



“LA TRANSPARENCIA EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y DERIVADOS AL AMPARO DE LAS NUEVAS REGULACIONES”

28 de noviembre 2011 / MADRID

CONFERENCIA DE PRESENTACIÓN



De izda. a dcha.: Rosa del Río, directora de EL NUEVO LUNES; Francisco de Oña, presidente de AIAF y vicepresidente de MEFF, y José García Abad, editor de EL NUEVO LUNES.

Francisco de Oña, presidente de AIAF y vicepresidente de MEFF

“Una de las principales causas de la crisis es la falta de transparencia”

Si repasáramos las crisis más recientes en el ámbito internacional, comprobaríamos que la falta de transparencia es una de sus principales causas, si no la principal, afirmó Francisco de Oña en su conferencia de presentación de las jornadas celebradas en la Bolsa de Madrid. “Es cierto que la actual crisis es de una magnitud incomparable respecto a las anteriores, y ha extendido sus tentáculos a lo largo y ancho de los distintos ámbitos financieros y económicos, así como geográficos, pero su origen y extensión están salpicados de fenómenos de falta de transparencia”. La rápida difusión de la crisis financiera sobre la base de una economía globalizada se ha producido mediante la correa de transmisión que ha supuesto la caída generalizada de un índice, difícil de medir: la confianza de los agentes económicos. “Precisamente, la transparencia es uno de los elementos fundamentales de ese índice y la falta de la misma el motivo de su descenso”, observó de Oña. El inicio de la crisis en Estados Unidos estuvo marcado por la falta de transparencia existente en los fondos de titulización que incluían préstamos subprime. “El uso indebido de la autorregulación en ese país llevó a un difuso y profuso uso de productos derivados fuera de todo control”, añadió. En Europa, y en particular en España,



la traslación de la crisis de confianza generó la crisis de liquidez que estranguló la financiación y puso de manifiesto los altos grados de apalancamiento. “También en la deuda soberana los juegos malabares realizados, con la ayuda de los agentes habituales en las cuentas públicas griegas, fue uno de los orígenes de la traslación de la crisis a dicho sector”, afirmó Francisco de Oña, para quien estaba claro que era la hora de los reguladores y que la directriz fundamental de las reformas debía gravitar en la obtención de una mayor transparencia y control sobre la actividad financiera. También era evidente que el proceso debía ser global dadas las profundas intercon-

“El inicio de la crisis en Estados Unidos estuvo marcado por la falta de transparencia en los fondos de titulización, préstamos ‘subprime’”

“El uso indebido de la autorregulación derivó en un difuso y profuso uso de productos derivados fuera de cualquier control”

xiones existentes en el sector financiero”. Según el presidente de AIAF y vicepresidente de MEFF, de momento el resultado ha sido muy irregular, “pero la tendencia es firme”. Aunque, quizás las reticencias de Estados Unidos sobre las pérdidas de la autorregulación en los mercados, es uno de los frenos para un avance más nítido de las reformas.

Francisco de Oña se centró a continuación en el sector bancario europeo y dijo que las pruebas de estrés realizadas con el Comité de Supervisión Bancario (EBA) “fueron un buen ejemplo de striptease de las principales entidades que, en el caso español, fue total. Cosa distinta son las críticas en relación con las valoraciones de la deuda

soberana que han llevado a que los test de estrés sean cuestionados desde diferentes enfoques”.

Respecto a los productos OTC dijo que las propuestas pasan por la constitución de Trade Repositories en donde se anoten todas las operaciones realizadas, complementado con la inclusión obligatoria en Cámaras de Contrapartida Central (CCP's) de, al menos, las operaciones más estandarizadas”. En el caso de las agencias de rating, “que tantos disgustos han dado”, la regulación pasa por una explicitación de sus sistemas de análisis y el control de las mismas por parte de ESMA, nuevo supervisor central a nivel europeo, propuesto por el conjunto de los supervisores del mercado de los diferentes países, así como la elaboración de un calendario de publicación de sus ratings. En el campo de los mercados de valores, la próxima reforma tiene también como directriz la consecución de una mayor transparencia, además de corregir algunos excesos liberalizadores que se contienen en la actual directiva. “Es cierto que todos los procesos regulatorios son más lentos que lo deseable, entre otras causas por la comitología que conllevan, pero llegarán a su fin creando un nuevo marco normativo en donde la transparencia será más intensa”.

Iniciativas

BME ha asumido con responsabilidad su papel en este esquema movilizándolo sus recursos y capacidades para desarrollar iniciativas concretas. “Comenzando por el SEND, la plataforma electrónica de negociación de deuda creada por AIAF y dirigida específicamente a particulares, el balance de este año y medio de vida ha sido satisfactorio. Si la falta de pulso ha caracterizado las escasas iniciativas

similares que se han dado en Europa, en nuestro caso podemos decir que se viene produciendo un crecimiento sostenido de su actividad. Nos sentimos satisfechos, no tanto desde el punto de vista de la aportación a los resultados, ya que este tipo de plataformas requiere un largo periodo de maduración para poder considerarlas rentables, sino porque suponen la confirmación y el espaldarazo respecto a los objetivos para los que fue creado: aportar mayor transparencia a la renta fija española, especialmente de cara a los particulares, haciendo posible a sus miembros el cumplimiento de los requerimientos que la normativa reciente plantea y garantizar al cliente que se buscarán los precios y condiciones más favorables para ejecutar su orden bajo la noción de best execution (mejor ejecución) para las órdenes de compra-venta”. De esta forma, continuó, se aumenta la protección del minorista para que pueda entrar o salir, comprar o vender de forma sencilla, directa y transparente, ganando en autonomía e independencia respecto a su relación con la entidad en la que tiene depositados los títulos. Mediante un funcionamiento similar al de la Bolsa, los inversores minoristas ven incrementar su seguridad y rapidez en las transacciones y obtienen una información más fluida sobre los precios, ya que esta plataforma aspira a convertirse en una referencia objetiva, precisa e inmediata en cuanto a los precios de los activos que en ella cotizan.

“La situación de falta de confianza por parte de los inversores institucionales tradicionales en los mercados mayoristas está llevando a no pocos emisores a mirar hacia los particulares, planteándose nuevas emisiones dirigidas a este público”, concluyó.

“SEND: negociación electrónica de Bonos al alcance de los minoristas”



De izda. a dcha.: Julio Alcántara, consejero-director general de AIAF; Javier Orellana, director de Intermediación de Nordkapp; Domingo García Coto, director del Servicio de Estudios de BME, y Miguel Ángel Bachiller, director de Renta Fija Minorista de Banco Santander.

Julio Alcántara, consejero-director general de AIAF

“En los últimos años han crecido mucho las operaciones de particulares”

Antes de hablar de la plataforma SEND, Julio Alcántara dio un par de pinceladas sobre la estructura de los mercados de renta fija en general y, en particular, en el ámbito europeo. Según diversos estudios de mercado, aproximadamente el 90% de la contratación de bonos europea se realiza fuera de los mercados organizados, mediante transacciones bilaterales, normalmente telefónicas, al margen de mercados organizados o de plataformas multilaterales. “Es un dato importante a la hora de ponderar la liquidez del sistema. Las repercusiones que esto tiene son claramente una dificultad a la hora de encontrar indicadores de cómo está el mercado, precios, volúmenes, faltan las estadísticas agregadas... Es complicado por parte de los inversores no institucionales encontrar referencias de precios y, sobre todo, los que realmente conocen estos datos son aquellos que han intervenido en las operaciones bilaterales, no se publican sistemáticamente, salvo excepciones, los precios y las operaciones que se han realizado”, afirmó Julio Alcántara. Algo que complica las operaciones del mercado es la enorme variedad de emisores. “Al contrario de lo que ocurre con la deuda pública, donde el emisor es único, aquí nos enfrentamos a diversos emisores, con diversos riesgos de tipo de crédito, tipos de interés, infinidad de vencimientos, opciones y estructuras financieras muy distintas, lo cual hace que la concentración de mercado sea muy complicada. Por tanto, al haber menos concentración de mercado, la liquidez de las emisiones es más compleja”.

Para paliar este déficit de información, afirmó, han surgido diversas iniciativas en los mercados europeos, las más significativas son Deutsche Börse, London Stock Exchange y NYSE Euronext. “La



“El 65%, unas 460.000 operaciones, corresponden a operaciones inferiores a 30.000 euros de nominal unitario”

única que realmente está destinada a los particulares, aparte de SEND, es la de London Stock Exchange, ORB. Estas iniciativas han estado funcionando con mejor o peor éxito. En España, la situación en cuanto a información y conocimiento de precios es bastante distinta respecto a los mercados europeos”. El Mercado AIAF de renta fija, que va a cumplir 25 años, fue creado por las instituciones que intervenían en aquel momento como una asociación de intermediarios de activos financieros con el objetivo de dar máxima publicidad a precios y volúmenes contratados. De hecho, “llevamos un cuarto de siglo publicando un boletín con las informaciones que nos entregan las entidades participantes. Aunque sea mercado bilateral se siguen publicando las operaciones que se realizan duran-

te el día. En este sentido, estamos un paso adelante respecto a otros mercados, donde es complicado ver una foto completa del mercado en cada momento”, aseguró.

El mercado nació con un cierto carácter mayorista, “hoy mantenemos parte de este carácter, sobre todo porque se realizan en él las operaciones de financiación, tan importantes en estos momentos, como es la financiación a través del Banco Central Europeo mediante la aportación de colaterales cotizados en el mercado AIAF”. Hay un número reducido de operaciones que son repos y simultáneas que tienen un elevado volumen por la rotación que conllevan estos activos y en realidad las operaciones a vencimiento son muy numerosas, el 90% de todas, aproximadamente, se realizan en el mercado, unas 650.000 operaciones al año, que representan tan solo en vencimiento el 7,67%. “No obstante, en los últimos años ha crecido el número de operaciones que podemos considerar de minoristas. De hecho, aproximadamente el 65%, unas 460.000 operaciones, corresponden a operaciones inferiores a 30.000 euros de nominal unitario, lo que quiere decir que son de muy pequeño importe”, aseguró el consejero-director general de AIAF. Este es un fenómeno relativamente reciente en los últimos cinco años en la medida en que se han ido colocando diversas emisiones entre inversores particulares minoristas. “La importancia de este mercado nos llevó al lanzamiento de la plataforma SEND hace 18 meses para atender a este creciente interés de los inversores particulares por la renta fija corporativa y financiera”.

Lo que se pretende con este lanzamiento es mejorar la transparencia de los precios y la liquidez de este tipo de activos con esta plataforma multilateral. De esta forma,

las operaciones pasan de ser bilaterales entre el cliente y la sucursal de la entidad en cuestión para plasmarse en una plataforma multilateral, multicontribuida no solo por los clientes de la entidad sino por cualquiera que pueda estar en el mercado. Además de conseguir mayor liquidez y transparencia, el objetivo era mejorar el cumplimiento de aquellos criterios que marcaba la directiva MiFIB y su transposición a la normativa española, sobre todo en cuanto a los requerimientos de mejor ejecución, que obliga a los inversores a informar al cliente de aquellas situaciones óptimas para la realización de las operaciones, explicó Alcántara. “Este cumplimiento es muy complicado si no se realiza en una plataforma electrónica en la cual sea público y transparente la oferta y la demanda en la formación de precios. Esto repercute en una mejora en la protección al inversor minorista y facilita a las entidades la búsqueda de contrapartida para sus clientes”, apuntó. Las entidades

“Lanzamos SEND para atender el creciente interés de los inversores particulares por la renta fija corporativa y financiera”

“Una de las características de la plataforma es la sencillez, puesto que tiene un funcionamiento similar al de la Bolsa”

que participan en esta plataforma están encantadas de poder conseguir ampliar el mercado a clientes fuera de su propia red de sucursales. Una de las características del sistema es la sencillez, puesto que tiene un funcionamiento similar al de la Bolsa, pero con la participación de las principales entidades e intermediarios financieros. “Es algo a lo que están habituados los clientes particulares, y la relación del cliente con la sucursal sigue manteniéndose como hasta ahora: van a la sucursal, dan sus órdenes de compra o venta o a tra-

vés de los medios electrónicos a su disposición y la operación es muy sencilla de hacer. Esto es lo que buscamos también con la renta fija, que tiene mayores dificultades, puesto que la concentración es mayor, hay muchas referencias en el mercado y es complicado que la circulación de la información sea lo más fluida posible, sobre todo a través de la web de AIAF, también comunes a la renta variable, que facilita el conocimiento del mercado por parte de los particulares y les permite adecuarse al estado del mercado en cada momento”.

Sencillez

Desde el punto de vista técnico, la creación de la plataforma ha sido relativamente sencilla para BME puesto que lo único que ha hecho ha sido adaptar sistemas ya existentes en BME. “Tengo que recordar que el SIVE nació como una plataforma de negociación de renta fija, después se adaptó para renta variable, con lo cual la conversión de sistemas internos ha sido relativamente sencilla. Es una tecnología probada y contrastada”, aclaró Julio Alcántara.

En relación a los activos susceptibles de ser negociados en la plataforma, están contemplados todos los que están admitidos en la AIAF. “No hemos excluido ninguno pero con ciertas limitaciones, la principal es que la colocación inicial de estas emisiones haya tenido como objetivo el mercado minorista, de particulares. Aquellas emisiones que hayan sido colocadas a través de las redes de sucursales de los bancos o cajas, obviamente son las que hemos incluido en la plataforma. Además, hemos puesto la limitación de que sean emitidas inicialmente desde enero de 2009 porque estimamos que, a partir de ese momento, las colocaciones que se realizaban eran a precios estrictamente de mercado”. En base a las indicaciones de la CNMV, los emisores empezaron a colocar esas emisiones a un precio como si fuera mercado mayorista aproximadamente, nunca llegaba a ese precio pero se acercaba bastante. En ese sentido, “hemos querido incluir aquellas que se colocaron inicialmente a un precio de mercado, aunque la evolución posterior haya sido a

consecuencia de la oferta y la demanda o la propia evolución del crédito de ese emisor. Hemos escogido emisiones con nominal unitario igual o inferior a 1.500 euros, pero no cerramos la puerta a que se pudieran listar emisiones por un valor nominal superior, o incluso emitidas con anterioridad a 2009, a petición de un emisor o un miembro del mercado. De hecho, algunas de las emisiones que se han incorporado, emitidas antes de 2009, están entre las que tienen más liquidez en la plataforma. Esto es porque había una demanda real de esas emisiones y por eso las incluimos”, subrayó Alcántara.

Los tipos de activos susceptibles de integrarse en la plataforma son principalmente participaciones preferentes, bonos y obligaciones simples, subordinadas, con bonificación fiscal, principalmente autopistas, cédulas hipotecarias o territoriales y también se ha previsto la posibilidad de que se integren pagarés, pero de momento no hay ninguno. La normativa establece una distinción, más teórica que real, entre los títulos destinados a particulares y a los clientes institucionales en los 50.000 euros de nominal unitario. “Nosotros hemos cogido incluso un nominal unitario más bajo porque realmente las que están destinadas a los particulares tienen un nominal de 1.000 euros o 1.500 como mucho”.

Con posterioridad al lanzamiento de la plataforma, se ha adaptado el sistema para la negociación de la deuda de las comunidades autónomas. “En los últimos años ha crecido el número de emisiones destinadas a particulares y hemos adaptado el sistema de forma que la negociación de esos títulos se realizará a través de las Bolsas de Valencia y Barcelona, que son las autonomías que han emitido. Y no se descarta en el futuro incluir otro tipo de deuda, siempre que el interés de los particulares crezca. En concreto, dados los tipos actuales bastante elevados de la deuda pública, si eso hace crecer el interés de los particulares, veríamos la posibilidad de incluir alguna referencia o todas de deuda pública en la plataforma”, puntualizó.

Actualmente hay 58 emisiones privadas en SEND y 11 emisiones públicas de bonos de la Generalitat de Cataluña y de la Valenciana. La mayoría son participaciones preferentes y diversas emisiones de obligaciones y bonos. En cuanto a las emisiones más negociadas en lo que va de año, están las participaciones de Banco Santander y de Banca Cívica, que son los que mayor volumen acumulan, y las de Unión Fenosa y Endesa, que se incluyeron a petición de diversos miembros del mercado que habían sido emitidas antes de 2009.

Respecto al funcionamiento del sistema, el horario es continuo de 9:00h a 16:30h. Solo se admiten operaciones a vencimiento, no se incluyen repos y simultáneas, y se realizan al contado y con liquidación en D+1. La negociación de precios es con cupón en el caso de las preferentes y excupón en el resto. “Obviamente, uno de los elementos importantes de la plataforma es que las operaciones sean lo más transparentes posible. Tanto la difusión de información en cada momento como de resumen al final del día se hacen principalmente a través de nuestra web y a través de los canales de comunicación para *vendors*, fundamentalmente Bloomberg y Reuters, y otros canales de comunicación a terceros. También al final hay un boletín de acceso libre específico de la plataforma”, explicó finalmente Julio Alcántara.

Javier Orellana, director de Intermediación de Nordkapp

“En este momento, hay que sacrificar rentabilidad por seguridad”

Después de 25 años trabajando en mercados financieros, Javier Orellana ha vivido bastantes crisis a lo largo de su carrera profesional, “pero la que estamos viviendo ahora es, con diferencia, sobre todo la referida a la deuda pública, la peor que yo recuerdo. Cuando estaba preparando esta presentación el día 17 de noviembre, encontré otra que había realizado a final de mayo de 2011 y la verdad es que no deja de sorprender, por no decir asustar la actual situación. Orellana hizo un repaso a la evolución de la deuda soberana: a finales de mayo el diferencial de España con el bono alemán a 10 años era 250 puntos básicos; el de Grecia 1.377; el de Portugal 670; el de Irlanda 795, y de Italia, entonces, no importaba. El 17 de noviembre el diferencial de España es de 500 puntos básicos, el de Grecia 2.780, Portugal 915, Irlanda había mejorado 619 e Italia 523. “¿Qué está pasando? La situación es muy grave, y siento empezar así mi presentación pero lo contrario sería engañarles. Desde luego, no soy yo el que podría aportar las soluciones a esta enfermedad”. Desde hace bastantes meses, señaló, se trata de problemas que solamente los políticos pueden solucionar, son problemas y soluciones a nivel europeo cuando no internacional. “Lo que para mí está meridiano es que o se solucionan de manera radical y urgente, y esperemos que no sea ya demasiado tarde, o el impacto mundial se va a prolongar durante demasiados años”.

Diferenciales

Los Estados no pueden seguir soportando por mucho más tiempo la enorme carga financiera que suponen los diferenciales de tipos de interés. “Si no podemos financiar los déficits y pagar la deuda, es imposible aumentar el gasto público y todos sabemos lo que eso supone. Desde luego, los ingresos de los Estados están más que reducidos con crecimientos de las economías en torno a cero o ligeramente superiores. Da exactamente igual, en mi opinión, que España crezca al 0,5% o al -0,5%. En cualquier caso, ni se va a crear empleo ni se va a destruir más. Por supues-



“Estamos en momentos complicados y una palabra clave para el inversor ha sido siempre diversificar y, en este momento, mucho más”

to, hago excepciones con Alemania y su señora Merkel, sobre la que no voy a hacer comentarios”.

Como consecuencia de la crisis de confianza que se ha suscitado, sobre todo en los dos últimos años, entre entidades financieras, que son las que proveen liquidez a los mercados, “la financiación se ha reducido a la mínima expresión y la refinanciación la consiguen tan solo los mejores clientes y a tipos de interés cada vez más elevados. Todo esto puede ser muy bueno para los que estamos aquí, porque hablamos desde el punto de vista del inversor, y lo que nos interesa es que los tipos de interés estén altos y, si no se rompe la baraja, podremos conseguir grades rentabilidades para los dineros que vamos a invertir. ¿Qué hacer siendo inversor? Absoluta precaución en estos momentos”, aconsejó Javier Orellana.

Orellana recordó “el típico tópicico de la renta fija, la mal llamada renta fija porque tan solo nos dará la rentabilidad esperada si la mantenemos hasta su vencimiento, si la vendemos antes nos puede dar tanto rentabilidad superior como inferior y esto es una cosa que debemos mantener. Da igual que compremos la renta fija en nuestro

banco, caja o en SEND. Y no invirtamos jamás en un bono, por ejemplo, a siete años si vamos a tener necesidades de liquidez antes; podremos recuperar el dinero pero habrá que ver la rentabilidad que hemos obtenido”.

¿Quitas en deuda pública? preguntó. “Esperemos que no llegue a pasar pero yo lo he oído en la tele y de boca de políticos que nos gobiernan. ¿Qué hacer? Pues vivir con ello, no creo que pase. Yo soy relativamente optimista para los bonos emitidos en España, creo que no somos ni mucho menos de los que están peor. He oído la propuesta, que me he sorprendido mucho, para hacer un euro de primera división con nueve países, entre los que, por supuesto, queremos estar... En lugar de echar países, lo que se propone es hacer una macroprimera división con los más altos y guapos, insisto, puede haber quitas pero no es algo que a mí me pararía en estos momentos para invertir en renta fija”.

¿Bonos corporativos contra deuda del Tesoro? “Es la pregunta que más se hace y que yo recibo al menos dos o tres veces al día. La clave es diversificación. Hay que tremendo cuidado con dónde invertir el dinero. Con esto quiero decir que hay que diversificar, no poner todos los huevos en la misma cesta y menos en estos momentos, pero tanto en renta fija como variable, en oro, en cuentas corrientes... me da lo mismo. Son momentos complicados y una palabra clave para el inversor ha sido siempre diversificar y en este momento mucho más. No apueste sus ahorros a un solo bono. Diversifique entre bonos corporativos y deuda, vencimientos cercanos o lejanos a lo largo de la curva, entre varios emisores siempre, tenemos magníficos emisores en el sector financiero español. Los ratings, están denostados pero de algo nos tienen que servir. Y, en cuanto a sectores, no nos fijemos solo en el sector financiero o en el industrial o el farmacéutico, diversifiquemos un poco. Por supuesto, no existe el teorema de la pescadilla grande que pesa poco. Quiero decir con esto que hay que sacrificar rentabilidad por seguridad y mucho más en el momento

que vivimos, pero creo que vale la pena poder dormir tranquilos. Sin duda, consulten a sus entidades financieras y asesores”.

A continuación, Javier Orellana habló del sistema SEND. “Existe el mercado mayorista que está integrado por las entidades financieras, gestoras, compañías de seguros y los grandes inversores, y me refiero a aquellos que no hacen una operación inferior a millones de euros, y luego estamos el resto, los pequeños inversores, que es a quien nos estamos dirigiendo. Son sistemas paralelos, es decir, la rentabilidad generalmente en los mercados financieros, y los conozco bien, suele ser muy parecida o casi la misma. ¿Qué les hace que sean vasos comunicantes? Pues sistemas como el SEND, sistemas transparentes en los que uno puede ver lo que está pasando en los mercados”.

Cada inversor tiene su nicho de mercado, aseguró. “Siempre habrá

“Me parece fundamental que se desarrollen sistemas como la plataforma SEND para permitir el acceso a los mercados de los inversores minoristas”

“No se debe invertir jamás en un bono, por ejemplo, a siete años si vamos a tener necesidades de liquidez antes”

inversores que acudan a su entidad financiera, es decir, el sistema SEND no va a destronar a la distribución de renta fija a través de las entidades financieras porque siempre habrá un pequeño inversor que necesite el asesoramiento, que no tenga la cultura financiera suficiente, pero cada vez va a haber, naturalmente porque en este país hemos tenido muy poca cultura de ahorro; ahora nos están obligando y estamos diversificando y aprendiendo lo que son otros activos susceptibles. Hace cinco años, yo no oía a nadie hablar de oro y hoy mucha gente pregunta si invertir o no en oro”.

Por supuesto que va a haber más inversión en renta fija, aseguró el director de Intermediación de Nordkapp. Y es fundamental que se desarrollen sistemas como SEND que dan acceso a los inversores minoristas a los mercados, porque les da transparencia y seguridad. “Es fundamental que los inversores tengan un fácil y barato acceso a los mercados así como que tengan muy claro dónde están sus ahorros. Estas son características que aportan al mercado SEND”.

Javier Orellana pasó a continuación a aportar sus comentarios sobre el sistema SEND. “Sinceramente creo que es francamente bueno. Han sido pioneros, tenemos que acostumbrarnos a serlo en España y a estar orgullosos de ello. Ha salido en un momento complicado, en plena crisis, pero pese a todo el sistema SEND está ahí defendiéndose y creo que merece todo nuestro apoyo”. Algunas veces tenemos que ser un poco quijotes, afirmó, y dejar de elogiar solamente los temas extranjeros por mucho que estén en inglés y elogiar nuestras propias virtudes. “La web de SEND merece ser elogiada, creo que está muy bien diseñada, es de fácil comprensión, da unas explicaciones sobre los mercados, sobre las emisiones, sobre ratings... La verdad es que merece la pena dar-

Pasa a página IV



Un momento del desarrollo de la jornada que se celebró en la Bolsa de Madrid.

Viene de página III

se una vuelta por la web, siempre se aprende algo y, por supuesto, antes de que nadie invierta un solo euro ni vía, o recomendaría echarle un vistazo para saber en qué se está invirtiendo”.

En cuanto a la transparencia en la formación de precios, aseguró que es imprescindible y cada día lo va a ser más. “Cuando uno entra en la pantalla de SEND tiene claro dónde está la demanda y la oferta del bono y la profundidad del mismo. Todo el mundo tiene el mismo acceso, el sistema es absolutamente transparente y uno sabe lo que va a hacer cuando va a dar una orden a su entidad para poder comprar o vender deuda sea la que sea”. Aporta liquidez a los mercados, una característica imprescindible de cualquier mercado y SEND es una herramienta que la aporta, señaló. “No podemos negar que la liquidez en estos momentos, en cualquier mercado, es la que es. Desde luego, no es la mejor que hemos tenido ni la que vamos a tener, esperemos que los políticos lleguen a soluciones pronto, sean las que sean, y que la liquidez vuelva a ser la que se merecen nuestros mercados. Pero es imprescindible tener liquidez para que los mercados sean transparentes; una

“El muy pequeño inversor seguirá pidiendo asesoramiento a las entidades financieras; y el que sea más sofisticado, a partir de un cierto importe, recurrirá cada vez más al sistema SEND”

cosa lleva a la hora”.

Javier Orellana insistió en que SEND es una clara herramienta para el inversor minorista, sin duda. “SEND no va a quitar de la palestra a las entidades financieras. A mí no me daría miedo si trabajara en una entidad financiera, cada cliente tiene su nicho de mercado. El muy pequeño inversor seguirá yendo a las entidades financieras para asesorarse y el que sea un poco más sofisticado, a partir de un cierto importe, empezará a recurrir cada vez más al sistema SEND. Y, desde luego, en SEND estamos viendo dónde está la emisión, las ofertas y la profundidad”.

Por supuesto, prosiguió, operando a través de SEND se nos quitan todas las dudas de si había alguien delante para comprar o para vender o si el precio era mejor. “Es un sistema totalmente transparente donde vemos que podíamos ser los primeros en comprar o en vender y que, en efecto, lo hemos sido. Y es una plataforma de uso sencillo, es decir, no es enrevesada, no hay barbarismos y es muy fácil de entender, cualquiera puede tener acceso. Pese a que en la sala no habrá muchos emisores de deuda, yo les lanzaría el mensaje de que el sistema no tiene contraindicaciones. Si yo fuera emisor, sin la más mínima duda, cada vez que hiciera una emisión nueva, la incluiría en el sistema, porque ahí estoy y lo mejor que me puede pasar es que los inversores me vean, presten a tención y les guste la emisión. Si alguien se pregunta que hay emisiones que tienen poca liquidez en el sistema, eso no significa nada y menos en los momentos en los que estamos, puede ser por vencimiento, puede ser por cupón que, a su vez tiene un impacto fiscal, puede ser por mil razones, pero eso no significa que la emisión sea mala. Al final, lo que un emisor busca es que haya emisores, ninguna otra cosa”. Javier Orellana acabó pidiendo a los inversores precaución en los mercados de hoy en día.

Miguel Ángel Bachiller, director de Renta Fija Minorista del Banco Santander

“Con el sistema SEND, los clientes son siempre los que mandan”

Miguel Ángel Bachiller intervino en la mesa redonda para contar la experiencia del Banco Santander con el sistema SEND. La mesa minorista de Banco Santander está dedicada sobre todo a la banca minorista, a clientes minoristas, afirmó. “Nuestra experiencia, al disponer de todas las rentas fijas juntas, nos llevó a que cuando la AIAF nos propuso entrar en el SEND pensáramos que era un proyecto para nosotros. Entonces, nos incorporamos a SEND porque pensamos que era lo que nos estaban pidiendo nuestros clientes minoristas. Y lo que nos pedían era poder poner órdenes en un mercado multilateral, una formación de precios totalmente transparente, que siempre tuvieran liquidez en sus bonos y que hubiera transparencia en los precios. Por supuesto, el banco lo que quería era dar satisfacción a sus clientes minoristas”, aseguró.

“El mercado AIAF se produce en un momento histórico en el que sus propias normas y su estructura no nos permitía la salida natural que los clientes necesitaban, porque la propia estructura del sistema nos limitaba, no podíamos sacar fuera de nuestro banco los títulos que los clientes querían vender”, señaló Miguel Ángel Bachiller. Por tanto, lo que el banco quería hacer era saltar esa barrera natural. “Y esa barrera la saltamos con el SEND. Nosotros no queremos que los clientes sean nuestros clientes, lo que queremos es que sean los clientes del mercado, que puedan salir a comprar o a vender cualquier título de renta fija de cualquier emisor”.

Con el SEND, continuó, la entidad ha conseguido romper esa frontera natural y que los clientes puedan dar una orden en la que especifique lo que quieren comprar y el precio que quieren pagar. “El banco lo único que tiene que hacer es transmitir la orden al mercado con toda la transparencia, se ejecuta la orden y se la liquidamos, que no es así, nos quedamos pendientes en el mercado”. Esto es lo que, hasta la entrada del sistema SEND, se hacía con facilidad en la plataforma de renta fija a Bolsa, dijo Bachiller. “Con esto lo que hemos conseguido ha sido igualarnos. El banco pone las órdenes de sus clientes en el mercado y nosotros simplemente hacemos una transmisión de esas órdenes. Cuando nosotros ponemos la orden en el mercado, nosotros no hacemos nada, son los clientes los que definen el precio al que quieren comprar. Este es el punto crítico que tenemos en el SEND. Los clientes son los que mandan, el banco solo recoge y tramita la orden. Por tanto, nosotros hacemos todo lo que el cliente quiera y como quiere, es decir, poner la orden en un mercado multilateral, para que nos vea todo el sistema financiero, no queremos que las órdenes de nuestros clientes se queden dentro del banco porque no tiene ningún sentido. En los tiempos que corren lo que hay que hacer es dar la mayor transparencia posible a todas las órdenes del mercado”, resaltó Miguel Ángel Bachiller. Por tanto, tanto sus propios clientes como los de otras entidades pueden comprar en el mercado sus títulos o los de otras



“El SEND permite que todas las órdenes de valores de renta fija minorista se traten como si fuera renta variable o renta fija a Bolsa”

“Con esta plataforma multilateral los clientes pueden dar órdenes en las que especifiquen lo que quieren comprar y al precio que quieren pagar”

entidades. “Hasta la aparición del SEND, eso con la frontera natural de la negociación bilateral, no era posible hacerlo. Es decir, un cliente nuestro no podía comprar preferentes de otra entidad financiera porque la negociación bilateral lo impedía. Con el SEND nuestros clientes pueden comprar cualquier cosa en el mercado. Esto es muy importante”.

Miguel Ángel Bachiller afirmó que cuando, en julio de 2010 Banco Santander sacó los preferentes serie 10, “desde el principio nos quisimos adaptar a las regulaciones Mifid, a los nuevos mercados que estaban por venir y también desde el principio dejamos que los clientes pudieran elegir el precio. Es decir, teníamos que cumplir con lo que los clientes querían: poner sus órdenes de compra a un precio determinado, los cruces de las ofertas y las demandas de nuestros clientes, nosotros trasladamos las órdenes de nuestros clientes a un mercado. Lo que ocurrió es que cuando entró el SEND, como ya desde el principio de la emisión

estábamos cumpliendo las normas con las órdenes de nuestros clientes, se demostró que la oferta y la demanda funcionaba. Por tanto, no pasó nada, únicamente que, en lugar de quedarse las órdenes en nuestro banco, las publicamos en una plataforma multilateral. Todo el mundo tiene acceso al precio y a los títulos y todo el mundo tiene capacidad para comprar o vender, no tiene que estar necesariamente en mi banco, puede comprar de otro banco”. De hecho, desde que Banco Santander está en el SEND, sus preferentes, en concreto la serie 10, los han comprado otras entidades. “Pero no las entidades sino sus propios clientes porque, al final, lo más importante de todo esto es que detrás de esa orden hay un cliente, no está el banco, que simplemente hace el papel de transmisor de la orden. El banco ha pasado a convertirse en una sociedad de valores que directamente recibe la orden y la ejecuta en el mercado”, puntualizó. Lo importante, prosiguió, es que se vea que esas órdenes de los clientes se encuentran en un sistema donde las pueden ver todo el mundo, que no sea un sistema opaco sino un sistema transparente.

En aras de esta transparencia, subrayó, por ejemplo un emisor cualquiera, antes de su incorporación al SEND, tenía una cotización totalmente errática porque la negociación bilateral hacía que el precio que publicaba la AIAF al día siguiente fuera la media de las diez o quince entidades, y cada una daba un precio diferente. “Lo que le pasaba al cliente minorista es que volvía loco, porque cuando miraba el precio de cotización un día estaba diez figuras para abajo o diez figuras para arriba. Ahora cuando entra en el SEND ya tiene un precio único que está formado por todos los integrantes del mercado. Es igual que la renta variable, el precio que sale en pantalla es la combinación de las expectativas de los clientes, de comprar y de vender”. Los bancos no hacemos nada, insistió, son los clientes los que sacan sus órdenes al mercado y ellos acuerdan el precio al que quieren cruzar sus acciones.

La evolución de la cotización de PPR emisor A, cuando entró en marcha el SEND, más o menos se mantiene estable y lo más impactante es el volumen negociado, afirmó Bachiller. “Todos los días hay volumen negociado y, en el caso

de esta preferente, todos los días hay operaciones vendedoras por diez niveles hacia arriba y hacia abajo. Eso quiere decir que el cliente minorista, las entidades que estamos participando en el SEND, estamos trasladando directamente las órdenes de nuestros clientes al mercado al precio que ellos deciden. Creo que esto es lo más importante para cumplir las normas Mifid y para cumplir las normas de cómo se debe negociar en un mercado de valores; los bancos no tenemos nada que decir, es el cliente el que manda. Lo único que queremos es cumplir las órdenes de nuestros clientes, nada más”.

En cuanto a la transparencia, Miguel Ángel Bachiller dijo que, actualmente, la mayoría de los clientes tiene internet en casa. “Por tanto, pueden ver la información ver directamente desde el salón de sus casas, pueden controlar que tal día a tal hora había determinadas posiciones de compra a tales posiciones de venta, y tomar sus decisiones en función de esa información a lo que se accede fácilmente. Es posible ver cómo está

“Los bancos no tenemos nada que decir, es el cliente el que manda. Lo único que queremos es cumplir las órdenes de nuestros clientes”

el mercado, no hay forma de ocultarlo. Es un mercado transparente, no tiene mayor truco”. Veinte minutos después de dar la orden, el cliente puede ver en la pantalla su posición, y si no se ha ejecutado su orden, puede ver también cuál ha sido la cauda, si no estaba en precio o porque no había volumen. “Nosotros queremos transparencia absoluta, no tenemos necesidad de ocultar nada. Las órdenes de los clientes salen al mercado, se ejecutan en el mercado y se devuelven”.

Miguel Ángel Bachiller resaltó que en aras de cumplir con la transparencia, Banco Santander publica diariamente el boletín del SEND en la web corporativa para que esté a disposición de los clientes. “El cliente también puede consultar en cualquier oficina del Banco Santander la información que necesite en tiempo real, para conocer cómo están sus preferentes si lo solicita”.

Para terminar, el director de Renta Fija Minorista de Banco Santander dijo que con la plataforma SEND se ha conseguido elevar la renta fija minorista de AIAF al nivel de la renta variable o de la renta fija a Bolsa, “poniendo las órdenes de los clientes en el mercado, se ejecutan y vuelve. El SEND nos ha dado el paso que nos faltaba, es decir todas las órdenes de valores de renta fija minorista se tratan como si fuera renta variable o renta fija a Bolsa”, finalizó.

MODERADOR

Domingo García Coto, director del Servicio de Estudios de BME

Domingo García Coto, moderó la primera mesa redonda y dijo, con datos muy recientes del segundo trimestre de 2011, que apenas un 2,98% de la cartera de activos financieros de las familias españolas, que está compuesta por un conjunto de activos que valen 1,8 billones de euros, está



invertido en renta fija, es decir, 53.500 millones de euros. “Es prácticamente la mitad de lo que las familias tienen en acciones cotizadas o algo más de la décima parte que en depósitos a plazo. El ahorro financiero de las familias españolas, es decir, la parte del ahorro que no se destina a invertir en vivienda, está aumentando de manera muy significativa. Estamos ante una oportunidad excepcional para que la renta fija encuentre un lugar razonable en la cartera de activos financieros de los inversores minoristas”. García Coto resaltó la importancia de SEND.

MESA REDONDA

“La transparencia, herramienta fundamental frente a la opacidad del OTC. Los ‘trade repositories’ como solución”



De izda. a dcha.: David Retana, responsable de Regis-TR; Sonia Quibus, directora de Administración de Mercados Financieros del Banco Sabadell; Jesús Benito, consejero delegado de Iberclear, y Andrés Lorrio, socio de Bird & Bird.

David Retana, responsable de Regis-TR

“Un ‘trade repository’ es una infraestructura ideal para minimizar los riesgos de los derivados OTC”

En su ponencia, lo primero que hizo David Retana, responsable de Regis-TR (*trade repository* europeo con base en Luxemburgo lanzado conjuntamente por Iberclear y Clearstream), fue analizar la realidad de los mercados de derivados *Over The Counter* (OTC).

“La realidad es que tienen un poco de mala fama. Les asocian ideas como la alta volatilidad, la especulación o la propia crisis financiera. ¿Realmente es correcta esta fama? Si atendemos a las características generales de estos mercados, son bastantes parecidos a otros”, respondió.

A renglón seguido, Retana comparó los mercados de derivados OTC con los mercados oficiales de derivados, con los derivados listados. “Los derivados listados se caracterizan por el gran número de operaciones realizadas. El tamaño medio de la operación es pequeño. Acuden a los mercados oficiales un gran número de participantes y de diversos tipos. Por el contrario, en los derivados OTC nos encontramos grandes nominales, grandes operaciones concentradas en muy pocos participantes”.

Añadió que, “en el mercado oficial, los productos son estandarizados, opciones, futuros. En los derivados OTC, hay un rango muy alto de diferenciación, desde los productos más básicos como *forwards* (contratos a plazos) hasta las estructuras más complejas. Lógicamente, a los derivados listados se les valora diariamente. En los derivados OTC, existe esa dificultad para valorar. Cuanto más complejo es el producto, más complicada es la valoración”.

El Project manager de Regis-TR



“Los derivados OTC se caracterizan por su poca transparencia, porque se negocian en los mercados telefónicos o en los ‘dark pools’”

“Las infraestructuras de ‘postrading’ en el mundo OTC no han evolucionado a la misma velocidad que el mercado. Se ha demostrado que hay una ausencia de ellas”

informó de que “los derivados listados están centralizados. Hay una plataforma oficial en la que se negocian, mientras que la descentralización es total con los derivados OTC”.

Con todo, “la transparencia es una de las características que dife-

rencia más un mercado del otro. En los derivados listados, la difusión de todos los cruces es en *realtime*. Toda la información va directamente a los organismos reguladores y supervisores. La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) o el Banco de España reciben un *feed* en tiempo real de todas las operativas que se realizan. No sucede lo mismo con los derivados OTC. Estos se caracterizan por su poca transparencia, porque se negocian en los mercados telefónicos o en los *dark pools*”.

Los departamentos de supervisión de los propios mercados oficiales realizan prácticas de control del abuso de mercado, control del *fair value* de todas las operaciones, y se lleva a cabo un *market diary* de todas las posiciones. “Es todo lo contrario en los derivados OTC”.

Con los mercados oficiales toda la operativa acaba compensada en una cámara de contrapartida central. “Sin embargo, la característica principal de los derivados OTC es que la operativa se queda bilateral. El riesgo se queda en la contrapartida. En los derivados listados, toda la operativa, desde el momento en que se introduce una orden en un mercado oficial hasta el momento en que se compensa en una cámara y se custodia por un miembro custodio, es STP (*Straight-through processing*), que está completamente automatizada. En los derivados OTC, hay un alto grado de manualización, desde la negociación telefónica a la firma física de los contratos”.

Para Retana, “la crisis financiera ha sacado a la luz todas estas deficiencias. Se ha demostrado que hay una ausencia de adecua-

das infraestructuras de *postrading*. Las infraestructuras de *postrading* en el mundo OTC no han evolucionado a la misma velocidad que el mercado. A esta inmadurez de las infraestructuras de *postrading* podríamos unir el hecho de que hay altos riesgos de todo tipo y una falta de transparencia y de supervisión”.

Riesgos

Después, Retana entró en los riesgos que se identifican a partir de estas características. “En primer lugar, está el tema de la ineficiencia de los mercados. Hay un excesivo papeleo. Un 50% de contratos OTC se confirma aún vía contrato firmado físicamente. Esto produce un alargado tiempo de confirmación de las operaciones, en el que puede haber errores en dicha confirmación”.

“Por otro lado, hay un alto grado de negociación vía telefónica. Es también una fuente de errores y de riesgo operativo. Por último, está la poca liquidez en algunos casos. La descentralización puede degenerar, sobre todo en el lado de los clientes, en una falta de liquidez y en un riesgo de mercado. Hay bajo nivel de control. Los mercados de derivados listados tienen mucho control por parte de las autoridades regulatorias, casi en *realtime*, mientras que los derivados OTC no. Esa oscuridad genera, sobre todo en tiempos de crisis, mucha especulación. Produce asimismo muchos rumores y al final aísla y no permite a la banca acceder a los mercados de crédito. La poca transparencia degenera en un riesgo de mercado. Hay un desconocimiento del *fair value*, de los volú-

menes negociados, de la granularidad de la posición abierta”.

“Por último, y es muy difícil de evaluar, nos encontramos con el riesgo de contrapartida. Las operaciones se quedan bilaterales. Ese riesgo, con esa contrapartida, es desconocido. Ese gran riesgo de contrapartida conlleva finalmente un riesgo sistémico por la alta interconexión de riesgos que hay entre los grandes *dealers* del mundo”.

Soluciones

Tras identificar los riesgos, Retana examinó cómo se están abordando en las distintas regulaciones, a nivel mundial, a partir de la reunión del G-20 en Pittsburgh en 2009. “Probablemente, podría aprobarse el texto definitivo de EMIR, de la regulación sobre derivados OTC que va a afectar a Europa”, señaló.

Para el riesgo legal y el operativo, existen las plataformas electrónicas. “A día de hoy, se usan básicamente en el mercado *interdealer*. Sólo la gran banca y las grandes corporaciones disfrutan de una confirmación electrónica de las operaciones. Para las plataformas electrónicas de negociación, se propone esta infraestructura como límite, para dar transparencia a los mercados derivados OTC, pero únicamente en la parte de OTC que es suficientemente estandarizable”, razonó Retana. Una de las maneras para aplacar este riesgo de mercado es la obligación del *reporting* de operaciones en tiempo real. En Europa, lo afronta la nueva regulación MiFID, con el objetivo de que todos dispongan del precio teórico, del *fair value*, de estos derivados.

“El riesgo sistémico quizá sea la base y el origen de todas las preocupaciones. Se corrige con mucha supervisión. Por otro lado, se intentará trasladar el máximo riesgo posible de contrapartida hacia las cámaras de contrapartida central, para que esta cámara central sea capaz de compensar ese riesgo. Respecto a la gestión del colateral, de aquellos derivados que no sean elegibles y que sigan quedándose en operaciones bilaterales, EMIR menciona la obligación del depósito y de la segregación colateral en todas las operaciones”, expuso. Retana también recordó que el 35% de las operaciones de derivados OTC en 2008 no tenía un aporte colateral. “Para detectar grandes exposiciones, hay que incluir su valoración, que es algo realmente complicado porque se entremezclan la dificultad de la valoración de los productos con los contratos y acuerdos que tienen las distintas contrapartidas entre ellos como aporte colateral. En todo esto, hemos identificado muchas infraestructuras de mercado como, entre otras, las plataformas de confirmación electrónica, las plataformas de negociación o los *trade repositories*, que su función principal sería facilitar de la mejor manera posible a los reguladores toda la información sobre las exposiciones y los derivados que se han negociado en el OTC”, aseguró.

“Desde Iberclear, Clearstream, BME y Deutsche Börse; se ha tenido muy claro que un *trade repository* es una infraestructura ideal para minimizar todos estos riesgos inherentes a los derivados OTC. Este es el concepto que ha primado en el desarrollo de Regis-TR. Ese coste adicional que va a suponer para la industria, para los participantes de los mercados derivados OTC, la conexión con esta nueva infraestructura de mercado, debe ser compensada con la provisión de los servicios adicionales descritos”, concluyó Retana.

Andres Lorrio, socio de Bird & Bird

“Los TR serán destinatarios de toda la información de los derivados OTC”

Andres Lorrio, socio del área financiera y bancaria de Bird & Bird, ofreció al auditorio una visión genérica en cuanto a lo que es el panorama legal actual que se está gestando.

En la cumbre del G-20 de Pittsburgh, en 2009, se establecieron fundamente dos necesidades. “Una, el controlar el riesgo de crédito y este mismo en cuanto a su capacidad de generar un riesgo sistémico en los mercados. Dos, la transparencia del mercado en el sentido de la información de la que disponían los reguladores respecto a los derivados *Over The Counter* (OTC), porque no estaba centralizado y no existía una obligación de reportar”.

Lorrio aclaró que “las novedades legislativas han ido dirigidas a identificar la mitigación del riesgo de contrapartida a través de la contratación en plataformas multilaterales. Los *trade repositories* (TR) van a ser destinatarios de toda la información de los derivados OTC, principalmente de las operaciones de derivados que el G-20 consideró que tenían un mayor riesgo sistémico, fundamentalmente los derivados del crédito”.

Más “omnicomprensivos”

“Ahora, desde el 20 de octubre, aunque estaba ya incorporado dentro de lo que iba a ser el MiFID II, se ha desgajado como regulación para coordinarlo con la entrada en vigor de EMIR todo lo que es el acceso y la transparencia en la contratación en la infraestructura de mercado en el nuevo reglamento de MiFIR”, explicó Lorrio.

Efectivamente, tanto en Estados Unidos como en Europa, en estos últimos años se ha invertido una cantidad enorme de recursos humanos, intelectuales y físicos para poder cumplir con el calendario de 2012. En ese sentido, reconoció que “en Estados Unidos nos llevan un poco de delantera con la ley Dodd Frank. El mercado americano está muy centrado en el tema de los derivados de crédito y sobre todo en todas aquellas operaciones que bajo su normativa son de especulación. Sin embargo, aquí en Europa queremos ser más omnicomprensivos y, por ejemplo, la información que tiene



“La principal diferencia entre las regulaciones americana y europea va más en la consecuencia de la regulación que no en el origen”

“La Comisión Europea, a través de EMIR, MiFIR y MIFID II, pretende reforzar la transparencia del mercado para promover la estabilidad”

que ir destinada a un registro de operaciones son todas las operaciones de OTC”.

“En Europa, las novedades legislativas en cuanto a lo que es infraestructura de mercado se implantarán con la legislación de EMIR, que establecerá el correcto funcionamiento de los mercados financieros. También con MiFIR. Además, MiFID II se circunscribirá a lo que es el asesoramiento de inversiones, las normas de conducta y de organización de las empresas de inversión, los requisitos de las plataformas de negociación y las normas relativas al establecimiento en la Unión Europea de entidades de terceros estados. De esta regulación de MiFID, en el último borrador de 20 de octubre se desgajó una propuesta de regulación que se llama MiFIR, con la que se va a regular la transparencia pre y poscontractual, el acceso no discriminatorio a entidades de con-

trahentada central y la obligación de que los instrumentos financieros derivados sean negociados en plataformas de negociación”.

En resumen, la principal diferencia entre las regulaciones americana y la europea, aparte de la particular idiosincrasia de las dos economías, va más en la consecuencia de la regulación que no en el origen. El origen es el mismo.

La mitigación del riesgo de contrapartida pasa por la liquidación de los contratos de derivados a través de entidades de contrapartida central. Lorrio detalló que, en Estados Unidos, “la Ley Dodd Frank establece que todas las operaciones que ellos consideran elegibles tienen que liquidarse a través de las entidades de contrapartida central”.

En Europa, “la propuesta EMIR establece que las contrapartes financieras deberán compensar a través de una entidad de contrapartida central todos los derivados OTC que se consideren aptos y que se celebren con otras contrapartes financieras”.

Sobre la transparencia en los mercados OTC; “la Comisión Europea, a través de EMIR, MiFIR y MIFID II, pretende reforzar la transparencia del mercado a los efectos de promover la estabilidad financiera, asistir en la prevención de un abuso de mercado y, canalizar y ofrecer información al mercado y a los reguladores. Las principales disposiciones legislativas al respecto son las siguientes: Transparencia *pre-trade* y *post-trade*”.

“Este régimen de transparencia previsto en MiFID se traslada a MiFIR. Extiende su ámbito de aplicación a otros instrumentos financieros, entre ellos, los derivados. Esta extensión se basa en que la Comisión considera que la transparencia de estos productos no es la adecuada, en particular en los derivados OTC”.

MiFIR impone diferentes obligaciones de transparencia. “En la transparencia *pre-trade*; los mercados regulados, *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) y *Organised Trading Facilities* (OTFs), que son plataformas de negociación, estarán obligados a poner a disposición del mercado de forma continuada los precios actuales de oferta y de demanda (*bid-offer*). En la



Un momento del desarrollo de la mesa redonda.

transparencia *post-trade*; las mencionadas plataformas de negociación estarán obligadas a poner a disposición del mercado los precios, volúmenes y tiempos de ejecución de las operaciones realizadas en dichas plataformas”.

Luego, está la gestión consolidada de datos. Según Lorrio, “la Comisión ha propuesto medidas destinadas a mejorar su calidad y su consistencia, pretendiendo combatir una de las críticas que se le ha realizado a la implementación de MiFID: la fragmentación de la información. Así, las plataformas de negociación estarán obligadas a poner a disposición del mercado la información disponible, de manera gratuita, en el plazo de 15 minutos desde su ejecución. Y MiFID II requerirá a todas las entidades a publicar sus informes de operaciones a través del denominado *Approved Publication Arrangement* (APA), sistema que requiere a las entidades a publicar los datos de las operaciones ejecutadas, permitiendo la consolidación y publi-

cación de dicha información en un plazo que consideren adecuado”.

Por otra parte, “EMIR establece que las contrapartes y las entidades de contrapartida central deberán comunicar las operaciones con derivados, estén o no sometidos a la obligación de liquidación multilateral, a centrales de registros de datos, denominadas Registros de Operaciones (*trade repositories* o TR)”.

Por su papel central en la gestión de información, la autorización y supervisión de los *trade repositories* está a cargo de ESMA (European Securities and Markets Authority).

Lorrio prosiguió. “EMIR impone ciertas obligaciones a los *trade repositories*, en particular relativas a cuestiones operacionales y organizativas a los efectos de que la información que ellos obtengan sea fidedigna, así como para garantizar la salvaguarda y transparencia de la misma. Las autoridades tendrán acceso a dicha información, lo que les permitirá detectar cualquier problema potencial”.

De acuerdo con Lorrio, MiFIR impondrá a las empresas de inversión y a las plataformas de negociación la obligación de conservar la información de las órdenes ejecutadas de manera accesible a los supervisores durante un plazo de cinco años.

“Como servicios adicionales que podrían prestar los *trade repositories*, y que prestan en Estados Unidos, sobre los contratos registrados, están los servicios de actualización de carteras. En relación con los contratos liquidados bilateralmente, participarán en el proceso de cálculo, comunicación, aceptación y disputas en los margin calls entre las contrapartes. Apoyarán en las funciones de compensación y liquidación de las operaciones. Realizarán funciones de comprensión de carteras, *portfolio compression*, que consiste en la identificación de aquellas operaciones liquidadas y redundantes a los efectos de eliminarlas de los balances de las partes. De igual forma, gestionarán los eventos de créditos en los contratos derivados de crédito”, terminó Lorrio.



Aspecto que presentaba la sala donde se celebraron las jornadas organizadas por EL NUEVO LUNES y BME.

Sonia Quibus, directora de Administración de Mercados Financieros del Banco Sabadell

“El sector ya está preparado para el nuevo modelo de negocio del mercado de derivados OTC”

Sonia Quibus, directora de Administración de Mercados Financieros del Banco Sabadell, aportó su visión, como participante en los mercados financieros, de la transformación que se está dando lugar en el mundo de los derivados *Over The Counter* (OTC) en particular, y de los mercados financieros en general.

Comenzó destacando que “la fecha de septiembre de 2009 como un hito relevante en el mundo de los derivados de OTC. Es un año después de la caída de Lehman Brothers. Por tanto, hubo tiempo suficiente para que los expertos, las entidades y los supervisores analizaran los motivos que nos condujeron a una de las peores crisis financieras que conocemos hasta el momento. En ese momento, los líderes del G-20 ya acordaron cuáles deberían ser las bases para dotar al sistema de mayor seguridad”.

Esas bases se centran en plataformas electrónicas, en contrapartidas centrales, en repositorios centrales y en un modelo de requerimientos de capital que fomentará que las entidades financieras y principales *players* de este mercado potencien la transición de su operativa hacia una mayor transparencia, básicamente por la comunicación a *trade repositories* y por la utilización de *clearing counterparties* (CCPs).

Elemento desencadenante
¿Por que nace esta necesidad de dotar a los mercados de derivados OTC de mayor transparencia? Quibus respondió que es “porque se considera que los derivados OTC fueron un elemento que favoreció al desencadenamiento de la crisis financiera”. A su juicio, “antes de la caída de Lehman, poco se conocía sobre los derivados. Eran unos instrumentos muy focalizados en el sector. Desde entonces, los derivados han tenido una especial notoriedad en la opinión pública, sin demasiada buena prensa, a pesar de ser un producto básico en el mercado para poder realizar cualquier tipo de cobertura”.

Ha sido posible que un mercado sin notoriedad haya influido de tal forma en la crisis financiera “por la importancia del tamaño del mercado; ya que de ninguna manera los mercados de derivados OTC son un mercado residual, sino todo lo contrario, tienen su relevancia”. De hecho, en la última década, el mercado de derivados OTC ha crecido a ratios de dos cifras, llegando a su punto álgido en el 2008. “Convirtiéndose así en el mayor mercado global y de mayor interconexión entre entidades financieras. En 2008, se llegó a contratar más de 420 millones de euros de notional. Desde entonces, concretamente desde el segundo semestre de 2008 como consecuencia de la crisis de Lehman y la reducción de confianza en estos productos, el notional total cayó un 20% hasta situarse a poco más de 390 millones de euros”.

Quibus observó que “esta disminución sólo fue un espejismo, porque ya en el 2009 se recuperaron cifras de contratación, que no sólo se han mantenido en niveles



“Efectivamente, el tamaño del mercado de derivados OTC tiene suficiente relevancia para poder haber influido negativamente en la crisis financiera”

“El de OTC se ha convertido en el mayor mercado global y de mayor interconexión entre entidades financieras”

actuales, sino que han continuado creciendo de forma significativa. 2010 se cerró con más de 450 millones de euros de notional y en el primer semestre del año ya estamos en 490 millones de euros, volviéndonos a situar en máximos históricos”.

En el 2011, la operativa de tipo de interés supone el 78% del total de la operativa. Si bajamos a la particularidad, los *swaps* sobre tipos de interés representan el 79% del total de la operativa de tipos de interés y el 62% del mercado de contratación de derivados OTC.

Respecto a cómo se reparte la operativa de derivados sobre tipos de interés por divisa, el euro y el dólar son las principales divisas de este mercado. “Dos tercios del mercado se contratan en dólares o euros, ambas monedas prácticamente a partes igual, mientras que un tercio de la operativa de derivados sobre tipos de interés se negocia en yenes, en libras esterlinas o en otras divisas”, informó Quibus. En cuanto a la actividad por país, hay cierta concentración. “Gran Bretaña es la capital de los derivados, seguidos por Estados Unidos y Francia. Curiosamente, siendo Gran Bretaña la capital de los derivados, los derivados no se negocian ni se concretan en libras, sino en euros”, matizó la directora de Administración de Mercados Financieros del Banco Sabadell.

Quibus mostró el grado de concentración del mercado de derivados. “El grado de concentración es bajo. Utilizamos el índice de Herfindahl, que es una medida de uso general que mide la concentración económica en el mercado. A más alto el índice, más concentrado, y menos competencia. En este sentido, el mercado de deri-

vados OTC sobre tipos de interés, principal operativa, es muy poco concentrado, especialmente en euros y dólares, permitiendo la interconexión entre entidades financieras y, por ende, pudiendo a favorecer, tal y como indican los expertos, al desencadenamiento de la crisis”. Quibus insistió en que, “efectivamente, el tamaño del mercado de derivados OTC tiene suficiente relevancia para poder haber influido negativamente en la crisis financiera”.

Cuatro recomendaciones

Ante la interrogante de en qué consisten las recomendaciones para dotar a los mercados de derivados OTC de mayor transparencia, Quibus glosó cuatro grandes recomendaciones, cada una de ellas con sus diferentes subiniciativas.

“Por resumir, la primera recomendación es dotar a la operativa de mayor estandarización. Esta estandarización lo que tiene que permitir básicamente es que se pueda contratar derivados de OTC a través de plataformas de contratación, que esta plataforma de contratación al final esté ligada con cámaras de contrapartida central que permitan mitigar el riesgo sistémico. Finalmente, la idea es comunicar a tres repositorios. Este paso daría a los supervisores una mayor visión global de toda la operativa de mercados OTC, lo que les facilitaría analizar la situación, la concentración y el riesgo que está asumiendo el mercado”.

La segunda recomendación es el uso de *central clearing*, la utilización de contrapartidas centrales. “El G-20 considera que en el momento que se estandariza la operativa de derivados es posible proceder a un *clearing* central, dotando al sistema de mayor robustez. También está previsto crear obligatoriedad de intervención por parte de la CCP así como fijación de mecanismos de riesgos suficientemente robustos para la operativa que quede al margen de las CCPs”, comentó.

La tercera recomendación es “la creación de una plataforma de contratación de derivados PTC: la *electronic platform trading*. Hoy

por hoy, gran parte de la operativa de derivados OTC, especialmente de tipos de interés, es bilateral, por lo que se debe valorar mecanismos que permitan la transición a dichas plataformas”.

La última recomendación es “la puesta en marcha de los *trade repositories* o repositorios centrales y la obligatoriedad de las entidades financieras de comunicar a dichos organismos toda la operativa contratada, con el objetivo principal de que las autoridades regulatorias dispongan de una visión global de dicho mercado. Se recomienda que la información que se comunique a los repositorios sea entendedora, uniforme y fehaciente”. Todas estas recomendaciones vienen sustentadas en diversas leyes y recomendaciones.

Quibus hizo hincapié en que “la ley todavía no está aprobada. Está pendiente que en breve se apruebe y que entre en vigor a finales del año que viene o principios de 2013”. “Tanto el sector financiero como las entidades financieras que participa-

“Se considera que los derivados OTC fueron un elemento que favoreció al desencadenamiento de la crisis financiera”

mos nos hemos movido y está ya en el pack para adaptarnos a lo que nos viene. En el caso de Banco Sabadell, y una vez ya hemos dado por finalizado la implantación y desarrollo de la normativa MiFID, nos hemos centrado en ser pioneros en España en la comunicación de la operativa de derivados OTC a un repositorio central español que en este caso es REGIS-TR”, aseguró.

Entidad piloto

“Hemos sido entidad piloto de REGIS-TR, habiendo empezado a comunicar en real la operativa de derivados de tipos de interés el pasado mes de agosto. Actualmente, estamos comunicando con BBVA y nuestros sistemas están preparados para comunicar con cualquier otra contrapartida de mercado que esté en situación de iniciar la comunicación. Del mismo modo, Banco Sabadell continúa con el proyecto, estando desarrollando la mensajería de derivados para comunicar la operativa de forex, teniendo en cuenta que esta operativa es de las más estandarizadas del mercado”, comunicó Quibus.

“Por otro lado, estamos trabajando en interno, y avanzándonos a lo que la normativa prevé, es un sistema para permitir la comunicación y confirmación electrónica de la operativa de nuestros clientes a través de nuestro portal de

Internet, BS Online. En esta iniciativa, nos será de gran utilidad la implantación de la ley, que nos evitará la generación de documentación contractual bilateral y privada entre la entidad, nosotros, y el cliente para garantizar la protección de datos y privacidad del cliente, y seguramente no estandarizada en el mercado, a criterio de cada una de las actividades participantes”, añadió.

Ya se han creado varios repositorios centrales. Los más destacados son TriOptima, registro de referencia para tipos de interés, y DTCC y *Market wire*, para *equity*. También se ha avanzado en la implantación y desarrollo de plataformas de contrapartida central que cubren la operativa de derivados OTC. Algunas de ellas ya están conectadas con los repositorios centrales. En Europa, destacar básicamente LCH que cubre actualmente la operativa de derivados de tipos de interés, *plain vanilla* y *credit default swaps*, y que en este caso ya está conectada con Marketwire, que es la operativa principal de derivados de OTC.

Por tanto, en palabras de Quibus, “la conclusión es clara, aún y estando pendiente de la implantación de la normativa europea en materia de repositorios centrales y CCPs, el sector ya está preparado para el nuevo modelo de negocio del mercado de derivados OTC”. Según los datos facilitados por TriOptima, en el informe publicado en el mes de noviembre, un 40% de la operativa de tipos de interés, que es la operativa mayoritaria actualmente en el mercado de derivados, se está compensando por una cámara de contrapartida central. La ponente aseveró que “no sólo el sector ha creado la base del nuevo modelo de negocio de derivados OTC. Las entidades financieras ya estamos alineadas a dicho modelo adaptando nuestros sistemas y procedimientos a esta nueva normativa”.

Quibus enumeró los pilares de los siguientes pasos a seguir. Lo hizo teniendo en cuenta que, desde el 2009, el sector ya ha creado la base para cumplir con el nuevo modelo regulatorio que debe dotar al mercado de derivados OTC de mayor transparencia, creando los *trade repositories* y las cámaras de contrapartida central, y que las entidades ya están desplegando sus capacidades para la utilización de las mismas. El primer pilar es “la aprobación y despliegue de la normativa legal que dote a las entidades financieras de capacidad jurídica para desplegar el modelo de registro y compensación”. El segundo pilar es “continuar avanzando con la estandarización y plataformas electrónicas para la operativa de derivados OTC”.

MODERADOR

Jesús Benito, consejero delegado de Iberclear

El moderador de la segunda mesa redonda fue Jesús Benito, consejero delegado de Iberclear. También es secretario general y presidente de la Comisión Ejecutiva de Link-Up Markets, una *joint venture* internacional que facilita soluciones de interoperabilidad entre Depositarios Centrales de Valores, de acuerdo con las resoluciones del Código de Conducta.

Benito afirmó que “el mercado de derivados *Over The Counter* (OTC) alcanzó durante la década pasada volúmenes impresionantes



de negociación”. Asimismo, subrayó que “las características principales de la operativa OTC han sido precisamente uno de los factores que más contribuyeron a amplificar la crisis financiera en sus ya lejanos orígenes del 2007-2008”. En su opinión, “la incertidumbre y las dudas sobre la magnitud de los riesgos tomados por las entidades financieras, y en consecuencia el verdadero valor de sus libros contables, siguen planeando sobre el sistema financiero mundial, abundando en una situación financiera crítica”. Recordó que “ya en el año 2009, los reguladores del G-20 acordaron una batería de medidas para tratar de optimizar la gestión de riesgos en mercados derivados de OTC, así como para tratar de lograr su transparencia, dada su intrínseca opacidad”.

Susana Núñez, directora del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España

“El marco que se está definiendo establece unos requisitos uniformes, a través de normas detalladas”

Como conclusión a las jornadas, Susana Núñez, directora del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España, realizó un repaso de los aspectos más relevantes de las propuestas de reformas regulatorias que están en marcha, particularmente en lo que se refiere a su impacto en el ámbito de la transparencia de los mercados de renta fija y de derivados.

“Es bien conocido que la crisis financiera ha puesto en evidencia que la aplicación práctica de las disposiciones sobre transparencia contenidas en la MiFID no ha alcanzado los objetivos perseguidos para facilitar a las autoridades, al mercado y al público en general el acceso a la información que los tres sectores necesitan en la toma de sus respectivas decisiones, en su respectivo ámbito”, expresó Núñez. A su juicio, “ello es particularmente notorio en el ámbito de los mercados de derivados *Over The Counter* (OTC) aunque, en general, los puntos débiles de la reglamentación actual afectan a la mayoría de los instrumentos financieros distintos de las acciones”.

A renglón seguido, la directora del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España recordó que por este motivo “el G-20 acordó en la cumbre celebrada en 2009 en Pittsburgh que era necesario mejorar la transparencia y supervisión de los menos regulados”. En particular, en el ámbito de los derivados OTC convino que, como muy tarde para finales de 2012, en la medida de lo posible, todos los contratos deberían negociarse en bolsas o plataformas de negociación, compensarse a través de entidades de contrapartida central y, en todo caso, para los estandarizados y para los no estandarizados, ser notificados a los *trade repositories*.

“En Europa, estos acuerdos del G-20 se están implantando principalmente a través de la revisión de MiFID y de la elaboración de los reglamentos MiFIR y EMIR (European Market Infrastructure Regulation). También se están revisando y elaborando otras piezas legislativas que están relacionadas con la regulación relativa a los requerimientos de capital de las entidades de crédito, la directiva de abuso del mercado (Market Abuse Directive, MAD), la de tenencia de valores (Securities Law) o la regulación para depositarios centrales de valores”, informó.

Por ende, a diferencia de Estados Unidos, donde la reforma legislativa que pretende subsanar las deficiencias detectadas durante la crisis y mejorar el sistema financiero en su conjunto se ha llevado a cabo a través de una única ley, la Dodd Frank Act, que regula múltiples áreas. “En Europa, sin embargo, las reformas se están llevando a cabo a través de diferentes piezas legales muy conectadas entre sí. Esto podría complicar el análisis de impacto en Europa, especialmente por las interdependencias que existen entre todas ellas. No obstante, también se critica el enfoque seguido en Estados Unidos por la dificultad de digerir e implantar una regulación tan amplia y compleja como al pareciera ser la Dodd Frank Act”.

Núñez declaró que “para reforzar la transparencia y mejorar el funcio-



“La aplicación práctica de las disposiciones en la MiFID sobre transparencia no ha alcanzado los objetivos perseguidos para facilitar el acceso a la información”

namiento del mercado interior con respecto a los instrumentos financieros, el nuevo marco que se está definiendo en Europa establece unos requisitos uniformes, a través de normas detalladas para una amplia gama de instrumentos financieros, que complementan y refuerzan los requisitos que hace apenas siete años estableció la MiFID para la transparencia pre y post-negociación de las operaciones con acciones cotizadas en un mercado regulado y sobre la información que debe remitirse a las autoridades competentes sobre dichas operaciones”.

Ahora, lo que se pretende es modificar esta Directiva para que tenga en cuenta adecuadamente la evolución de los mercados financieros, para que solvente las deficiencias descubiertas y cubra las lagunas que ha puesto de manifiesto la crisis de los mercados financieros. “En definitiva, se aprovecha la oportunidad para abordar los aspectos menos reglamentados y más opacos del sistema financiero, así como para mejorar la organización, transparencia y supervisión de determinados segmentos del mercado, como son los relacionados con los instrumentos que se negocian fundamentalmente en mercados no organizados (OTC)”. En ese sentido, Núñez añadió que “estas modificaciones vienen a complementar-se con las propuestas legislativas relativas a los derivados OTC, a las entidades de contrapartida central y a los registros centralizados de contratos abordadas en EMIR”.

La Comisión Europea ha planteado su propuesta de modificación de la MiFID en dos partes. Núñez las concretó. “Por un lado, se está elaborando un Reglamento, MiFIR, que será de aplicación directa en cada país, que establece los requisitos relativos a la difusión de datos de la negociación y el *reporting* sobre las operaciones a las autoridades competentes ampliándolos a todos los valores asimilables a acciones, como pueden ser certificados de depósito, fondos cotizados y demás instrumentos emitidos por empresas, y a los bonos y obligaciones, productos de financiación

estructurada, derechos de emisión y a los derivados”. Se regulan también en el Reglamento otros aspectos como la eliminación de las barreras que obstaculizan un acceso no discriminatorio a los mecanismos de compensación, la negociación obligatoria de derivados en mercados organizados, las acciones específicas de supervisión de instrumentos financieros y posiciones en derivados y la prestación de servicios por empresas de terceros países sin sucursal.

“Por otro lado, se está actualizando la Directiva para modificar los requisitos específicos a los que ha de ajustarse la prestación de servicios de inversión, el ámbito de aplicación de las exenciones previstas en la actual Directiva, los requisitos de organización y de conducta de las empresas de servicios de inversión, los requisitos de organización de los centros de negociación, la autorización de los proveedores de servicios de datos y sus obligaciones posteriores, las facultades de las que disponen las autoridades competentes, las sanciones y las normas aplicables a empresas de terceros países que disponen de sucursal”.

Reducir el coste

La información sólo es útil si es verídica, si se puede consolidar y si tiene un coste razonable. En esa dirección, Núñez afirmó que “por eso la MiFID se inspira en estos principios de calidad, formato, coste y capacidad de consolidación de los datos de los mercados. El Reglamento pretende reducir el coste de obtención de los datos, al solicitar tres tipos de centros de negociación (mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación y Sistemas Organizados de Negociación), que publique gratuitamente la información post-negociación quince minutos después de la ejecución de la operación y que ofrezcan por separado datos sobre la pre-negociación y la post-negociación. Del mismo modo, se obliga a las empresas de inversión a publicar las negociaciones realizadas al margen de los centros de negociación, con lo que debería mejorar la calidad de los datos OTC y deberían facilitarse su consolidación”.

En lo referente a la información */reporting* sobre las operaciones, “su objetivo es permitir a las autoridades supervisoras controlar las actividades de las empresas de inversión, garantizar el cumplimiento de la Directiva y controlar los abusos de mercado. La información sobre las operaciones es útil para la supervisión general del mercado. Para ello, las autoridades competentes dispondrán de pleno acceso a los registros en todas las fases del proceso, desde la decisión inicial de negociar hasta la ejecución de la orden”.

Según Núñez, “otra de las modificaciones introducidas es crear una nueva obligación para los mercados regulados, los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Sistemas Organizados de Negociación, que deberán almacenar los datos sobre órdenes de forma que las autoridades supervisoras puedan acceder a ellos durante al menos cinco años”.

Núñez destacó que “las disposiciones mejorarán la calidad de las declaraciones, ya que, por un lado, identificará mejor a los clientes en cuyo nombre la empresa de inversión ejecuta la operación y las personas responsables de la misma y, por otro, exigirá de los mercados regulados y de los Sistemas Multilaterales de Negociación y los Sistemas Organizados de Negociación que notifiquen detalles sobre las operaciones ejecutadas por empresas que no están sujetas a las obligaciones generales de notificación”.

Finalmente, “por motivos de coste y eficacia, se pretende evitar la doble declaración de operaciones en virtud de la Directiva MiFID y de los requisitos de notificación a los *trade repositories*. Los operadores de los registros centrales de operaciones estarán obligados a enviar informes a las autoridades correspondientes”.

Importancia de los cambios

Por último, Núñez se centró en la “importancia de los cambios que supondrá la entrada en vigor de la EMIR sobre los mercados de derivados OTC, así como su impacto sobre los participantes”. La opacidad característica de estos mercados OTC ha jugado en su contra cuando las dudas sobre la solvencia de algunos intermediarios financieros se han extendido, causando una aguda falta de liquidez y el colapso de dichos mercados. Un ejemplo claro de esto fue el caso de la aseguradora AIG.

“Con objeto de reducir el riesgo sistémico y aumentar la transparencia en todos los ámbitos, participantes, público y autoridades, la regulación (EMIR) obliga a compensar los contratos de derivados OTC estandarizados centralizadamente y a enviar la información sobre todos los contratos a los *trade repository*”.

También regula a estas infraestructuras de mercado para las que no había una legislación armonizada en Europa”, expuso Núñez.

De acuerdo con las palabras de Núñez, en España, “este tipo de infraestructuras no nos resulta novedoso. Ya la organización de mercados como el interbancario de depósitos lo mismo que el de deuda pública y de renta fija AIAF e incluso, en su día, el mercado de FRAS, supusieron el desarrollo de registros centralizados de contratos, ahora denominados *trade repositories*. Eso dotó al mercado de transparencia, mejorando la seguridad y confianza de los participantes, y facilitó la correcta valoración de los productos y una eficiente formación de precios”.

Inicialmente hubo cierto debate en el ámbito de los *trade repositories* sobre si sería conveniente que hubiera uno o varios a nivel mundial por tipo de productos. “Pues bien, la tendencia actual no es clara. Inicialmente se comenzaron a establecer *trade repositories* por tipo de producto y en este momento se está extendiendo la idea de que los *trade repositories* deben servir a múltiples productos. Lo que sí parece claro es que habrá varios *trade repositories* en el ámbito mundial y que será necesario, además de que la regulación de las infraestructuras sea consistente entre jurisdicciones, que la información que almacenan se pueda agregar. Para ello, es fundamental la estandarización de las comunicaciones y la armonización en la información que se almacena”.

Otro aspecto clave para la consecución de los objetivos que se pretenden con los *trade repositories* es que se garantice la integridad, la confidencialidad y la protección de la información que allí se recoge y que se establezca una adecuada política de continuidad de negocio y planes de contingencia.

En cuanto al acceso de la información por parte de las diferentes partes interesadas, se están definiendo las necesidades y el correspondiente nivel de acceso, que en el caso de las autoridades dependerá de las responsabilidades que cada una tenga asignadas. Núñez aclaró que “el mercado de los derivados OTC es un mercado global y, por tanto, las autoridades tienen que poder acceder a toda la información que necesitan para el cumplimiento de sus funciones, independientemente de la localización de los *trade repositories*. Por ello, el cumplimiento de este requisito es esencial para el reconocimiento de las autoridades europeas de un *trade repository* de un tercer país. Sobre este asunto hay que señalar que las autoridades están trabajando en el ámbito mundial para llegar a acuerdos de vigilancia de estas infraestructuras globales y compartir información”.



Los asistentes escucharon con atención las propuestas de nuevas regulaciones que se están llevando a cabo.