fijarse en función del riesgo sistémico que comporten, a fin de evitar que sean los contribuyentes quienes soporten ese riesgo en última instancia. Reforzando la estabilidad financiera de este modo se reducirán las probabilidades de que se desencadenen graves crisis económicas en el futuro y se situará a Europa en una senda de crecimiento más sostenible.

El coste del reforzamiento de la infraestructura de mercado de los derivados OTC no debe recaer sobre el contribuyente, sino sobre quienes extraen un beneficio económico directo de la utilización de derivados. Si bien la mayor parte de ese coste será asumido por las empresas financieras, una parte recaerá previsiblemente sobre entidades no financieras. Con todo, cabe esperar que esos costes disminuyan con el tiempo; en efecto, cuanto más generalizada sea la utilización de las infraestructuras centrales de mercado, menores serán los costes por usuario, al entrar en juego los efectos de red. Por otra parte, el sector empresarial no financiero será, muy probablemente, el principal beneficiario de las propuestas en materia de transparencia enunciadas en el apartado 5.

Antes de ultimar sus propuestas, la Comisión llevará a cabo evaluaciones de impacto, éstas atenderán a los datos aportados por los interesados en cuanto a los costes y beneficios de las orientaciones estratégicas que se exponen a continuación, confrontándolos con los riesgos para los contribuyentes, habida cuenta de que la mayor parte de las entidades no financieras carecen de importancia sistémica.

Con objeto de promover la competitividad y el crecimiento de las empresas europeas, la Comisión se esforzará por que toda futura actuación permita a las entidades no financieras gestionar los riesgos inherentes a su actividad.

No obstante, el objetivo general de mejorar la seguridad de los mercados de derivados no debería verse comprometido por la existencia de lagunas.

3. RIESGO DE CRÉDITO DE CONTRAPARTE

La crisis ha venido a demostrar, entre otras cosas, que los participantes en el mercado no valoraban correctamente el riesgo de crédito de contraparte. La compensación permite mitigar ese riesgo. La compensación puede tener lugar bilateralmente, entre las dos contrapartes, o desde un nivel central del mercado, a través de una contraparte central, lo que conlleva la constitución de garantías adecuadas. Las propuestas que se exponen a continuación tienen, pues, por objeto reforzar la compensación de derivados, ya se realice ésta de manera centralizada o bilateral.

3.1. Compensación central: seguridad y solidez

La Comisión considera que la compensación a través de contraparte central representa la vía principal de cara a la gestión del riesgo de contraparte, criterio que comparte el G-20. Actualmente, si bien las contrapartes centrales prestan servicios a escala europea, se siguen rigiendo por la normativa nacional, dada la ausencia de legislación comunitaria al respecto⁵. Las recomendaciones del SEBC-CERV⁶, que han puesto en marcha un proceso de convergencia de los planteamientos nacionales, no son vinculantes. Habida cuenta de la importancia sistémica de las contrapartes centrales, la Comisión tiene previsto proponer disposiciones legales que regulen sus actividades, de modo que se eliminen las posibles discrepancias entre las legislaciones nacionales y se garanticen la seguridad, la solidez y la adecuada gobernanza. En su Comunicación de 3 de julio de 2009, la Comisión señaló asimismo que hay motivos de peso, relacionados con la regulación, la supervisión y la política monetaria, que abogan por que la compensación a través de contraparte central tenga lugar en Europa. Aunque son ya numerosas las contrapartes centrales radicadas en la UE, el establecimiento de un marco normativo y de supervisión claro favorecerá sensiblemente tal tendencia.

Las contrapartes centrales prestan servicios en relación con distintas categorías de activos, tales como acciones al contado, valores de renta fija o derivados (admitidos a cotización u OTC). Sería, por tanto, poco coherente elaborar disposiciones que regulasen su actividad en relación con una categoría de activos exclusivamente. En cambio, la propuesta legislativa relativa a las contrapartes centrales que se presentará próximamente englobará la misma gama de instrumentos financieros que la MiFID, a fin de garantizar la coherencia de toda la cadena de valor y evitar cualquier laguna. La Comisión propondrá, por tanto, disposiciones legales que regulen la actividad de las contrapartes centrales, estableciendo obligaciones en los siguientes cuatro ámbitos clave:

- (1) **Ejercicio de la actividad y gobernanza** (p.ej., medidas frente a los conflictos de intereses, acceso, transparencia de los riesgos y procedimientos, continuidad operativa, y niveles mínimos de competencia profesional).
- (2) Reglas destinadas a garantizar que las contrapartes centrales no empleen **normas de gestión del riesgo** poco rigurosas. Para ello puede ser necesario que, a la hora de aplicar los preceptos del acto legislativo de base, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) desarrolle normas técnicas, que garanticen que los participantes en la contraparte central de compensación se beneficien de exigencias de capital reglamentario tan bajas como sea posible frente al riesgo de crédito de contraparte de los contratos compensados a través de contraparte central, en consonancia con el régimen que está ultimando el Comité de Basilea. Habida cuenta del papel fundamental que desempeñan en la gestión de los riesgos, las contrapartes centrales deberían estar sujetas a requisitos de capital adecuados.

⁵ Hasta la fecha, la única norma comunitaria que aborda la seguridad y la solidez de las contrapartes centrales es la Directiva sobre la firmeza de la liquidación (DFL). Aunque fundamental, pues está destinada a evitar que los efectos del incumplimiento de todo participante en la contraparte central de compensación se hagan extensivos a otros participantes, la DFL constituye un instrumento de gestión de crisis, y no es lo bastante amplia para regular todos los aspectos de las actividades de las contrapartes centrales, por lo que resulta insuficiente para garantizar su seguridad y solidez.

⁶ Sistema Europeo de Bancos Centrales y Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores, respectivamente.

- (3) **Protección jurídica de las garantías prestadas y las posiciones** creadas por los clientes de los miembros de la contraparte central, a fin de alentar a un gran número de participantes en el mercado a recurrir a la compensación central. Las normas habrán de asegurar la segregación de activos y la transferibilidad de los activos y las posiciones de los clientes.
- (4) Una **autorización** concedida con arreglo a la presente propuesta permitirá a las contrapartes centrales prestar servicios en todos los Estados miembros. A fin de evitar la duplicidad de controles y de fomentar la confianza mutua entre autoridades, la Comisión considera que debería ser la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) la que autorizase a las contrapartes centrales a desarrollar su actividad en la UE. Con vistas a garantizar una supervisión adecuada y permanente a nivel europeo, la Comisión tratará de establecer una distribución adecuada de responsabilidades entre la AEVM y las autoridades nacionales de supervisión, lo que podría comportar la posibilidad de que se confieran a la AEVM facultades de supervisión directa, habida cuenta de la naturaleza específica de las contrapartes centrales y, en particular, de su alcance paneuropeo. Alternativamente, y en atención a las obligaciones potenciales o contingentes que puedan surgir, podría resultar oportuno confiar la supervisión permanente a un «colegio» de supervisores de los Estados miembros más directamente afectados, constituido en el seno de la AEMV.
- (5) La AEMV debería asimismo asistir a la Comisión en la elaboración de las decisiones de **reconocimiento de contrapartes centrales de terceros países** que estén sujetas a una regulación y supervisión equiparables y de gran alcance, de modo que las solicitudes de acceso al mercado procedentes de proveedores de terceros países se evalúen sobre la base de consideraciones prudenciales.

3.2. Constitución de garantías en la compensación bilateral

Si bien sería deseable que todos los derivados fueran objeto de compensación central, lo cierto es que no todos son adecuados para ello. Algunos productos pueden haber sido personalizados en exceso, en tanto que otros pueden no ser lo bastante líquidos para permitir la compensación central. Tales contratos continuarán compensándose de manera bilateral, con intercambio de garantías por las partes para cubrir sus exposiciones. Con todo, los niveles actuales de garantía son excesivamente bajos y no reflejan el riesgo que las operaciones de derivados compensadas bilateralmente presentan para el sistema financiero cuando alcanzan una determinada masa crítica. Es preciso que las empresas financieras cubran su riesgo de crédito mediante garantías más elevadas.

La Comisión propondrá medidas legislativas que impongan a las empresas financieras (p.ej., entidades de crédito, empresas de inversión, sociedades de gestión de inversiones) la obligación de depositar un margen inicial (adaptado a las características de la contraparte) y un margen de variación (la variación del valor de un contrato). Estas exigencias incentivarían el recurso a la compensación central, pues reducirían la ventaja económica que conlleva la constitución de garantías escasas, frente a la rigurosas exigencias que imponen las contrapartes centrales al respecto.

Salvo en los casos de incumplimiento, el intercambio de garantías no afecta a los ingresos netos de una entidad. No obstante, las empresas no financieras que utilizan derivados pueden no estar dispuestas a prestar garantías en efectivo para el margen de variación, ya que podría limitar su liquidez, exponiendo de este modo a su contraparte financiera al riesgo de crédito,

que debería gestionar con su cliente. En el supuesto de que resulten necesarios respecto de las empresas no financieras, los requisitos relativos al margen de variación deberán adaptarse de manera tal que no mermen la capacidad de esas empresas de servirse de derivados para transferir el riesgo, especialmente cuando se trate de empresas cuya utilización de derivados esté por debajo de un determinado umbral. Sin embargo, la concesión de un tratamiento especial a las empresas no financieras podría dejar fisuras, que permitirían a las entidades financieras practicar el arbitraje regulador. Las posibles exenciones deberán concebirse de manera que se elimine cualquier potencial de abuso.

3.3. Requisitos de capital para la compensación bilateral

En su Comunicación del mes de julio, la Comisión estudiaba la posibilidad de someter los contratos no compensados a través de contraparte central a requisitos de capital más elevados. Tras la reunión del G-20 en Pittsburgh, tal idea ha pasado a convertirse en un principio aceptado a nivel internacional. La imposición de requisitos de capital más elevados sería el reflejo del mayor riesgo que dichos contratos presentan para el sistema financiero. Dado que los citados requisitos de capital se aplicarían tras el intercambio de garantías y la compensación de riesgos, este planteamiento incentivaría en mayor medida la ampliación de la gama de productos que los participantes en el mercado someten a compensación central. En consecuencia, la Comisión velará por que la normativa establezca la debida distinción entre el menor riesgo de crédito de contraparte de los contratos compensados a través de contraparte central, y el riesgo más elevado de aquellos que son objeto de compensación bilateral. La vía más eficaz a tal efecto consiste en ampliar la diferencia entre los requisitos de capital aplicables a los contratos sujetos a compensación central y los aplicables a los contratos compensados bilateralmente que establece la Directiva sobre requisitos de capital (DRC)⁷.

Esas modificaciones deberán estar en consonancia con el enfoque preconizado por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, foro mundial en lo que respecta a las normas internacionales en materia de capital bancario, a fin de evitar el falseamiento de la competencia y de limitar las posibilidades de arbitraje regulador. La Comisión colaborará con sus socios con vistas a alcanzar un acuerdo, y hará cuanto esté en su mano por proponer modificaciones de la DRC acordes con lo anteriormente expuesto, en el transcurso de 2010.

3.4. Obligatoriedad de la compensación central

Además de los requisitos de capital aplicables a los productos no compensados a través de contraparte central, la Comisión tiene previsto proponer la obligatoriedad de someter los derivados normalizados a compensación central, de acuerdo con la declaración del G-20. Al elaborar sus propuestas pormenorizadas, la Comisión colaborará con sus socios del G-20, y en particular los Estados Unidos, con vistas a arbitrar soluciones ambiciosas para los aspectos prácticos conexos a la aplicación de la mencionada obligación. Para ello será preciso, en particular, definir qué contratos pueden considerarse normalizados a efectos de la compensación central. Si bien, en principio, los contratos normalizados pasarán a ser la norma, es importante que los contratos no normalizados sean objeto también de una vigilancia más rigurosa por parte de los supervisores.

⁷ Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (DO L 177 de 30.6.2006,p. 1).

4. RIESGO OPERACIONAL

El «riesgo operacional» se refiere a las pérdidas derivadas de la inadecuación o el fallo de los procedimientos internos, o de acontecimientos externos, e incluye el riesgo jurídico. El mercado se ha esforzado por reducir el riesgo operacional. Por ejemplo, en gran parte del mercado de derivados, la práctica ha dado lugar a una documentación jurídica normalizada. Asimismo, los participantes en el mercado han introducido gradualmente la tramitación electrónica de las transacciones. La tendencia en curso se verá probablemente impulsada por el uso obligatorio de Registros de Operaciones y la difusión de la compensación central. Estos esfuerzos contribuirán a una mayor normalización de los contratos, a través de la tramitación electrónica y de condiciones jurídicas estándar (sin que ello afecte a los términos económicos de los contratos), lo que facilitará igualmente la compensación central.

Sin embargo, la Comisión considera que los esfuerzos desplegados por el sector para reducir los riesgos operacionales deben reforzarse. En consecuencia, la Comisión se propone evaluar la conveniencia de remodelar el enfoque del riesgo operacional adoptado en la DRC, a fin de estimular la normalización de los contratos y la tramitación electrónica.

Además, los participantes en el mercado requieren una actuación más colectiva. Por ello, la Comisión, basándose en los resultados positivos del Grupo de Trabajo sobre Derivados, fijará ambiciosos objetivos a escala europea, con plazos estrictos, para la normalización jurídica y procedimental, y velará al mismo tiempo por que las actuaciones a nivel mundial tengan debidamente en cuenta las especificidades europeas, a fin de que también Europa obtenga el máximo provecho.

5. TRANSPARENCIA

Los mercados de derivados OTC se han visto claramente afectados por una falta de transparencia de los precios, las transacciones y las posiciones. Si bien esa falta de transparencia para las autoridades reguladoras y el mercado ha variado con el tiempo y en función de los productos, globalmente ha impedido a dichas autoridades supervisar eficazmente los mercados de derivados en lo que respecta al riesgo sistémico y al abuso de mercado. Para los participantes en el mercado, ha dificultado la obtención de precios fiables, la evaluación de riesgos, la valoración de posiciones y la comprobación de que se observa el principio de ejecución óptima.

5.1. Registros de Operaciones

Las autoridades reguladoras competentes en materia financiera y de riesgo sistémico necesitan tener una visión global completa del mercado de derivados, por lo que ha de establecerse la obligación de notificar todas las transacciones a Registros de Operaciones. Estas entidades pueden proporcionar directamente a las autoridades reguladoras información sobre las transacciones realizadas en una plaza bursátil o compensadas a través de una contraparte central. La Comisión presentará propuestas legislativas con vistas a regular los Registros de Operaciones, así como las nuevas obligaciones de notificación de los participantes en el mercado.

Los Registros desempeñarán un papel fundamental en la nueva estructura del mercado. Conviene, pues, regularlos para garantizar un funcionamiento seguro, estable y eficaz de los mismos. La normativa que se adopte debería proporcionar un marco jurídico común para el

funcionamiento de los Registros de Operaciones, sistematizando, entre otras cosas, los requisitos de autorización/registro, el acceso al Registro y la participación en el mismo, la divulgación de datos, la calidad y oportunidad de los datos, el acceso a los datos y su protección, la seguridad jurídica de los contratos registrados, la gobernanza y la fiabilidad operativa⁸.

La Comisión opina que conviene atribuir a la AEVM la responsabilidad de autorizar y supervisar los Registros de Operaciones, ya que las prestaciones de estos son de dimensión europea, cuando no mundial. La AEVM debe también encargarse de autorizar el funcionamiento de Registros de terceros países en la UE, basándose en una decisión de la Comisión acerca de la equivalencia del marco reglamentario de que se trate, fundamentada, a su vez, en consideraciones prudenciales. De forma recíproca, la AEVM debe asegurarse de que las autoridades reguladoras europeas puedan acceder sin restricción alguna a información completa a nivel mundial. En ausencia de ese acceso, la Comisión recomendaría la creación y explotación de Registros de Operaciones de ámbito europeo. En definitiva, la AEVM servirá, por tanto, de conducto para difundir información sobre derivados a las autoridades nacionales de regulación de los servicios financieros, así como a las autoridades sectoriales⁹.

5.2. Negociación en mercados organizados

El G-20 ha acordado que «todos los contratos de derivados OTC normalizados deberán negociarse en mercados organizados o en plataformas de negociación electrónica, en su caso». En la UE, ello implica que las transacciones susceptibles de negociación bursátil se realicen en foros de negociación organizados, tal como los define la MiFID¹⁰. Prácticamente todas las bolsas de derivados recurren a una contraparte central. Conjugar la negociación bursátil con la compensación central eliminaría el carácter bilateral de la transacción, mejorando notablemente la visibilidad de los precios, los volúmenes y las posiciones abiertas y facilitando el acceso al mercado.

5.3. Transparencia antes y después de las transacciones

La negociación en foros organizados habrá de acompañarse con un refuerzo de las disposiciones por las que se rigen tales foros, en particular por lo que respecta a la transparencia de la negociación. Es preciso analizar cuidadosamente, también en el caso de los mercados OTC, la posibilidad de armonizar los requisitos de transparencia previos y posteriores a la negociación a efectos de la publicación de las transacciones y de los correspondientes precios y volúmenes en los diferentes foros organizados. Será fundamental evitar cualquier laguna en el marco reglamentario de los foros de negociación y garantizar que los derivados estén plenamente cubiertos. Esta labor se integrará en la revisión de la MiFID prevista en 2010.

⁸ El Foro de Autoridades de Regulación de Derivados OTC ha emprendido una iniciativa que persigue este objetivo.

⁹ En algunos mercados de derivados sobre materias primas (p.ej., electricidad y gas) es particularmente necesario considerar la interdependencia entre mercados de contado y de derivados. La función canalizadora de la AEVM garantizará que los servicios de almacenamiento de información cuenten con una autoridad reguladora principal, lo cual es importante en términos de eficiencia. Asimismo, se asegurará de esta forma que las autoridades sectoriales dispongan de un cómodo punto de acceso a la información que precisan. Puesto que la principal finalidad perseguida al hacer obligatorios los servicios de almacenamiento de información es la estabilidad financiera, es posible concebir de manera distinta las estructuras de supervisión de los mercados de materias primas al contado.

¹⁰ Mercados regulados, sistemas de negociación multilateral o internalizadores sistemáticos.

Las mayores obligaciones de transparencia deberán sopesarse a fin de mitigar cualquier efecto negativo excesivo que puedan tener sobre la liquidez, así como los costes administrativos desproporcionados.

Además, en Pittsburgh, los líderes del G-20 convinieron en «mejorar la regulación, el funcionamiento y la transparencia de los mercados financieros y de materias primas para atajar la excesiva volatilidad de los precios de estas últimas». Dentro de las medidas encaminadas a garantizar que los mercados de derivados sobre productos agrícolas de la UE cumplan su propósito inicial de determinación de los precios y cobertura, permitiendo contrarrestar la volatilidad de precios¹¹, se modificará la normativa financiera. Estas medidas irán unidas a la introducción paralela de requisitos de transparencia para todos los mercados de derivados (y posiblemente también de otros valores no participativos), que se llevará a cabo, concretamente, con motivo de la revisión de la MiFID.

En los mercados europeos del gas y la electricidad, la Comisión presentará en 2010, dentro de un paquete completo de medidas en pro de la integridad de los mercados, propuestas para garantizar también la publicación de las transacciones al por mayor en los mercados de contado, con vistas a mejorar la determinación de precios, el acceso al mercado y la confianza general del público¹².

6. INTEGRIDAD DEL MERCADO Y SUPERVISIÓN

En consonancia con las conclusiones del G-20, en la UE se han emprendido ya diversas medidas para promover la integridad de los mercados de derivados.

Mediante la revisión de la Directiva sobre abuso del mercado en 2010, las disposiciones pertinentes se harán extensivas a los mercados de derivados, de tal forma que queden integrados por completo en su ámbito de aplicación. Se observa una progresión en la exigencia, por parte de las autoridades reguladoras europeas del ámbito de los valores, de que se declaren las transacciones con derivados OTC. En el contexto de la labor encaminada a aproximar las normas aplicables a los mercados energéticos físicos y financieros, está previsto presentar una propuesta específica en relación con la supervisión a nivel de la UE de los mercados al contado del gas y la electricidad, en aras de la transparencia y la integridad del mercado. De forma análoga, la Comisión examinará de aquí a finales de 2010 si el mercado de derechos de emisión está suficientemente protegido frente a las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado y, en su caso, presentará las oportunas propuestas para lograr que lo esté¹³. Por otra parte, en el terreno agrícola, está previsto un sistema más completo de declaración de transacciones y posiciones a las autoridades de regulación financiera competentes en materia de negociación de derivados.

Con la revisión de la MiFID se concluirán, asimismo, los trabajos relativos a las exenciones de que disfrutaban determinadas empresas comerciales que negocian con derivados sobre

¹¹ La Comisión tiene previsto profundizar en estas cuestiones en una próxima comunicación sobre la mejora del funcionamiento de la cadena de suministro alimentario en Europa.

¹² En enero de 2009, el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores y el Grupo de Organismos Reguladores Europeos de la Electricidad y el Gas recomendaron a la Comisión que desarrollara mecanismos específicos de transparencia en relación con el comercio del gas y la electricidad, dentro de la labor orientada a mejorar el acceso al mercado y la determinación de precios.

¹³ Artículo 12, apartado 1 *bis*, de la Directiva 2003/87/CE modificada.

materias primas. Las disposiciones de la MiFID, incluidas las que regulan la autorización, los requisitos operativos, las obligaciones de información y las normas relativas al ejercicio de la actividad, no se aplican a tales empresas. A la hora de llegar a una conclusión, se tendrán en cuenta los resultados de las consultas realizadas¹⁴, y los hechos que se han producido recientemente y que abogan por que la normativa sobre los mercados financieros se aplique a todos los operadores pertinentes.

Por último, la Comisión tiene la intención de proponer normas para dar a las autoridades reguladoras la posibilidad de fijar límites aplicables a las posiciones, con objeto de contrarrestar las fluctuaciones desproporcionadas de precios o las concentraciones de posiciones especulativas¹⁵.

¹⁴ Véanse, por ejemplo, las recomendaciones del Comité de Supervisores Bancarios Europeos y del Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (<http://www.cesr.eu/index.php?docid=5306>), así como del Grupo Europeo de Expertos de los Mercados de Valores Mobiliarios (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/commodity_derivatives_en.pdf)

¹⁵ Este aspecto es particularmente relevante en el caso de los mercados de materias primas. Véase, por ejemplo, la nota a pie de página nº 11.

7. RESUMEN

La Comisión estima que, a través de estas actuaciones, se logrará un cambio de paradigma, que sustituya la opinión hasta ahora prevaleciente según la cual los derivados son instrumentos financieros destinados a uso profesional, para los que se ha venido considerando suficiente una regulación poco estricta, por un planteamiento en el que los riesgos se valoren adecuadamente. El planteamiento general limitará el riesgo de que subsistan lagunas y las posibilidades de arbitraje regulador.

En el cuadro que figura a continuación se recapitulan las acciones concretas antes reseñadas. La Comisión comenzará ahora el proceso de redacción legislativa, iniciando, en particular, las oportunas evaluaciones de impacto, con el fin de poder presentar ambiciosas propuestas normativas para regular los derivados en 2010. Al ultimar tales propuestas, la Comisión trabajará en estrecha colaboración con todos los interesados de la UE, así como con sus interlocutores a nivel mundial. Únicamente una actuación conjunta nos permitirá sentar las bases de unos mercados de derivados realmente eficientes, seguros y sólidos.

Actuaciones futuras de cara a la eficiencia, seguridad y solidez de los mercados de derivados

Objetivo	Actuaciones propuestas	Plazo
Reducir el riesgo de crédito de contraparte – reforzar la compensación	(1) Presentar propuestas legislativas sobre los requisitos de compensación por contraparte central, que regulen: <ul style="list-style-type: none"> (a) condiciones de seguridad (p.ej., ejercicio de la actividad, gobernanza, gestión del riesgo, protección jurídica de las garantías y posiciones) (b) autorización/revocación de autorización y supervisión de contraparte central (c) obligatoriedad de la compensación por contraparte central en el caso de los derivados normalizados 	Mediados de 2010
	(2) Modificar la DRC para: <ul style="list-style-type: none"> (a) Exigir a las entidades financieras un margen inicial y un margen de variación. (b) Diferenciar claramente en la DRC los requisitos de capital en función de que los contratos se compensen o no a través de contraparte central. 	Finales de 2010
Reducir el riesgo operacional - normalización	(3) Evaluar la conveniencia de remodelar el enfoque del riesgo operacional en la DRC para impulsar la normalización de contratos y la tramitación electrónica.	Finales de 2010
	(4) Trabajar en colaboración con el sector en pro de una mayor normalización de los regímenes jurídicos y procesos.	En curso

Incrementar la transparencia – Registros de Operaciones	<p>(5) Presentar propuestas legislativas sobre los servicios de almacenamiento de información sobre operaciones para:</p> <p>(a) Regular tales servicios.</p> <p>(b) Hacer obligatoria la notificación de las transacciones con derivados OTC a los Registros de Operaciones.</p>	Mediados de 2010
Incrementar la transparencia – negociación	<p>(6) Modificar la MiFID para exigir que se establezca un sistema de declaración de transacciones y posiciones, en conjunción con las contrapartes centrales y los Registros de Operaciones.</p> <p>(7) Velar en la MiFID por la negociación de los contratos normalizados en foros de negociación organizados.</p> <p>(8) Mejorar, a través de la MiFID, la transparencia de precios y transacciones en los distintos foros de negociación y, en su caso, mercados OTC.</p> <p>(9) Finalizar la revisión de las exenciones de la MiFID de que disfrutaban algunas empresas que operan con materias primas</p>	Finales de 2010
Promover la integridad del mercado	<p>(10) Hacer extensiva la Directiva sobre abuso del mercado a los derivados OTC.</p> <p>(11) Facultar a las autoridades reguladoras para fijar límites a las posiciones a través de la MiFID.</p>	Finales de 2010