

# Reforma detenida

John Kiff

**L**AS OPERACIONES de derivados extrabursátiles —instrumentos financieros vinculados con otros títulos, índices, indicadores, materias primas e incluso otros derivados— causaron, o al menos acentuaron, la crisis financiera mundial reciente, según la idea popular, aunque no universalmente aceptada.

No obstante, independientemente de que los derivados extrabursátiles hayan sido los principales culpables de la crisis mundial, son pocos los analistas que niegan que esos mercados —en los que los instrumentos se negocian directamente entre dos partes, y no en una bolsa— hayan crecido hasta tal punto en términos de tamaño y de importancia, que es preciso sacarlos a la luz y someterlos a un mayor nivel de regulación.

En la Cumbre de Pittsburgh de 2009, los líderes del Grupo de los Veinte de economías de mercados emergentes y avanzadas (G-20) solicitaron una reforma de esos mercados, que debía finalizar a fines de 2012. Se espera que las reformas logren que esas operaciones sean más seguras y más transparentes (ya que permitirían a autoridades e inversionistas medir presiones acumuladas que podrían desbordarse y generar problemas financieros más amplios).

Sin embargo, el plazo se cumplió hace más de dos años, ninguna jurisdicción aplicó totalmente las reformas, y algunos países ni siquiera comenzaron. Las reformas que propuso el G-20 incluyen cambiar cómo cada parte (colectivamente llamadas “contrapartes”) interactúa con la otra en la mayoría de los contratos de derivados. En lugar de una relación totalmente bilateral, el G-20 propone que una contraparte central se interponga entre las dos partes en un proceso denominado compensación central. El G-20 también solicitó pasar las operaciones extrabursátiles a las bolsas o a plataformas de operaciones electrónicas (sistemas de Internet para las operaciones con instrumentos financieros). En el caso de los contratos no sometidos a la compensación central, los líderes del G-20 propusieron un aumento de los requisitos de capital bancario.

En muchos casos, las reformas se han demorado porque los procesos legislativos y regulatorios necesarios —que incluyen coordinación internacional— son más complejos de lo que se creía. Algunos países están esperando que Europa y Estados Unidos apliquen y coordinen sus reformas. En este artículo se evalúa el estado del proceso de reforma y las fricciones internacionales que han surgido.

## Muchos sabores y muchos riesgos

Existe una gran variedad de derivados, dependiendo de sus características estructurales así como del instrumento al cual esté vinculado su valor. En su presentación más básica, son contratos, como los contratos a plazo o los de futuros, que permiten que una contraparte compre o venda un activo a un precio específico en determinado momento, para fijar precios o tipos de cambio futuros. Pero otros derivados son contratos de opciones complicadas, con muchos factores de activación y resultados, que en ocasiones se superponen y se contradicen.

**Las medidas para reorganizar los mercados de derivados extrabursátiles avanzan, pero con mucha lentitud**



Corredores de bolsa en el Mercado de Opciones de Chicago, Estados Unidos.

Los derivados pueden ser útiles desde el punto de vista económico. Por ejemplo, las empresas y los gobiernos usan derivados llamados *swaps* para expandir la inversión y las oportunidades de endeudamiento, y para que sus ingresos y sus gastos sean más previsibles. Las empresas dedicadas a recursos naturales y los agricultores pueden fijar los precios de las materias primas mediante contratos a plazo. Las aerolíneas usan derivados para cubrirse contra la volatilidad del precio del combustible. La mayor parte de las operaciones en este mercado de casi US\$700 billones (véase gráfico) corresponde a ese tipo de actividades de usuarios finales.

La gran mayoría de las operaciones con derivados son extrabursátiles (véase cuadro), si se mide el volumen de operaciones de acuerdo con los montos teóricos vigentes. El monto teórico es el valor del principal subyacente al contrato, el cual a menudo es controlado por un pago anticipado mucho menor, que normalmente se especifica como porcentaje del monto teórico. El monto teórico también refleja el monto y el precio de los activos por entregar, en el caso de los contratos a plazo y de futuros. Por ejemplo, un contrato a plazo que dispone la entrega de 10.000 galones de combustible de aviación a US\$3 por galón fija un precio de compra de US\$30.000, que es independiente de lo que ocurra con el precio del combustible durante el contrato. En otros tipos de derivados, como los *swaps*, el monto teórico es la base sobre la cual se aplican las tasas de interés para calcular las obligaciones de pago periódicas.

Además del riesgo de mercado relacionado con el principal subyacente, los usuarios de derivados están expuestos al riesgo de contraparte: la probabilidad de que la contraparte no cumpla si el valor de sus obligaciones para con la parte que no incumple supera el monto que la parte que no incumple le debe. El valor de esas obligaciones cambia cuando cambian las tasas, precios o índices subyacentes. En el caso de los derivados bursátiles, los valores son observables directamente, pero en el caso de los derivados extrabursátiles, que a menudo no se publican, los valores se estiman utilizando modelos matemáticos.

Además, si dos contrapartes tienen varios contratos entre sí, la parte no incumplidora sigue teniendo obligaciones derivadas de sus otros contratos con la parte que incurrió en incumplimiento. Estos riesgos pueden mitigarse cubriendo todas las

transacciones con un contrato principal que contemple una “liquidación” por compensación exigible anticipadamente si una de las partes no cumple: es decir, todas las obligaciones de pago contractuales de las dos contrapartes finalizan, y los valores positivos y negativos se compensan para obtener un monto de liquidación neto único.

Ese riesgo también puede reducirse exigiendo una garantía (margen) contra la exposición y el riesgo residual (FMI, 2010), que puede variar a diario. El margen suele comprender efectivo o bonos públicos negociables.

## Compensación central

Los pagos regulares y las diversas actividades de gestión de riesgo realizadas durante la vida de un contrato de derivados comprenden lo que se denomina “compensación”. En los contratos bilaterales, las actividades de compensación se dan directamente entre las dos contrapartes, y en las transacciones con compensación central, existen instituciones financieras especializadas (contrapartes centrales) que se interponen entre las contrapartes (miembros de la compensación). El contrato entre las contrapartes originales se reemplaza con dos contratos nuevos con la contraparte central, que participa de los dos lados de la transacción.

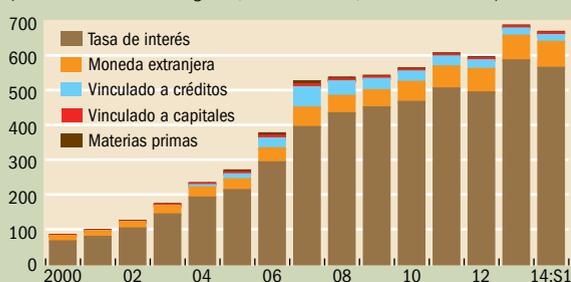
Las contrapartes centrales pueden mejorar la seguridad y la eficiencia del sistema financiero. Aumentan la seguridad aplicando prácticas recomendadas de gestión de riesgo —como la revalorización diaria de contratos y el registro de los márgenes necesarios— y habilitan un manejo sin obstáculos de los incumplimientos. Además, las contrapartes centrales habilitan la liquidación multilateral (distinta de la liquidación bilateral descrita anteriormente), que puede reducir la exposición al riesgo sistémico de contrapartes. Si se produce un incumplimiento, las contrapartes centrales pueden controlar los temores del mercado respecto de la propagación de los incumplimientos (contagio) facilitando la transferencia de las posiciones y los fondos de margen de los miembros de la compensación en quiebra a los de la compensación solventes (Gregory, 2014).

El rol de la contraparte central al momento de controlar el contagio fue una de las principales razones por las que el G-20 solicitó que todos los contratos de derivados con términos y condiciones estandarizados se compensaran centralmente y no bilateralmente. Es posible que la compensación central también facilite el envío de informes sobre transacciones con derivados a

### Crecimiento abrupto

Con la excepción de una desaceleración breve durante la crisis financiera mundial, las operaciones con derivados extrabursátiles crecieron de manera abrupta en los últimos 15 años.

(contratos con derivados vigentes, montos teóricos, billones de dólares)



Fuente: BPI (2014).

Nota: El monto teórico es el valor total del principal subyacente a un contrato con derivados. Las operaciones extrabursátiles son bilaterales, entre un comprador y un vendedor. Las operaciones bursátiles se dan en un contexto formal, y a menudo una autoridad de compensación central se interpone entre comprador y vendedor.

### Contratos en abundancia

El mercado mundial de derivados es enorme.

(monto teórico de contratos vigentes, miles de millones de dólares, 30 de junio de 2014)

	Extrabursátil	Bursátil
Contratos de tasa de interés	563.290	65.624
Contratos de moneda extranjera	74.782	379
Swaps de incumplimiento crediticio	19.462	na
Contratos vinculados a capitales	6.941	7.460
Contratos de materias primas	2.206	na
No asignados	24.811	na
<b>Total</b>	<b>691.492</b>	<b>73.463</b>

Fuente: BPI (2014).

Nota: El monto teórico es el valor total del principal subyacente a un contrato con derivados. Las operaciones extrabursátiles son bilaterales, entre un comprador y un vendedor. Las operaciones bursátiles se dan en un contexto formal, y a menudo una autoridad de compensación central se interpone entre comprador y vendedor. El monto no asignado es una estimación del Banco de Pagos Internacionales de las posiciones de operadores que no participan de su encuesta semestral.

los registros de operaciones, que reúnen y recopilan los detalles de las operaciones con derivados extrabursátiles. (El G-20 también solicitó que se informaran las transacciones extrabursátiles a los registros de operaciones). La disponibilidad de esos registros podría ayudar a los entes reguladores y las autoridades a detectar la acumulación de exposiciones al riesgo peligrosas, y los posibles efectos secundarios del incumplimiento de una contraparte. El mandato de la compensación central se concentra en los contratos estandarizados, ya que para las contrapartes centrales es difícil valorizar los contratos con derivados personalizados y liquidarlos contra otros contratos.

El G-20 también solicitó que todos los contratos con términos y condiciones estandarizados se negocien en bolsas o plataformas de operaciones electrónicas, si corresponde (por ejemplo, si el volumen de las operaciones es suficiente). El G-20 considera que las transacciones opacas, como las que implican negociaciones bilaterales, hacen que los mercados sean menos confiables y más propensos a registrar aumentos del riesgo, en especial en situaciones de tensión. La opacidad también hace que sea más difícil valorizar las transacciones, lo que puede afectar la gestión de riesgos. Otro organismo internacional, el Consejo de Estabilidad Financiera, que los líderes del G-20 pusieron a cargo del seguimiento de las reformas, también solicitó una mejora de las normas de gestión de riesgo, incluido el registro de márgenes, en el caso de los derivados sin compensación central.

En términos generales, la reforma se produce en dos niveles:

- Los marcos y principios generales de los organismos que fijan normas a nivel mundial garantizan que los cambios sean internacionalmente coherentes y no discriminatorios.
- Las autoridades nacionales promulgan las leyes y las reglamentaciones pertinentes.

El proceso de fijación de normas internacionales está cerca de terminarse, pero algunos aspectos que faltan son especialmente problemáticos. Por ejemplo, ya se trabajó con los principios de gestión de riesgo y reglamentarios de las contrapartes centrales, pero todavía se están tratando las reglas que definen qué productos tienen un nivel de estandarización suficiente para la compensación central. Y, si bien la mayor parte de los principios reglamentarios mundiales que afectan los informes sobre operaciones ya han sido definidos, se sigue trabajando sobre identificadores estandarizados de contrapartes y de productos, a fin de garantizar que las transacciones similares se designen de una sola manera.

Pero el avance a nivel de los países está rezagado en muchos frentes. Estados Unidos es el país que más avanzó: ya aplicó casi todas las reglamentaciones sobre derivados que están bajo la órbita reglamentaria de la Comisión de Operaciones de Futuros de Materias Primas (CFTC). Sin embargo, el proceso de ejecución correspondiente a los derivados regulados por la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) apenas comienza. En Europa, el avance está rezagado respecto del caso de la CFTC de Estados Unidos porque el proceso implica una coordinación entre los 28 países miembros y sus entes reguladores. Además, la legislación y las reglamentaciones que cubren el mandato de la plataforma de transacción son parte de una reforma integral de las regulaciones de los servicios de inversión. Otros países no comenzaron sus procesos: están evaluando el impacto de las reformas en sus mercados, o esperando a que terminen los procesos de la Unión Europea (UE) y de Estados Unidos.

La incoherencia entre las regulaciones y las fricciones entre los países también generaron un terreno más pantanoso del que se esperaba. Los líderes del G-20 solicitaron a las autoridades de los países que busquen maneras de respetar sus respectivas reglamentaciones, pero los entes reguladores de la UE se opusieron al uso de contrapartes centrales de Estados Unidos para transacciones entre contrapartes de la UE, y los entes reguladores de Estados Unidos quieren que las transacciones entre contrapartes estadounidenses se realicen en plataformas autorizadas por Estados Unidos.

Con todo, muchas reformas se están aplicando satisfactoriamente. Más de la mitad del total de los derivados de tasas de interés y aproximadamente un 40% de los derivados de crédito para los que existen contrapartes centrales se someten a compensación central (CEF, 2014a). Casi todas las operaciones con derivados de tasa de interés y de crédito extrabursátiles se reportan a los registros de operaciones.

### Lentitud en muchos frentes

Pero el avance ha sido lento en los demás casos. La adopción de las plataformas electrónicas fue más lenta que la adopción de contrapartes centrales, en parte porque implica muchísimas reglas nuevas. Los criterios que se aplican “donde corresponda” y los “estandarizados” tienen que liquidarse en el nivel en el que se fijan las normas a nivel mundial. En algunas jurisdicciones siguen existiendo obstáculos jurídicos a la presentación de informes y al intercambio de información, como leyes de privacidad y de secreto bancario, y regímenes de protección de datos. Es posible que la proliferación de registros de operaciones dificulte la obtención de una imagen agregada del mercado y de sus interconexiones. A partir de esa dificultad, se solicitó un mayor nivel de estandarización en los informes y una base de datos centralizada que reúna los datos de los registros de operaciones autorizados actualmente, que son aproximadamente 24 (CEF, 2014b).

Las autoridades deben pensar más allá de los intereses nacionales si quieren mantener bajo control el riesgo de la estabilidad financiera mundial. El éxito depende de que las autoridades respeten sus respectivas regulaciones, si logran resultados similares, y de que asuman su compromiso en materia de privacidad y de otras leyes que obstaculizan el intercambio internacional de información. ■

*John Kiff es Experto Principal del Sector Financiero del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

#### Referencias:

Banco de Pagos Internacionales (BPI), 2014, “OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2014”, *Statistical Release* (Basilea).

Consejo de Estabilidad Financiera (CEF), 2014a, “OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation” (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

———, 2014b, “Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data”, *Consultation Paper* (Basilea: Banco de Pagos Internacionales).

Fondo Monetario Internacional (FMI), 2010, “Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties”, *Global Financial Stability Report*, capítulo 3 (Washington, abril).

Gregory, Jon, 2014, *Central Counterparties: Mandatory Central Clearing and Initial Margin Requirements for OTC Derivatives* (Hoboken, Nueva Jersey: Wiley Finance).