



## Trabajo Fin de Grado

Título del trabajo: Hacia una mayor transparencia de las operaciones con derivados. Normativa EMIR.

Autor/es

Alicia Lucrecia Domingo Latorre

Director/es

Alicia Costa

Facultad de Economía y Empresa  
2015/2016

Autor del trabajo: Alicia Lucrecia Domingo Latorre

Director del trabajo: Alicia Costa

Título del trabajo: Hacia una mayor transparencia de las operaciones con derivados.

Normativa EMIR.

Titulación a la que está vinculado: Grado en Administración y Dirección de Empresas.

## **RESUMEN**

El reglamento EMIR es una normativa europea que intenta mejorar la estabilidad, la transparencia y la documentación del mercado de derivados OTC. Esta norma afecta a todas las entidades financieras o no financieras que operen con derivados OTC dentro de la Unión Europea. La normativa obliga a las entidades a cumplir una serie de requisitos relacionados con la compensación de productos derivados OTC a través de una entidad de contrapartida central, la utilización de técnicas de mitigación de riesgos para reducir el riesgo operativo y la comunicación de las operaciones a los registros de operaciones con el fin de aumentar la transparencia. El incumplimiento de estas obligaciones puede acarrear sanciones. Esta normativa tiene su análoga en Estados Unidos, la normativa Dodd Frank, y en la actualidad, las entidades financieras se están viendo muy afectadas teniendo que realizar cambios en su modelo de negocio para asegurar la transparencia de información a los clientes.

## ÍNDICE

	PÁGS
1. PRESENTACION DEL TRABAJO.....	1
2. DERIVADOS Y MERCADOS OTC.....	3
2.1. Papel de los derivados en la crisis financiera.....	4
3. REGLAMENTO EMIR:	
3.1. Definición de "EMIR" y su alcance.....	6
3.2. Objetivos de la normativa Emir.....	9
3.3. Contenido de la normativa Emir.....	9
3.4. Ámbito de aplicación de la normativa Emir.....	10
3.5. Obligaciones de la normativa Emir.....	12
3.5.1. Obligación de compensación de los derivados OTC.....	13
3.5.2. Técnicas de mitigación de riesgos.....	16
3.5.3. Comunicación de derivados a los registros de operaciones...	20
3.6. Registros de operaciones.....	22
3.7. Sanciones.....	26
3.8. Un ejemplo de aplicación de la normativa.....	28
3.9. Aplicación del Reglamento Emir en Entidades Financieras.....	28
3.10. Ventajas e inconvenientes de su entrada en vigor.....	30
3.11. Dodd Frank comparativa con el modelo de EEUU.....	31
4. CONCLUSIONES.....	34
5. GLOSARIO.....	36
6. BIBLIOGRAFÍA.....	38

## **1. PRESENTACIÓN DEL TRABAJO.**

El presente trabajo está relacionado con la aplicación de una nueva normativa que afecta a la contratación de derivados, el Reglamento Emir. A lo largo del trabajo se va a exponer cuáles son las principales obligaciones, aplicaciones y disposiciones que abarca la citada normativa así como las sanciones que acarrea su incumplimiento y cómo se han adaptado las entidades bancarias para implementarlo.

Concretamente nos hemos centrado en la reforma que entró en vigor el 12 de febrero de 2014, mediante la implantación del Reglamento (UE) Nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, el cual es conocido como "EMIR". El reglamento Emir regula los mercados financieros OTC (Over The Counter o fuera de mercado), siendo muy importante tener conocimiento sobre esta normativa al ser un ámbito poco conocido a diferencia de otros, y es bueno estar documentados de las diferentes alternativas que existen para poder invertir nuestro dinero y para aquellas personas que tienen dinero invertido en productos financieros como Fondos de Inversión, Planes de Pensiones, entre otros, que invierte parte de su capital en productos derivados y se desconoce cuál es su funcionamiento y cuál es la normativa que deben cumplir.

Este proyecto se basa en un tema que tiene gran transcendencia en el ámbito empresarial y financiero, ya que la implantación de la normativa EMIR está provocando grandes cambios, sobre todo en la operativa de mercado, haciendo que tanto entidades financieras como no financieras tengan que adaptarse, realizando numerosas modificaciones en su operativa y gestión.

De este modo, el objetivo general del trabajo es transmitir información relevante sobre la normativa a través de la cual se regulan los mercados OTC y servir de apoyo a las instituciones financieras y no financieras e incluso a particulares en operaciones con productos derivados, es decir, dotar de información clara y detallada de cómo les afecta el nuevo "Reglamento Emir" en sus operaciones, los cambios que deben realizar, las nuevas obligaciones que tienen que cumplir y qué nuevas operaciones tiene que realizar.

En cuanto a objetivos más específicos, se expondrá cuáles han sido las principales causas de la creación e implantación del Reglamento Emir, qué objetivos persigue y las ventajas e inconvenientes de su aplicación.

Si nos centramos en el orden del trabajo, una vez recabada toda la información encontrada en diferentes documentos y publicaciones, el trabajo comienza con una parte introductoria dónde se ha justificado el por qué realizamos este proyecto y qué nos ha movido a elegir este tema, siguiéndole una breve introducción del mundo de los derivados y del papel de los derivados en la crisis financiera.

Terminada la introducción, comenzaremos con la parte central del trabajo o marco teórico que será principalmente la parte del desarrollo del trabajo que consta de varios apartados.

En primer lugar se describe el origen de la normativa Emir, cuál fue su origen y puesta en vigor y qué causas fueron las que provocaron su aparición. Seguiremos con una exposición de los objetivos a alcanzar por Emir, y una breve explicación del contenido en que se basa.

Después explicaremos cuál es su ámbito de aplicación, es decir, qué contratos se encuentran afectados y cuáles no, y qué entidades deben informar sobre sus operaciones al registro de contratos autorizado por ESMA. Además, hablaremos de las obligaciones que establece el reglamento EMIR y que deben de cumplirse por parte de las entidades, así como la aplicación de la obligación de compensación de los derivados OTC y el uso de técnicas de mitigación de riesgos.

Otra parte del trabajo que se considera de gran importancia es la comunicación de los derivados a los registros de operaciones, en esta parte haremos una explicación sobre los registros de operaciones y pondremos ejemplos de los repositorios que existen en la actualidad.

Seguiremos el trabajo con un apartado en el que se incluyan las sanciones por incumplimiento de las obligaciones de compensación, de comunicación de datos,... y explicaremos con el ejemplo de Cepsa cómo se ha adaptado la multinacional a la normativa.

También añadiremos un apartado en el cuál veremos cómo las entidades financieras han modificado su operativa para la cual intentaremos conseguir la mayor información posible de cómo están preparadas las gestoras e instituciones para las nuevas reglas del mercado de derivados, qué resultados se están obteniendo, es decir, si la implantación de la nueva normativa está mejorando o empeorando la regulación y control de mercados. Todo ello contrastado con opiniones desde distintos puntos de vista,

mediante artículos publicados por profesionales dedicados al mundo financiero y también a modo de idea final, si la realización de este trabajo puede servir de gran ayuda en la actualidad.

Finalizaremos la parte central del trabajo, exponiendo las ventajas e inconvenientes de la entrada en vigor de la normativa Emir, además de una comparativa con el modelo americano Dodd-Frank explicando las principales diferencias entre Emir y Dodd-Frank.

## **2. DERIVADOS Y MERCADOS OTC**

Un derivado financiero es un producto financiero cuyo valor se basa en el precio de otro activo, es decir, su precio o valor no viene determinado de forma directa sino que depende del precio de otro activo, llamado subyacente que puede ser referente a una acción, un índice bursátil, materia prima, divisas, tipo de interés, bonos, entre otros. Dicho valor está en continua variación debido a los cambios en su cotización. Los derivados financieros se pueden negociar tanto en mercados organizados (como pueden ser las bolsas de valores) o en mercados no organizados (mercados OTC). Cabe añadir que la liquidación de los derivados financieros se realiza en una fecha futura pactada entre las partes.

Los mercados OTC son mercados extrabursátiles donde se negocian instrumentos financieros directamente entre dos partes, es decir, se denominan contratos OTC a aquellos donde las partes (que pueden ser un banco de inversión o empresas que necesitan financiación) acuerdan todo ya sea la forma de liquidación, producto a negociar etc.

Es un mercado innovador debido a la libertad de negociación, es decir, a la falta de regulación y normalización, por lo que también son mercados que tienen más riesgo que un mercado tradicional, ya que al riesgo de mercado hay que añadir el riesgo de contrapartida que es mayor que un mercado regulado pues no existe cámara de compensación. Cabe destacar que aunque la actividad en estos mercados no está supervisada, sí lo están las mayores operadoras como las entidades de crédito.

Según el artículo 59 bis de la ley 24/1998 de 28 de julio, del Mercado de Valores establece que las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlas a la CNMV

(Comisión Nacional del Mercado de Valores) a más tardar al día siguiente hábil a su ejecución.

Como dato significativo, y a modo de información, cada día se producen 2 millones de transacciones en los mercados OTC por un nominal de 5 billones de dólares<sup>1</sup>, por esto se está revisando la normativa y se están implantando nuevas normas como la que vamos a desarrollar. Dicha revisión tiene su origen en la crisis de las hipotecas "subprime", el colapso de la compañía Bearn Stears y el rescate de AIG en Estados Unidos y la necesidad por parte de los usuarios de tener mayor seguridad y transparencia sobre las numerosas operaciones realizadas en dicho mercado.

## **2.1. PAPEL DE LOS DERIVADOS EN LA CRISIS FINANCIERA**

Como hemos empezado a ver en el apartado anterior, la crisis financiera surgió en el 2008 y fue debida a dos factores, por un lado, a la elevada disponibilidad de liquidez y la creciente expansión del crédito a los inversores, y por otro lado, a los bajos tipos de interés que había en el mercado.

Algunas personas podrían pensar que esta situación era buena porque se fomentaba el consumo a un tipo de interés bajo, pero realmente no era tan óptima como parecía, ya que se produjo un exceso de oferta monetaria en el mercado; dicho de otra manera, que había mucho dinero en el sistema financiero. Esto se explica en múltiples informes, como en el Informe Larosière, en el cual se indicaba que el crédito aumentó con rapidez, y dado que la inflación se mantuvo a unos niveles reducidos, los Bancos Centrales Americanos no vieron oportuno establecer políticas monetarias restrictivas para reducir tal liquidez.

Pues lo dicho, los Bancos Centrales Americanos aplicaron políticas monetarias expansivas, pensando que se fomentaría el crecimiento sin pesar que pudiese afectar a la economía.

¿Qué es lo que ocurrió con esta política expansiva? Al haber tanto dinero en el mercado se produjo una enorme competencia en la concesión de créditos, traduciéndose en un aumento de los créditos tanto hipotecarios como personales, una proliferación de dinero fácil para la financiación y la refinanciación de deudas, un descenso de la morosidad

---

<sup>1</sup> <https://info.bbva.com/es/noticias/economia/mercados/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>

(ante la fácil refinanciación) y un menor control a la hora de dar financiación (casi todo el mundo que lo pedía lo obtenía).

Pero el problema de todo esto derivó en que muchos créditos, especialmente hipotecarios (las hipotecas subprime o hipotecas basura), fueron concedidos sin tener en cuenta la nula capacidad de pago del deudor; no se analizó correctamente el riesgo. Las entidades se dieron cuenta de las débiles y relajadas políticas de riesgo de crédito que habían utilizado y que las primas riesgo no reflejaban el riesgo real de crédito de los activos, lo cual provocó una crisis de liquidez en estos productos y en el mercado interbancario. Todo esto cerró el grifo del crédito dada la ausencia de una valoración fiable del riesgo de crédito.

Los consumidores que hasta hace poco tiempo habían sido bombardeados a crédito cada vez que acudían a una entidad financiera, no se esperaban esta situación y se generó un clima de desconfianza en el sector.

Mientras tanto las entidades decidieron acumular liquidez dejando de conceder créditos y acumularon depósitos para drenar la liquidez del sistema. Así las entidades se tuvieron que ajustar, produciéndose que las entidades que estaban más endeudadas y que habían realizado una peor evaluación de riesgos no se pudieran adaptar a tal cambio y quebraran como Lehman Brothers, fueron adquiridas como BearnStearn o fueron intervenidas como AIG (veáse Imagen 1).

Imagen 1. Quiebra de Lehman Brothers.



Los bancos centrales también decidieron acumular liquidez, pero no pudieron compensar el drenaje de liquidez realizado por todas las entidades financieras en su conjunto.

Esta situación fue reflejada posteriormente en España con la crisis financiera que hubo en el 2009 a causa del exceso de oferta crediticia y los pocos controles de riesgo al otorgar financiación, provocando la quiebra de muchas cajas de ahorro y fusiones en el sector, que actualmente siguen ocurriendo y quién sabe si en el futuro habrá más fusiones o el sector bancario quede reducido a dos bancos principales.

### **3. REGLAMENTO EMIR.**

#### **3.1. DEFINICIÓN DE "EMIR" Y SU ALCANCE**

Para comenzar el trabajo vamos a empezar por el origen de la normativa. De este modo, la Normativa Emir fue aprobada el 3 de julio de 2012 en el Parlamento Europeo y, solamente un día más tarde (el 4 de julio), el Consejo de la Unión Europea la aprueba. El Reglamento Emir (“Regulation OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories”) tiene como objeto, por un lado, reducir los riesgos en los mercados no regulados, es decir, en los mercados de derivados OTC (Over The Counter) y, por otro lado, aumentar su transparencia.

El proceso que llevó a su aprobación se inició en septiembre del año 2010 por Michael Barnier, por aquel entonces Comisario Europeo de Mercado Interior y Servicios. Éste presentó ante la Comisión Europea la propuesta con el objeto de controlar las operaciones con productos derivados negociados en mercados no regulados.

El origen de esta normativa se deriva por una serie de acontecimientos económicos que sacuden al mercado. Los principales acontecimientos son tres: el colapso de BearStearns, la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG (American International Group). A modo resumen vamos a recordar lo que ocurrió.

El colapso de BearStearns tuvo lugar en marzo del 2008 como consecuencia de que la compañía tenía invertido todo su capital en instrumentos de alto riesgo y en hipotecas subprime (o hipotecas basura) que al caer perdieron todo su valor.

Algo similar ocurrió con Lehman Brothers. La compañía también invirtió en hipotecas basura, valoradas con una mayor calificación crediticia de la que poseían realmente, lo que unido a una mala gestión interna, originó su bancarrota.

Para terminar, tenemos el caso de American International Group, a la cual le fue imposible refinanciar toda la deuda generada de las hipotecas basura y tuvo que acudir a la Reserva Federal para ser rescatada.

Todo esto llevó a la primera crisis crediticia global, descrita en el apartado anterior de este trabajo.

Ante lo sucedido, el G20 (el cual está formado por un foro de 19 países más la Unión Europea y se reúnen regularmente) mostró una gran preocupación y decidió tomar medidas para evitar una repetición de lo sucedido. Estas medidas apostaban por una mayor regulación y supervisión financiera.

Así, que el G20 se puso manos a la obra y empezó a desarrollar la normativa, naciendo el primer brote en julio de 2009. La Comisión Europea publicó una comunicación en la que se analizaba el papel de los derivados en la crisis financiera, se estudiaba los mecanismos para reducir sus riesgos asociados y se anunciaba próximas iniciativas entre las que se contemplaba la posibilidad de hacer una propuesta legislativa. En esta comunicación se hablaba, entre otras cosas, de la estandarización de los derivados, de la gestión de los colaterales, de los almacenes centrales de información y de las entidades de contrapartida central.

Posteriormente en septiembre de 2009 en la cumbre de Pittsburgh, se acordaría la negociación antes de finales de 2012 de los derivados OTC estandarizados (en los casos que proceda) a través de plataformas electrónicas y su compensación a través de cámara; el envío de información a los denominados registros centrales de datos y el establecimiento de requisitos de capital más exigentes en los contratos que no se compensen mediante cámara.

Todos estos trabajos de la Comisión Europea (CE) desembocarían en septiembre del 2010, 15 de septiembre del 2010 para ser más exactos, en una propuesta de la CE que sería la llamada "Normativa EMIR", una regulación sobre Derivados OTC, Entidades de Contrapartida Central (Central Counterparties, CCP) y Registros Centrales de Datos (Trade Repositories, TR).

En resumen, tardaron más de un año en hacer la propuesta para presentar a la Comisión Europea y tres años hasta su puesta en vigor. Si nos situamos en el horizonte temporal, en 2008 suceden en Estados Unidos los distintos acontecimientos que derivan a la crisis financiera, al año siguiente el G20 reacciona y hace el borrador, y no es hasta 2012

cuando entra en vigor la normativa EMIR. Todo esto nos demuestra que hasta que no ocurren las cosas no se reacciona, ya que si no hubiese ocurrido los casos de Lehman Brothers, AIG o BearnStears, todo seguiría igual, no hubiese nacido esta normativa. De esta manera, gracias a la imprudencia de las citadas compañías con respecto a la valoración de sus activos, ha podido nacer una normativa que busca la seguridad de los consumidores a través de distintas técnicas de valoración.

La aplicación de la normativa "EMIR", desde un punto de vista subjetivo, (según su artículo 1.2 ) se extiende a Entidades de Contrapartida Central (ECC), a los registros de operaciones y a entidades financieras y no financieras bajo determinadas condiciones, quedando excluidos del ámbito de aplicación de reglamento los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), organismos de la Unión Europea encargados de la gestión de la deuda pública y el Banco de pagos Internacionales.

Desde un punto de vista material, la normativa "EMIR" es aplicable a todos los derivados sujetos a la "directiva 2004/39/CE (MIFID)", éstos son los contratos de opciones, futuros, permutas (swaps) y otros contratos de derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés, y otros instrumentos derivados relacionados con índices financieros, materias primas, entre otros. Hay que tener en cuenta si se negocian en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación (mercado OTC).

Cabe añadir que todas las disposiciones de reglamento no son aplicables a todos los instrumentos financieros derivados sino por ejemplo: la obligación de compensar y liquidar los derivados a través de una "ECC" son aplicables únicamente a derivados OTC, es decir aquellos contratos derivados cuya ejecución no es un mercado regulado.

Por lo demás, el reglamento no tiene más ámbito de aplicación sino que se limita mayoritariamente a los derivados extrabursátiles (OTC).

Emir es una normativa que afecta a mercados en el que operan multitud de personas e instituciones por lo que va a tener grandes efectos sobre la utilidad pública, ya que promueve un interés que afecta de manera general tanto a los emisores de dichos productos, a los inversores ya sean instituciones financieras, no financieras o particulares y también a instituciones públicas.

### **3.2. OBJETIVOS DE LA NORMATIVA EMIR**

A continuación, vamos a empezar a desarrollar más profundamente el contenido de la normativa Emir. Toda Ley nace con un objetivo, con un fin, con la normativa Emir se buscan tres objetivos: mejorar la transparencia del mercado, aumentar la seguridad del mercado y fomentar la eficiencia de los mercados.

¿Cómo se mejora la transparencia del mercado? Estableciéndose la obligación de comunicar las operaciones de derivados a unas entidades encargadas de almacenar esta información, siendo estas entidades los registros de operaciones, a los cuales las autoridades podrán solicitar información si fuera necesario.

¿Cómo se consigue una mayor seguridad en el mercado? Obligándose a compensar todas las operaciones de derivados con una entidad que haga de intermediario, a través de una entidad de contrapartida central (ECP).

¿Cómo se busca fomentar la eficiencia de los mercados? Estableciéndose acuerdos de interoperabilidad entre entidades de contrapartida central y definiéndose los requisitos organizativos y límites que habrán de cumplir este tipo de entidades para un mayor control.

### **3.3. CONTENIDO DE LA NORMATIVA EMIR**

Una vez determinados los objetivos, el siguiente paso es determinar el contenido, es decir, cómo se va a articular la normativa. El reglamento EMIR se divide en nueve títulos en los que se explica toda la operativa, todos los requisitos y todas las definiciones que son necesarias para su correcta aplicación.

Los títulos comienzan con una visión general en la cual se define la norma EMIR y su ámbito de aplicación, continuando por la operativa de compensación, de reducción del riesgo, y la autorización y supervisión de todas las operaciones por parte de las entidades de contrapartida central. Posteriormente, se establecen los acuerdos de interoperabilidad y los requisitos de envío de información, se determina cómo se va a llevar la confidencialidad de las operaciones así como el funcionamiento de los repositorios de información.

Así, los nueve títulos que se divide la norma EMIR se reparten del siguiente modo:

Título I: ámbito, objeto y definiciones de la norma EMIR.

Título II: compensación, envío de información y reducción del riesgo de los derivados OTC. En este título se establece, entre otras cosas, el procedimiento para determinar los contratos que deben compensarse por cámara, con el que se intenta asegurar la compensación del mayor número de contratos posible al tiempo que se trata de evitar la generación de nuevos riesgos. Esta parte de la regulación es esencial para la puesta en práctica del compromiso del G20 de compensar a través de cámara los derivados OTC estandarizados.

Títulos III y IV: autorización, supervisión de las CCPs (Central Counterparties, Entidades de Contrapartida Central) y los requisitos organizativos y prudenciales que deben cumplir estas entidades para ejercer su actividad. La responsabilidad de autorizar y supervisar a las CCPs recae sobre las autoridades nacionales, sin embargo, dada su importancia sistémica y su carácter transfronterizo, se establecen mecanismos para, entre otras cosas, hacer que ESMA (European Securities and Markets Authority, Autoridad Europea de Valores y Mercados) participe en el proceso de autorización y asegure el correcto funcionamiento de los colegios de supervisores.

Título V: acuerdos de interoperabilidad, con una finalidad clara y directa de facilitar el diseño de servicios públicos europeos.

Títulos VI y VII: requisitos para la autorización, supervisión y funcionamiento de las TRs (Trade Repository, Registro Contable de Datos). A diferencia de las CCPs (Central Counterparties, Entidades de Contrapartida Central), competencia de las autoridades nacionales, la facultad de autorizar y supervisar las TRs recae sobre ESMA (European Securities and Markets Authority), ya que se considera que tienen un papel esencial en la recogida de la información y que esta información es importante para autoridades de diferentes países miembros.

Título VIII: requisitos comunes sobre confidencialidad e intercambio de información.

Título IX: requisitos finales y aspectos relacionados con el periodo de transición hasta la aplicación completa de la norma.

### **3.4. ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA NORMATIVA EMIR**

El ámbito de aplicación va a determinar qué contratos se encuentran afectos y cuáles no. En principio, se verán afectados todos los contratos de derivados OTC, tanto los que se

negocian en mercados regulados como fuera de ellos, los cuales deberán reportarse a un registro de contratos debidamente autorizado o reconocido por ESMA.

Además, si en su ejecución no ha mediado un mercado regulado de acuerdo con la MIFID (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros), estos contratos serán sometidos a los requisitos de compensación centralizada, cuando así se determine por las autoridades europeas, y, en el resto de los casos, se aplicarán técnicas de mitigación de riesgos.

Como hemos comentado, ESMA tendrá un registro de contratos tanto los que se negocian en mercados regulados como no regulados. Las entidades que deberán enviar esta información son las empresas financieras (contrapartes financieras) y las empresas no financieras (contrapartes no financieras). A modo resumen, vamos a indicar qué empresas se encuentran en cada uno de estos grupos:

- Las empresas financieras (contrapartes financieras): empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos UCITS (Collective Investment in Transferable Securities), que son aquellos fondos domiciliados en un estado miembro, los cuales siguiendo unas directivas de la Unión Europea pueden ser distribuidos en otros países miembros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión alternativa.
- Las empresas no financieras (contrapartes no financieras): el resto de entidades que no tienen la consideración de contrapartes financieras.

Se considera que las contrapartes no financieras han superado el umbral de compensación cuando el valor nocial bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas:

1. 1000 millones de euros para derivados sobre crédito.
2. 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable.
3. 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés.
4. 3000 millones de euros para derivados sobre divisas.
5. 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente.

Para elaborar este cálculo la contraparte no financiera incluirá todos los contratos de derivados OTC suscritos por ella o por entidades de su grupo que no se utilicen para reducir los riesgos de actividad comercial o de la actividad de financiación de su tesorería.

Estas contrapartes no financieras, quedarán obligadas a compensar los nuevos contratos de derivados OTC que suscriban si la posición media a lo largo de 30 días hábiles supera el umbral de compensación. Además, si las contrapartes no financieras superan el umbral de compensación, deberán implantarse técnicas de reducción de riesgos para aquellos contratos de derivados que no se compensen a través de una ECC.

### **3.5. OBLIGACIONES QUE NACEN DE LA NORMATIVA EMIR**

Las entidades tienen una serie de obligaciones al utilizar el Reglamento Emir, siendo la más importante el envío de informes diarios de las transacciones que se realizan para que la autoridad competente (ESMA) los almacene en su registro de operaciones. De acuerdo con la normativa EMIR, las personas físicas que realicen operaciones con fines personales se excluyen de esta obligación de informar, no obstante, todas las entidades que no sean personas físicas entran dentro del marco de EMIR, sin importar con qué tipo de institución operan tendrán obligación de informar.

Las obligaciones establecidas en el Reglamento EMIR son las siguientes:

- Confirmación de los términos del contrato de derivado OTC, por medios electrónicos en caso de disponerse de ellos.
- Valoración diaria de los contratos pendientes a precio de mercado, o en su defecto mediante un modelo fiable y prudente.
- Notificar a ESMA y a la autoridad que resulte competente por las contrapartes no financieras la toma de posiciones que superen los umbrales de compensación establecidos en el artículo 11 del Reglamento Delegado 149/2013. Este umbral de compensación se ve superado (como hemos visto en el apartado anterior) cuando el valor nociónal bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas: 1000 millones de euros para derivados sobre crédito, 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable, 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, 3000 millones de euros para

derivados sobre divisas y 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente.

- Al igual que las contrapartes no financieras, las contrapartes financieras deberán notificar mensualmente a ESMA y a la autoridad que resulte competente el número de operaciones con derivados OTC que no estén confirmados y que lleven más de cinco días hábiles pendientes de confirmación. Para poder realizar esta notificación, las contrapartes financieras deberán disponer de los medios electrónicos precisos.

Asimismo, desde el 15 de septiembre de 2015 se establecen las siguientes obligaciones relacionadas con la mitigación de riesgos:

1. Conciliación y comprensión de carteras mediante reuniones de conciliación con auditores y, en aquellos casos en los que no haya acuerdo entre las partes, se realizan reuniones donde se aporten los documentos necesarios para llegar a una final de conciliación. Con esta actividad se busca un mayor control y transparencia en el proceso.
2. Identificación y seguimiento del proceso del control del riesgo de las actividades con derivados OTC así como la búsqueda de soluciones si existe algún litigio para la supervisión del riesgo.

### **3.5.1. OBLIGACIÓN DE COMPENSACIÓN DE LOS DERIVADOS OTC**

La primera obligación que hemos visto que determina el Reglamento Emir es la compensación de los derivados OTC. Compensar derivados OTC supone romper el antiguo modelo en el cual sólo existía comprador y vendedor, interponiéndose una ECC entre las partes. Esta situación hace que nazca una estructura en forma de cadena, en la que los riesgos se van traspasando total o parcialmente de manera bilateral entre los diferentes participantes del mercado, a un sistema multilateral en la que los participantes compensarán y liquidarán a través de una ECC en la que se concentrarán los riesgos del mercado. Esta obligación nace para reducir el riesgo sistémico, permitiendo la disponibilidad de información pública sobre los precios en las distintas operaciones.

La operación de compensación resulta obligatoria para los contratos derivados de OTC que se realizan por contrapartes financieras y no financieras establecidas en la Unión

Europea. Sin embargo, para las contrapartes no financieras sólo cuando su posición media durante 30 días hábiles haya superado los umbrales del Reglamento Delegado 149/2013. Como hemos visto con anterioridad, este umbral se ve superado cuando el valor nociónal bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas: 1000 millones de euros para derivados sobre crédito, 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable, 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, 3000 millones de euros para derivados sobre divisas y 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente. Cuando se supere dicho límite por la contraparte no financiera, hay que notificarlo a ESMA y a la autoridad competente la cual llevará la compensación de los derivados OTC en el plazo de los cuatro meses siguientes.

Si entramos a más detalle, en el Reglamento Emir se indica qué derivados OTC están sujetos a la obligación de compensación. De este modo, se establece de obligada compensación aquellos derivados OTC determinados por la Comisión Europea en los correspondientes reglamentos delegados que apruebe sobre la propuesta ESMA.

Existen dos procedimientos que son los siguientes:

- Ascendente (bottom-up approach): se notifica a ESMA por parte de las autoridades nacionales la autorización de una ECC para unos determinados derivados OTC, y ESMA se compromete en el plazo de seis meses en dar respuesta. Esta respuesta se comunica tras realizar una consulta pública y pedir consejo a la Junta Europea del Riesgo Sistémico (JERS) y posteriormente, ESMA presentará el proyecto de norma técnica reglamentaria para su aprobación por la Comisión en el cual se determinará qué derivados están sujetos de compensación y la fecha a partir de la cual empieza a surtir efecto la citada obligación (en el capítulo IV del Reglamento Delegado 149/2013 especifica en mayor medida los criterios que deberá evaluar ESMA para determinar la categoría de derivados OTC).
- Descendente (top-down approach): la iniciativa corresponde a ESMA que es quien, tras haber realizado una consulta pública y consultar a la JERS, notificará a la Comisión la categoría de derivados sujetos a compensación, sin que haya habido respecto a los mismos ninguna autorización de una ECC por parte de las

autoridades nacionales.

En resumen, la diferencia entre el procedimiento ascendente y descendente es que en el primero las autoridades nacionales notifican a ESMA, mientras que en el segundo caso ESMA toma la autoridad para realizar por ella misma el proceso de determinación de qué derivados están sujetos a compensación.

Además, de resultar obligatoria en mercados regulados y dentro de la Unión Europea, esta obligación de compensación se extiende a aquellos cuya celebración no ocurre en un mercado regulado, o ocurre en un mercado de un tercer país que tiene la consideración equivalente a un mercado regulado, los llamados derivados extrabursátiles, como se establece en el artículo 4 del Reglamento EMIR. Esta obligación de compensación se producirá en los siguientes casos:

- Cuando exista un contrato de derivados OTC que los realice tanto una contraparte financiera como una contraparte no financiera que supere los umbrales de compensación establecidos en la Unión Europea (este umbral se ve superado cuando el valor nocional bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas: 1000 millones de euros para derivados sobre crédito, 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable, 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, 3000 millones de euros para derivados sobre divisas y 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente), con una entidad establecida en el tercer país que tendría que haber compensado si hubiese residido en la Unión Europea.
- Cuando exista un contrato de derivados OTC celebrados entre entidades situadas en uno o más terceros países que habrían estado sujetas a la obligación de compensar si hubieran estado en la Unión Europea, solamente cuando el contrato tenga un efecto directo, importante y predecible dentro de la Unión Europea, o en los casos en los que sea necesario o adecuado evitar la elusión de cualquier disposición del Reglamento EMIR.

Así, para realizar correctamente la obligación de compensación y liquidación a través de una ECC hay que acudir necesariamente a un miembro de la ECC. Pero, ¿quiénes son miembros de la ECC?, el artículo 3.1 del Reglamento BME Clearing lo indica. Pueden ser miembros de la ECC los siguientes:

1. Las empresas de servicios de inversión que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
2. Las entidades de crédito españolas.
3. Las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito autorizadas en un Estado que no sea miembro de la UE que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
4. Aquellas personas que, a juicio de la ECC, puedan serlo ya que son idóneas, poseen un suficiente nivel de aptitud y competencia en materia de negociación, tienen medidas de organización adecuadas y tienen recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos que el mercado secundario oficial puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

Una vez definido quiénes pueden ser miembros de una ECC, hay que comentar que en la mayor parte de los casos, las grandes entidades financieras prestarán este servicio a entidades financieras más pequeñas debido a exigencias de capital a los miembros, a la calificación crediticia y los costes asociados.

### **3.5.2. TÉCNICAS DE MITIGACIÓN DE RIESGOS**

Otra obligación muy importante en los derivados es la utilización de técnicas de mitigación de riesgos. Con esta técnica, las contrapartes financieras como las no financieras relacionadas con los contratos derivados OTC no compensados en una ECC, se asegurarán de utilizar mecanismos y procedimientos que permitan medir, controlar, atenuar y reducir el riesgo operativo y de crédito de la contraparte, como se indica en el artículo 11 del Reglamento EMIR.

Para reducir los riesgos se utilizarán los siguientes procedimientos:

- Confirmación oportuna. La confirmación consiste en establecer los límites de las condiciones de un derivado OTC , es decir, documentar todos los aspectos relevantes. Pero esta confirmación puede no ocurrir, ya que sólo será válida si las dos partes alcanzan un acuerdo legalmente vinculante en condiciones y términos del contrato derivado OTC. La operación de confirmación debe realizarse mediante el uso de medios electrónicos cuando se encuentren

disponibles, y en caso contrario, puede utilizarse el fax, carta o emails.

El tiempo que tarda en establecerse los límites de los contratos derivados OTC entre contrapartes no financieras o con contrapartes financieras que hayan alcanzado el umbral de compensación (este umbral se ve superado cuando el valor nocial bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas: 1000 millones de euros para derivados sobre crédito, 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable, 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, 3000 millones de euros para derivados sobre divisas y 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente) (véase tabla 1).

Tabla 1. Tiempo que tardan en establecerse los límites de los contratos derivados OTC cuando las contrapartes han alcanzado el umbral de compensación.

Tipo de derivado Tiempo	De crédito y de tipo de interés	Otros
<b>Hasta 28/2/2014</b>	T + 2	
<b>Después 28/2/2014</b>	T + 1	
<b>Hasta 31/8/2013</b>		T + 3
<b>31/8/2013 y 31/8/2014</b>		T + 2
<b>Después 31/8/2014</b>		T + 1

Siendo T: fecha de ejecución

El tiempo que tarda en establecerse los límites de los contratos derivados OTC entre contrapartes no financieras o con contrapartes financieras que no hayan alcanzado el umbral de compensación (véase tabla 2).

Tabla 2. Tiempo que tardan en establecerse los límites de los contratos derivados OTC cuando las contrapartes no han alcanzado el umbral de compensación.

<b>Tipo de derivado</b>	<b>De crédito y de tipo de interés</b>	<b>Otros</b>
<b>Tiempo</b>		
<b>Hasta 31/8/2013</b>	T + 5	T + 7
<b>31/8/2013 y 31/8/2014</b>	T + 3	T + 4
<b>Después 31/8/2014</b>	T + 2	T + 2

Siendo T: fecha de ejecución

- Conciliación de carteras. Esta técnica permite detectar si existe alguna interpretación errónea de las condiciones y límites establecidas anteriormente en la confirmación, lo cual ayuda a reducir riesgos operacionales. Las condiciones a supervisar son la valoración de cada operación, otros datos importantes tales como la fecha de vencimiento prevista, la fecha efectiva, las fechas de liquidación o pago, el valor nocial del contrato, la divisa de la operación, la posición de las contrapartes, el instrumento subyacente, el acuerdo de días hábiles y los tipos fijos o variables del contrato OTC.

La periodicidad con la que debe realizarse la conciliación de carteras depende de si se trata de:

- si los contratos derivados OTC se establecen entre contrapartes financieras con contrapartes no financieras, las cuales han alcanzado el umbral de compensación, se deberá enviar la información de manera diaria.
- si los contratos derivados OTC se establecen entre contrapartes financieras con contrapartes no financieras que no hayan alcanzado el

umbral de compensación, se deberá enviar la información de manera trimestral

- Comprendión de carteras. La comprensión de carteras es lo mismo que la reducción de la cartera, lo cual deberá realizarse al menos dos veces al año (si se considera oportuno) con el fin de reducir el riesgo de crédito entre contrapartes financieras y no financieras que tengan pendientes 500 o más contratos de derivados OTC. Si no se realizará, habría que proporcionar una explicación válida y razonable a la autoridad competente.
- Resolución de litigios. Si existe algún conflicto de intereses entre las contrapartes financieras y no financieras se tiene que acordar una resolución ágil y efectiva y se establecerá un proceso específico en el cual se establezca los términos de identificación, registro y seguimiento. El objetivo del litigio debe ser el reconocimiento o valoración del contrato derivado OTC y el intercambio de garantías entre las contrapartes.
- Valoración diaria. Es necesario realizar una valoración diaria a precio de mercado sobre los contratos derivados OTC que se encuentren pendientes, por parte de las contrapartes financieras y no financieras, y si no se puede hacer una valoración a precio de mercado se deberá acudir a un modelo relevante. No se podrá establecer una valoración a precio de mercado cuando el mercado se encuentre inactivo, o lo que es lo mismo, que la cotización sea difícil y no esté disponible regularmente, o cuando el rango de estimaciones del valor razonable sea significativo y las probabilidades de las estimaciones no puedan ser evaluadas razonablemente.
- Intercambio de garantías y requerimientos de capital. Si las contrapartes financieras como las no financieras exceden el citado umbral de compensación (se ve superado cuando el valor nocional bruto de sus contratos de derivados OTC supera alguna de las siguientes cotas: 1000 millones de euros para derivados sobre crédito, 1000 millones de euros para derivados sobre renta variable, 3000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, 3000 millones de euros para derivados sobre divisas y 3000 millones de euros para derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente), se utilizarán unos sistemas de gestión del riesgo más precisos y

especializados con un mayor capital como garantía.

### **3.5.3. COMUNICACIÓN DE LOS DERIVADOS A LOS REGISTROS DE OPERACIONES.**

En el artículo 9 del Reglamento EMIR se establece la obligación para las contrapartes financieras y no financieras así como las ECC de llevar un registro de todo contrato de derivados que hayan celebrado y todas las modificaciones producidas durante al menos los cinco años siguientes a la emisión del contrato.

El objetivo de esta obligación de comunicación persigue incrementar la transparencia del mercado de derivados, así como permitir a las autoridades supervisoras evaluar el tamaño del mercado y su potencial de riesgo sistemático.

Las ECC como las contrapartes tanto financieras como no financieras deberán ponerse de acuerdo en quién es el encargado de comunicar al registro de operaciones, con el fin de evitar duplicidades. Además, se tendrá en cuenta que si las contrapartes y la ECC utilizan distintos registros de operaciones para llevar a cabo las comunicaciones, tendrán que utilizar elementos comunes al comunicar esa información como, por ejemplo, el mismo identificador de la operación y la misma valoración.

Esta obligación de comunicación podrá ser delegada por la contraparte a un tercero o a la propia ECC, aunque la responsabilidad sobre la comunicación siempre recaerá sobre la contraparte delegante, es decir, la contraparte financiera o no financiera.

Las contrapartes y las ECC deberán notificar todos los datos del contrato de derivados OTC que hayan celebrado, así como sus alteraciones, modificaciones y su resolución a una nueva entidad regulada, a un nuevo registro de operaciones.

Los datos mínimos que deben figurar en las comunicaciones que se realicen al registro de operaciones se establecen en el Reglamento Delegado 148/2013, además de detallarse qué datos deben figurar en los anexos. Estos datos mínimos implica conocer las partes del contrato (y sobre el beneficiario si es diferente de las partes) así como sus principales características incluyendo el tipo de derivado que se trata, la fecha de vencimiento, el subyacente, el valor nominal, el precio y la fecha de liquidación.

Con el fin de evitar incoherencias, todos los datos que se transmitan a los registros de operaciones deben ajustarse a las normas, formatos y disposiciones, sea cual sea el

registro de operaciones, la contraparte y el tipo de derivados que incluyan. En el Reglamento de Ejecución 1247/2012 se obliga a la existencia de un fichero en el cual se identifiquen a las contrapartes y otras entidades además de la existencia de un identificador de personas jurídicas, y en su defecto, un identificador de entidades provisional.

En el artículo 1 del Reglamento de Ejecución 1247/2012, se establece la frecuencia de las notificaciones, la cual será diaria por lo que respecta a la valoración del derivado, y respecto al resto de los datos a medida que surjan.

La comunicación de las operaciones ha sido obligatoria desde las siguientes fechas:

*Derivados de crédito y sobre tipo de interés:*

- (i) Si hay un registro de operaciones inscrito antes del 1 de abril de 2013, desde el 1 de julio de 2013.
- (ii) Si no hay un registro de operaciones inscrito antes del 1 abril de 2013, 90 días después de la inscripción del correspondiente registro de operaciones.
- (iii) Más tarde del 1 de julio de 2015, si no hay ningún registro de operaciones inscrito a dicha fecha, las notificaciones deberán ser realizadas a ESMA.

*Otros tipos de derivados:*

- (i) Desde el 1 de enero de 2014, si hay un registro de operaciones inscrito en relación con la categoría de derivados correspondiente antes del 1 de octubre de 2013.
- (ii) Si no hay ningún registro de operaciones inscrito antes del 1 de octubre de 2013, 90 días después de la inscripción del correspondiente registro de operaciones.
- (iii) A más tardar el 1 de julio de 2015, si no hay ningún registro de operaciones inscrito a dicha fecha, las notificaciones deberán ser realizadas a ESMA.

Los contratos que se encuentren pendientes a 16 de agosto de 2012 y lo sigan estando en la fecha inicial de notificación: en 90 días desde la fecha de notificación aplicable.

Los contratos derivados que se hayan celebrado antes del 16 de agosto de 2012 o se hayan celebrado el 16 de agosto de 2012 o con posterioridad, y que no se encuentren el fecha inicial de notificación: en 3 años desde la fecha inicial de notificación.

### **3.6. REGISTROS DE OPERACIONES**

Los registros de operaciones juegan un papel muy destacado dentro de la norma Emir ya que deben ser conocedores de todas las operaciones de derivados OTC que se celebren. Esta medida tiene como objetivo la reducción del riesgo e inestabilidad de los mercados de derivados y mejorar la transparencia de los datos de las partes involucradas y de las operaciones en sí mismas

Un registro de operaciones es una entidad que recopila y registra los datos de las operaciones de derivados en una base de datos que se actualiza de forma continuada. Los registros de operaciones están sujetos a unas normas estrictas dictadas por ESMA, ya que ESMA tiene responsabilidades directas en materia de registro, supervisión y reconocimiento de los registros de operaciones con sede tanto dentro como fuera de la Unión Europea. Al ser supervisado por ESMA se asegura que cumple los requisitos de EMIR, lo que permite a los reguladores acceder a los datos y detalles de los contratos de derivados supervisando que cumplen sus respectivas misiones.

Pero ESMA no sólo supervisa los registros de operaciones, sino que actúa como organismo normativo estableciendo una serie de exigencias de los repositorios.

La normativa pertinente que exige ESMA es:

- Pautas sobre el registro de operaciones
- Documentos sobre el formato de las solicitudes de registro de TR
- Normas técnicas de regulación
- Normas técnicas de ejecución
- Documentos sobre los honorarios para los TR
- Asesoramiento técnico de ESMA a la CE sobre los honorarios para los TR
- Documentos sobre multas y sanciones por TR
- Documentos con las tarifas para los TR
- Asesoramiento técnico ESMA a la CE sobre normas de procedimiento para la toma de medidas de supervisión y de imposición de multas a los TR

En la actualidad, existen 6 registros de operaciones (ver tabla 3)que las contrapartes financieras y no financieras pueden elegir para cumplir con su obligación de informar

de las operaciones de derivados. Todos los registros de operaciones deben pasar por un proceso exhaustivo mediante el cual se evalúa el modelo de operaciones propuesto, su modelo de negocio, la documentación técnica y el modelo de precios.

Tabla 3. Registros de operaciones autorizados.

Registro de operaciones (TR)	Clase de derivados que utilizan	Puesta en vigor
DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL)	Toda clase de derivados	14/11/13
Krajowy Depozyt Papierów Wartosciowych S.A. (KDPW)	Toda clase de derivados	14 noviembre 2013
Regis-TR S.A.	Toda clase de derivados	14 noviembre 2013
UnaVista Limited	Toda clase de derivados	14 noviembre 2013
CME Trade Repository Ltd. (CME TR)	Toda clase de derivados	5 diciembre 2013
ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL)	Commodities, activos de crédito, acciones, los tipos de interés  Divisas	5 diciembre 2013  4 junio 2015

Los registros de operaciones de la tabla han sido registrados por la AEVM de conformidad con el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, del 4 de julio de 2012, relativa a los derivados OTC, las contrapartes centrales y registros de operaciones (Reglamento sobre la infraestructura de mercado). En la tabla, también aparecen las clases de activos derivados que se pueden informar a cada registro de operaciones. Los primeros registros entraron en vigor el 14 de noviembre de 2013, teniendo la obligación de información a partir del 12 de febrero de 2014, es decir,

90 días hábiles después de la fecha de registro oficial.

¿Pero cómo elegir un repositorio u otro? A la hora de elegir entre los seis registros de operaciones anteriores hay que valorar los siguientes aspectos:

- Valorar los servicios que ofrece cada uno de los registros de operaciones en cuanto a la gestión de la plataforma, generación de informes, asesoramiento...
- Conocer la infraestructura operativa de cada registro de operaciones y determinar cuál se podría ajustar más a las operaciones de la empresa para optimizar la eficiencia.
- Experiencia que tiene cada registro de operaciones ya sea tanto con los instrumentos derivados que negocian como con las regulaciones y directivas financieras relacionadas con los mismos, como la MiFiD, (Markets in Financial Instruments Directive, Directiva Relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros) o con los repositorios de Estados Unidos.

A continuación, vamos a detallar más a fondo lo que podemos encontrar en el repositorio de Una Vista Limited.

Una Vista Limited opera para toda clase de activos y mercados. Al ser un registro de operaciones que opera con todas las clases de activos en todos los lugares, los clientes sólo tendrán que conectar una vez para cumplir con los requisitos de obligatoriedad de información Emir, no tendrán que ajustar la normativa a presentar para operar con cada mercado. Una Vista Limited realiza más de 100.000.000.000.000 de transacciones anuales de múltiples activos disponiendo a su poder 300 millones de derivados de sus más de 600 clientes ya sean personas físicas o jurídicas.

Además de operar, ofrece servicios tales como el asesoramiento y ayuda en la legislación FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act, Ley de cumplimiento tributario de cuentas extranjeras), siendo la misma aprobada por el Internal Revenue Service (IRS) y el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, con el fin de promover la transparencia fiscal y reforzar el cumplimiento de las obligaciones fiscales de ciudadanos o residentes estadounidenses, así como las ventas al descubierto de derivados o en la remisión de impuestos sobre las transacciones financieras y elabora informes con los cuales se puedan satisfacer las necesidades mundiales de información acerca de los derivados OTC y su operativa.

Tomando datos de agosto del 2015, más de 5300 terceros utilizaron Una Vista para reportar la información en nombre de la contraparte financiera o no financiera, 2.516.023.641.748 es el valor nocial de los contratos de derivados abiertos reportados a Una Vista y los principales derivados que se negocian cada día son de tipo de cambio y tipo de interés (veáse Imagen 2 y 3).

Imagen 2. Datos Una Vista Limited.

## DATA SUBMITTED TO UNAVISTA TRADE REPOSITORY

As of 14 August 2015

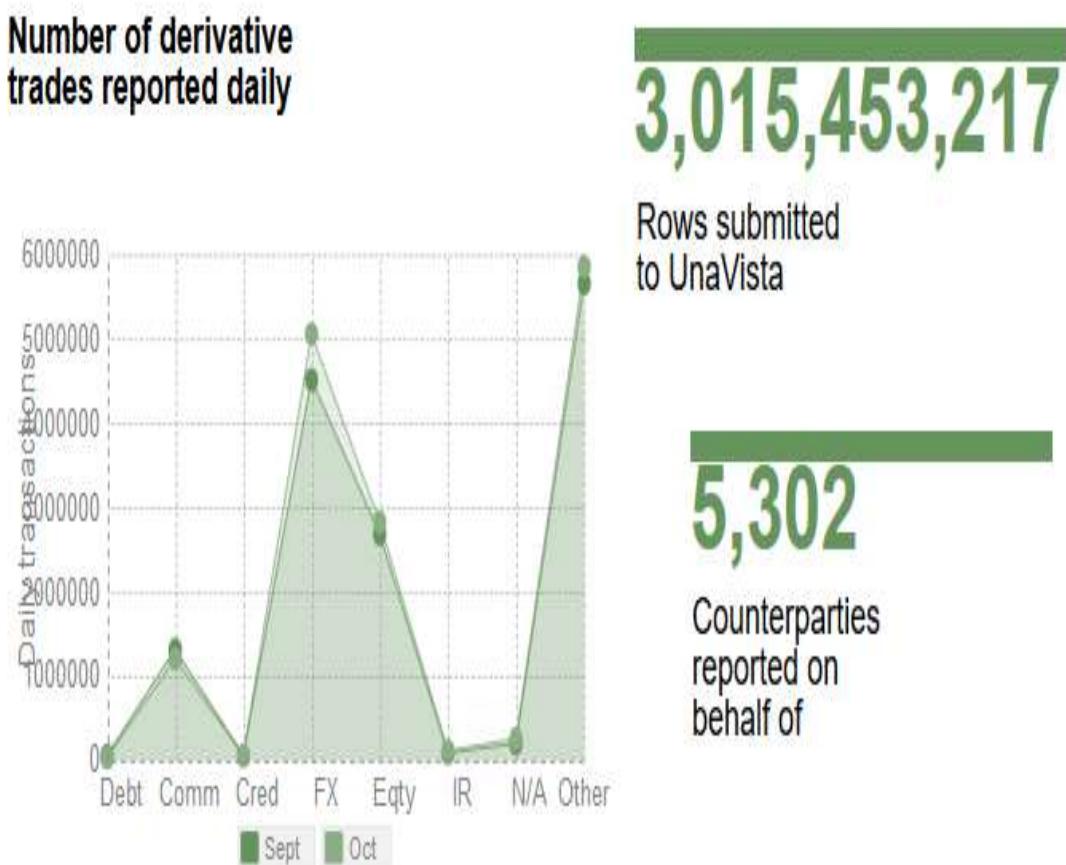
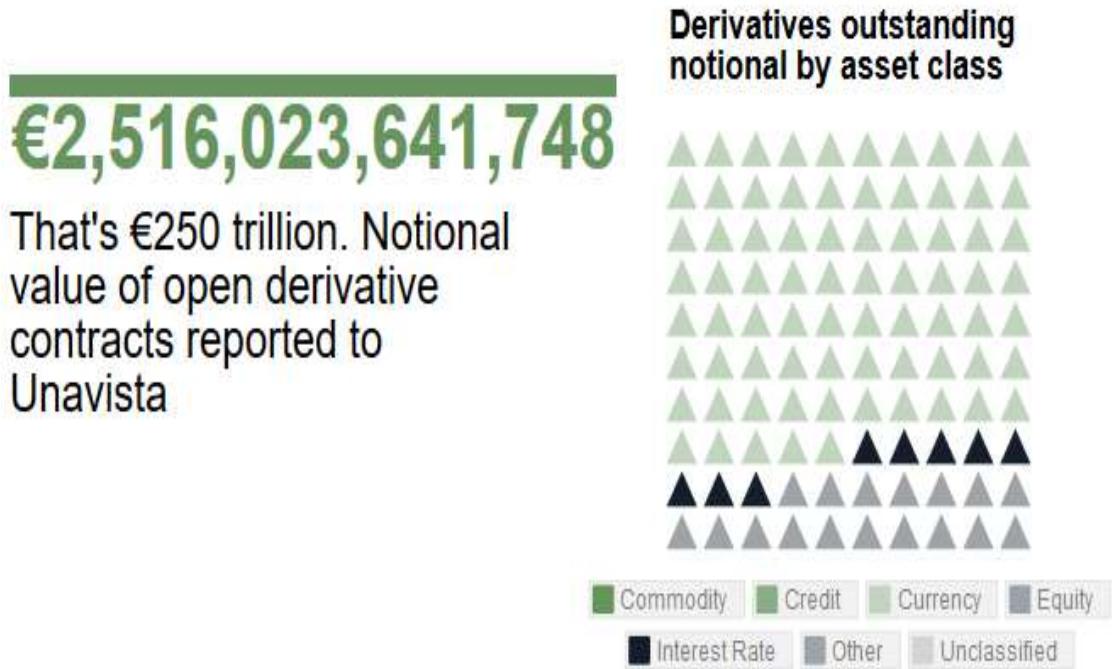


Imagen 3. Datos de Una Vista Limited.



### 3.7. SANCIONES

El incumplimiento de las obligaciones de compensación y de la aplicación de técnicas de mitigación de riesgos puede acarrear sanciones. Las sanciones diferencian si el no cumplimiento de la obligación deriva de una contraparte financiera o una contraparte no financiera, distinguiendo posteriormente el tipo de obligación que se infringe.

En primer lugar, se encomienda a la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) la supervisión, inspección y sanción de las entidades que realicen operaciones sometidas a EMIR tanto a las contrapartes financieras como no financieras, sin perjudicarlas por su colaboración y coordinación al Banco de España y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Además, en el Reglamento se precisa que la infracción de estas obligaciones no afectará nunca a la validez de los contratos de derivados OTC, ni a la posibilidad de que las partes procedan a su ejecución en los términos acordados. También se especifica que el incumplimiento de las obligaciones en ningún caso fomentará una reclamación de daños y perjuicios por las contrapartes.

Si nos centramos en el proceso de sanción, para las contrapartes financieras, el Reglamento Emir considera de infracción muy grave los siguientes casos:

-Cuando se produce el incumplimiento de la obligación de liquidación por parte de la ECC, “*con carácter no meramente ocasional o aislado o con irregularidades sustanciales*”, y cuando se produzca la falta de colateralización de las operaciones no sujetas a la obligación de *liquidación*, o cuando con el incumplimiento “*se ponga en riesgo (...) la solvencia o viabilidad de la persona infractora o su grupo*”;

-Cuando se incumplen algunas obligaciones relativas a la mitigación de riesgos (se incluye la pronta confirmación, la conciliación y la valoración diaria de las operaciones), cuando con ello “*se ponga en riesgo (...) la solvencia o viabilidad de la persona infractora o su grupo*”;

-Cuando se incumple la obligación de comunicación de los datos “*con carácter no meramente ocasional o aislado*”, o el reporte “*con irregularidades sustanciales*”.

Si los incumplimientos anteriores no ponen en riesgo la solvencia o viabilidad de la entidad o su grupo, o haya sido con carácter ocasional o aislado, o con irregularidades no sustanciales (según sea el caso), serán considerados infracción grave.

Además de sancionar, se pueden imponer multas a los correspondientes administradores y directivos de la entidad, responsables de la infracción:

Si la infracción es muy grave, la multa será por importe de hasta la mayor del “*quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 5 por ciento de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 600.000 euros*”; y

Si la infracción es grave, multa por importe de hasta la mayor del “*doble del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción; el 2 por ciento de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por ciento de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 300.000 euros*”.

### **3.8. UN EJEMPLO DE APLICACIÓN DE LA NORMATIVA EMIR**

En este apartado vamos a hablar de cómo fue el proceso de adaptación de la empresa Cepsa a la nueva normativa sobre operaciones de derivados OTC.

Cepsa es una empresa industrial del sector del combustible, que para implementar el modelo Emir tuvo que superar una serie de factores internos como son, su descentralización geográfica alrededor del mundo o su compleja estructura de responsabilidades y matrices que dependen de la principal así como factores externos tales como la falta de asesores externos especializados o distintas normativas para distintos mercados (Dodd Frank frente Emir). Para superarlos creó un plan específico, el Master Plan, el cual se dividió en distintas fases.

En la primera fase, se hizo un análisis de la legislación Emir y de los riesgos que acarreaban el incumplimiento de la misma; en la segunda fase, se adaptaron los documentos contractuales, se formó al personal correspondiente y se hizo un seguimiento de las distintas incidencias que iban surgiendo por el camino. En la tercera fase, se creó una figura propia, el Emir Officer, el cual supervisaba las actividades de derivados en el grupo y se creó un manual en el cuál se establecía el qué hacer. Por último, se formalizaron los procesos, se establecieron controles y se firmó un compromiso de cumplimiento por parte de los participantes en el proceso Emir mediante autoevaluaciones certificadas, las cuales se requieren como mínimo una vez al año.

### **3.9. APLICACIÓN DEL REGLAMENTO EMIR EN ENTIDADES FINANCIERAS**

En la actualidad, la implantación de Emir ha provocado grandes cambios tanto para contrapartes financieras como contrapartes no financieras. Estos cambios han afectado principalmente al sector de la banca (contraparte financiera) provocándose grandes cambios internos que vamos a explicar a continuación y de esta manera ponernos en situación de este proceso de cambio y adaptación.

Dentro de los cambios más significativos nos encontramos con la obligación por parte de las entidades financieras de establecer una entidad de contrapartida central que

asumiera el rol de comprador y vendedor entre las contrapartes de una operación. Todo esto ha provocado un mayor control y seguridad de las operaciones para beneficio del cliente, pero también un mayor gasto financiero que perjudica a la cuenta de resultados.

Con respecto a las técnicas de mitigación de riesgos, se realiza la confirmación oportuna que significa que todos los contratos derivados OTC no compensados por cámara deben ser confirmados a través de medios electrónicos en los casos que se pueda, y siempre lo antes posible. Otra técnica es la conciliación de cartera que busca asegurar que los libros y registros de las partes que intervienen (banco-cliente) permanezcan sincronizados y que todos los efectos relacionados con modificaciones o novaciones sean registrados adecuadamente y a la vez identifique cualquier discrepancia en los términos del derivado o en su valoración. De este modo, para que los clientes llegaran a dicha conciliación, las entidades financieras tuvieron que empezar a proporcionar el envío a sus clientes de un documento bilateral que regulase la obligación de conciliación en los términos esenciales de los derivados en vigor, incluida su valoración a precios de mercado con la periodicidad que determina la normativa. Esta normativa indica que los clientes recibirán la información una vez al año, sin embargo, si los clientes superan los 100 derivados al año se les notificará la conciliación una vez al trimestre. Las entidades financieras para conciliar utilizarán plataformas electrónicas con un servicio específico y enviarán a sus clientes toda la información relacionada con las operaciones en vigor con la finalidad de que les notifiquen si existiese alguna discrepancia. Por último, se encuentra el proceso de resolución de disputas que implica que en los casos que el cliente no esté de acuerdo en alguno de los puntos en el proceso de conciliación (nominal, plazo, referencias de liquidación, valor de mercado...) el banco tiene que tener acordado un procedimiento para resolver esas diferencias. En el caso del sector bancario, en el anexo de novación se indica que, en los casos en los que las partes no solucionen las disputas de forma bilateral, el cliente podrá solicitar el pronunciamiento de la entidad de conciliación. A tales efectos, la entidad de conciliación en caso de disputa será una empresa, entidad independiente entre ellos, y que cuente con los medios suficientes para poder valorar todo tipo de derivados.

En la relación y comunicación de los bancos con sus clientes han ocurrido grandes cambios y modificaciones, provocando que se tenga que enviar a todos los clientes documentación explicando todos los cambios con el objetivo de adaptar todos los contratos antiguos y nuevos a los nuevos requerimientos exigidos por Emir y, por ello,

al cumplimiento de las obligaciones de técnicas de mitigación de riesgos exigibles a los derivados OTC.

En cuanto a la comunicación de operaciones, cada contraparte que contrata, reestructura o cancela un derivado debe informar de los detalles de dicha operación a un registro de operaciones autorizado. Por esto, las entidades bancarias han incluido en el anexo de novación una estipulación específica, siguiendo las prácticas habituales de mercado, ambas partes renuncian a cualquier derecho a confidencialidad que puedan tener respecto a los datos que deben ser informados a un registro de operaciones. Con esto el banco pretende ofrecer a sus clientes la posibilidad de realizar esta labor de comunicación en nombre de ellos para todos los derivados que tengan contratados con la propia entidad.

El último cambio significativo ha sido la reducción del plazo de confirmación de las operaciones variando en función del tipo de producto, del tipo de contrapartida y de la fecha de la operación. Por ejemplo, para derivados de tipos de interés cerrados con contrapartes no financieras que no exceden los umbrales fijados en la norma se establece un plazo de tres días (desde la fecha en que se cierre la operación) para la confirmación oportuna y ya a partir del 31 de agosto de 2014 este plazo se redujo a dos días. Para poder cumplir con esta obligación, se envían las confirmaciones directamente al correo electrónico de los clientes (en el mismo día de la operación o como muy tarde el día siguiente) para que el cliente pueda devolverla firmada a tiempo, siendo válido el uso del correo para recibir la confirmación firmada por el cliente con independencia de que con posterioridad se envíen los originales firmados por los circuitos establecidos de forma habitual.

### **3.10. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE SU ENTRADA EN VIGOR**

Como hemos señalado, la implantación de la normativa Emir persigue la compensación de los derivados OTC, la aplicación de técnicas de reducción del riesgo a los derivados OTC, y la notificación de los contratos derivados a los registros de operaciones.

El cumplimiento de estas obligaciones ha creado grandes ventajas a los usuarios y clientes de estos productos incrementando la seguridad, control y transparencia al notificar a los registros de operaciones autorizados por ESMA. Con todo esto, se ha impulsado la contratación y adquisición de productos derivados OTC al existir un

mayor control y cantidad de información.

La reducción del riesgo es otro aspecto muy importante, el cual se ha conseguido al utilizar técnicas de mitigación de riesgos que facilitan una mayor información en la emisión y presentación de documentación. Este riesgo también ha sido disminuido al verse obligadas las contrapartes financieras y no financieras de compensar sus actividades, al haber una entidad de contrapartida central como intermediaria que vigile que todo se cumple en los términos establecidos.

En cuanto a los intervenientes, se puede decir que los mayores problemas han sido para las contrapartes financieras y no financieras. Así, la obliga obligación de compensación les va a obligar a ser miembros compensadores de una ECC que les va a provocar un mayor coste o la necesidad de tener que contratar a uno o varios “clearing broker” (intermediario entre el inversor y la contraparte, que es la encargada de llevar a cabo la gestión y el buen funcionamiento de la transacción) en función de la cartera de derivados con la que cuenten, es decir, un incremento de los costes por parte de la empresa ya que se ven en la obligación de incrementar su plantilla de trabajadores o tener que subcontratar estos servicios a empresas externas, siendo el coste uno de los principales factores de decisión.

Todo esto ha provocado que muchas empresas hayan tenido que modificar su regulación para adaptarla a la nueva, estableciéndose nuevos requisitos organizativos y de conducta respecto a dichos instrumentos financieros. De este modo, las empresas que tienen en su cartera productos derivados que cotizan en el mercado OTC son las que se han visto más afectadas.

### **3.11. DODD FRANK- COMPARATIVA CON EL MODELO DE EEUU**

Todas las instituciones que operen con derivados se ven obligadas a cumplir el Reglamento Emir en Europa y la normativa Dodd-Frank en Estados Unidos. Esta última, está sujeta a las normas de desarrollo por parte de los organismos US Securities and Exchange Commission (SEC) y la US Commodity Futures Trading Comissions (CTFC). Estas normativas implican a las instituciones a encontrar las sinergias que existen entre ambas normativas e identificar aquellas diferencias para las cuales habrá que diseñar soluciones únicas.

Las principales diferencias entre la normativa Emir y Dodd Frank son las siguientes:

- La primera diferencia entre Dodd-Frank y EMIR se refiere a los instrumentos que compensan. Mientras que en Dodd-Frank se compensan los derivados OTC y clasifica los contratos en dos grupos, en función del organismo supervisor bajo cuya jurisprudencia se encuentran, en Emir se compensan instrumentos derivados OTC salvo los contratos de divisas al contado (Spot FX) y commodities y aquellos contratos de materias primas liquidados de forma física con un objetivo comercial y no de inversión. Los grupos que dividiría la normativa Dodd-Frank son los swaps basados en valores o lo que es lo mismo “securitybased swaps” (SBS) y los swaps que se encuentran bajo la supervisión de la Commodity Futures Trading Commision (CFTC).
- En cuanto a las entidades afectadas por la nueva regulación, en el Reglamento Emir existen las contrapartes financieras (Financial Counterparties, FCs), siendo éstas entidades bancarias, de seguros, de fondo de pensiones... y las contrapartes no financieras (Non Financial Counterparties, NFCs), que son todas aquellas entidades que operan con derivados y no son contrapartes financieras. Las entidades que no pueden trabajar con Emir son los Bancos Centrales y los organismos públicos encargados que intervengan en la gestión de la deuda pública. Mientras que en Dodd Frank, las entidades son Swap Dealers (SD), Major Swap Dealers (MSD) y Financial Users (FU); siendo la excepción los Bancos Centrales y los End-Users a la compensación y negociación.
- Con respecto a la operativa de compensación, en la normativa Emir los derivados sujetos son aquellos para los que exista una ECC autorizada para su compensación y ESMA haya determinado que pueden ser compensados. Además, ESMA también puede identificar contratos que deban ser compensados, a pesar de que no exista ninguna ECC autorizada. Por el contrario, los derivados afectos en Dodd Frank son aquellos que tienen que ser compensados porque lo dice la SEC o CFTC, y dan ellos mismos la iniciativa, y existe una clearing organization (CO) o una clearing agency (CA). As, la CTFC ha ordenado la obligatoriedad de compensación de los derivados de crédito y tipo de interés.
- Otra diferencia es el alcance, forma y frecuencia de almacenamiento de datos de las transacciones y su envío a repositorios centrales de datos. En la normativa Emir, las dos contrapartes estarán sometidas al requerimiento de reporting, el

cual podría ser delegado a una tercera parte, Dodd-Frank solo impone este requisito a una de las contrapartes, normalmente a la entidad sujeta a la obligación de registro como Swap Dealer (SD). Además, hay una importante diferencia entre el alcance y la frecuencia de envío de información. Mientras que EMIR requiere los datos “end-of-day” de los derivados OTC Dodd-Frank exige la información en tiempo real pero solo de las transacciones OTC.

- Su implantación también fue una diferencia, siendo primero en Estados Unidos que en Europa. En Estados Unidos en 2013 ya estaba implantada mientras que en Europa hasta el 2014 no se empezó a utilizar, lo cual implica una diferencia de un año aproximadamente.

En cuanto a las similitudes, las dos normativas surgieron con el mismo fin, una mayor transparencia y estabilidad del sector financiero. Estas reformas regulatorias buscan una protección de la economía al introducir mecanismos que reducen el riesgo de contraparte, dando una mayor transparencia, tanto a los usuarios de derivados OTC como a las autoridades.

## **CONCLUSIONES**

La normativa Emir es una normativa europea que se implantó con el objetivo de intentar mejorar la estabilidad y la transparencia del mercado de derivados al igual que documentar las operaciones de derivados OTC que se realizan en el mercado, lo cual favorece el acceso y control para los clientes.

Este objetivo se ha conseguido y ha sido aplicado por todas las contrapartes financieras y no financieras europeas para ayudar a la transparencia fiscal. Además, el hecho de que exista una entidad de contrapartida central aumenta la seguridad al existir una figura que vigile el cumplimiento de que las contrapartes cumplen con lo establecido así como el envío de la información a los repositorios de todas las operaciones que se realicen con el objetivo de llevar un registro de todo contrato de derivados que hayan celebrado y todas las modificaciones producidas durante al menos los cinco años siguientes a la emisión del contrato. Además, de todo esto se utilizan mecanismos y procedimientos que permitan medir, controlar, atenuar y reducir el riesgo operativo y de crédito de la contraparte.

En mi opinión, este Reglamento es muy útil, pero no puede quedarse estático en el tiempo ya que el mercado está en continuo cambio y está evolucionando a un ritmo muy rápido que hace que cada poco tiempo surjan nuevos productos financieros más complejos lo cual hace que deban surgir nuevas normativas para el control y transparencia.

El desarrollo de este trabajo me ha ayudado a conocer más sobre el mercado de derivados y lo importante que son las normativas, ya que si no existiesen cada contraparte financiera y no financiera podría hacer lo que quisiera o podría haber habido algún otro escándalo financiero que hubieran desestabilizados los mercados financieros. Sin embargo, opino que deberían unificarse las normativas Emir y Dodd Frank ya que si una empresa opera en los mercados europeos y americanos a la vez, tiene que adaptarse a ambos modelos lo cual se traduce en un aumento de los costes así como tiempo.

Los objetivos planteados al inicio del trabajo se han conseguido ya que se ha transmitido la principal información de la normativa y se ha visto cómo se ha adecuado una contraparte financiera como es el sector de la banca. Además, también se ha podido explicar por qué ha nacido esta normativa y qué objetivos sigue y quiere conseguir y qué ocurre cuando se incumple la citada normativa..

El principal problema ha sido la dificultad de acceso a la información, ya que la mayoría se encuentra en inglés y mucha de esta normativa está en continuo cambio. Además, muchos repositorios limitan la información si no eres cliente lo cual ha dificultado el poder conseguir más información para enriquecer el trabajo.

## **GLOSARIO:**

AIG: American International Group (Grupo Americano Internacional)

AII: Código Alternativo de Identificación de Instrumentos

CA: Clearing Agency

CCP: Central Counterparties (Entidades de Contrapartida Central)

CE: Comisión Europea

CFI: Classification of Financial Instruments (Código de Clasificación de los Instrumentos Financieros)

CNMV: Comisión Nacional Mercado de Valores

CO: Clearing Organization

CTFC: Commodity Futures Trading Commissions (Comisión del Intercambio de Commodities y Futuros)

ECC: Entidades de Contrapartida Central

EMIR: Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

ESMA: European Securities and Markets Authority (Autoridad Europea de Valores y Mercados)

FATCA: Foreign Account Tax Compliance Act (Ley de cumplimiento tributario de cuentas extranjeras).

FC: Financial Counterparty (Contraparte Financiera)

FU: Financial User

ISIN: International Securities Identification Number (Número de Identificación de Valores Internacionales)

JERS: Junta Europea del Riesgo Sistemático

MIFID: Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros

MSD: Major Swap Dealer

NFC: Non Financial Counterpart (Contraparte No Financiera)

OTC: Over The Counter (Mercado No Regulado)

SBS: Security Based Swaps

SD: Swap Dealer

SEC: Securities and Exchange Commission (Comisión de Seguridad y Tipo de Cambio)

SMN: Sistema Multilateral de Negociación

SON: Sistemas Organizados de Negociación de un tercer país

TR: Trade Repository (Registro Central de Datos)

UCITS: Collective Investment in Transferable Securities

UE: Unión Europea

## BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN&OVERY, ASSET MANAGEMENT GROUP, 2012/2013: «*Challenging years for European asset managers*».
- BANK NEW YORK MELLON, 2014 «*MiFID II – Expanding Regulatory Reform in Europe*».
- BCBS-IOSCO, 2012 «*Margin Requirements for noncentrally-cleared-derivatives, Consultative Document*»
- BCBS-IOSCO, 2013 «*Margin Requirements for noncentrally-cleared-derivatives, Second Consultative Document*».
- DENTONS USA, 2013 *Dodd-Frank swaps update: compliance date approaching*.
- ESMA, 2013 «*Questions and Answers, Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC Derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*»
- ESMA, 2012 «*Report on staffing and resources. Report to the European Parliament, the Council and the Commission on the budgetary implications of Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*».
- ESMA, EBA, EIOPA, 2012 «*Joint Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by a CCP under the Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories (JC/DP/2012/1)*».
- EUROPEAN COMMISSION, 2012 «*EMIR: Frequently Asked Questions*». Updated: 08 February 2013. ISDA-CLIFFORD CHANCE: «*Regulation on OTC Derivatives markets. A Comparison of EU and US Initiatives*».
- ISDA, 2013 «*Commentary on EMIR RTS on Portfolio Reconciliation, Dispute Resolution and Compressions (in European Commission Delegated Regulation (C92012) 9593 final (19 December 2012))*».
- ISDA, 2012 «*Commentary on ESMA RTS on Confirmation (in European Commission Delegated Regulation (C92012) 9593 final (19 December 2012))*»
- ISDA, 2012 «*Initial Margin For Non-Centrally Cleared Swaps, Understanding the Systemic Implications*».
- ISDA, 2012 «*MiFID/MiFIR and transparency for OTC derivatives*».
- ISDA, 2012 «*MiFID/MiFIR: The OTF and SI regime for OTC Derivatives*».
- ISDA, 2013 «*Non-Cleared OTC Derivatives: Their importance to the Global Economy*».

JONES DAY USA, 2013 «*Potential impact of the US Dodd-Frank Act and global OTC derivatives regulation*».

MORRISON&FOERSTER, 2012 «*Comparison of the Dodd Frank Act Title VII and the European Market Infrastructure*».

SIDLEY AUSTIN LLP, 2012 «*US and EU OTC Derivatives Regulation-A Comparaison of the Regimes*».

Webgrafía:

<http://www.lseg.com/>

<https://info.bbva.com/es/noticias/economia/mercados/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>

<https://www.esma.europa.eu/>