

Spread the love

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM) publicó el 21 03 2018 una [opinión o Dictámen que](#), de alguna manera, clarifica el cumplimiento de la obligación de negociación de derivados, en relación con paquetes de derivados.

El Supervisor Europeo aboga por un enfoque flexible, además de prudente y muy delimitado, en su interpretación de la obligación de negociar paquetes que incluyen derivados .



Houses of Parliament

El Dictamen del que se da noticia alude a los paquetes de órdenes / transacciones compuestas de dos o más instrumentos financieros con un único precio, que se comercializan como una sola unidad, cuyos componentes son ejecutados simultáneamente, y en los que la ejecución de cada componente depende de la ejecución de todos los demás del mismo paquete, y por tanto sus respectivos riesgos se comunican. Es decir, **alude a las órdenes de paquete y las transacciones de paquete ('paquetes') que se definen respectivamente en los puntos (49) y (50) del artículo 2 (1) de MiFIR.**

La obligación de negociar derivados en centros de negociación, según MiFID II / MIFIR, no establece con claridad un régimen específico, adaptado para los paquetes (que son una parte relevante de productos financieros, actualmente). **A fin de garantizar la aplicación coherente de la obligación de negociación en toda la Unión, la AEVM decidió emitir este Dictamen aclarando, a través de una lista positiva (y de carácter abierto, entendemos), los paquetes compuestos total o parcialmente por derivados respecto de los que es obligatoria la negociación.** La AEVM anuncia que podría revisar este Dictamen si hubiera indicios de que es factible ejecutar la obligación respecto de categorías de paquetes diferentes a los especificados el él, sin aumentar los riesgos

operacionales y de ejecución.

Recordemos:

- El Artículo 28 del Reglamento (UE) no 600/20142 (MiFIR) introduce un requisito para negociar derivados que han sido declarados sujetos a la obligación de negociación de conformidad con el procedimiento establecido en el artículo 32 de MiFIR en mercados regulados (MR), sistemas multilaterales de negociación (SMN), Sistemas Organizados de Contratación (SOC) o en centros equivalentes en terceros países.
- De conformidad con el mandato del artículo 32 de MiFIR, la AEVM elaboró un proyecto de normas técnicas (RTS 1) especificando las clases de derivados sujetos a negociación obligación. En consecuencia, la Comisión adoptó el [Reglamento Delegado 2017/2417 de 17 de noviembre de 2017](#), en virtud del cual la obligación de negociación de derivados (ON) comenzó a aplicarse el 3.01.2018 para algunas contrapartes (de las categorías 1 y 2 de MIFIR) para las siguientes clases de derivados:
 - **Swaps (permutas) de tipos de interés fijo, contra variable (IRS)** denominados en EUR, GBP y USD para los principales índices de referencia que constan en el anexo de la RTS1;
 - **Swaps (permutas) de cumplimiento por impago (CDS)** para los índices iTraxx Europe Main, iTraxx Europe Crossover.

- **En cuanto a los paquetes de órdenes**, corrientes en todas las clases de activos,



pueden incluir muchos componentes diferentes pertenecientes a la misma clase o a diferentes clases de activos, e incluso un número ilimitado de combinaciones de componentes. Para que estén sujetos a la obligación de negociación conforme al [MIFIR](#) es necesario que los derivados pertenecientes a ella estén **normalizados** y sean suficientemente **líquidos**. Por otra parte, el [Reglamento Delegado \(UE\) 2017/2194 de la Comisión, de 14 de agosto de 2017, por el que se completa el Reglamento \(UE\) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los mercados de instrumentos financieros, en lo que respecta a los paquetes](#)

de órdenes. establece las pautas para identificar los paquetes de órdenes respecto de los que se supone que hay un mercado líquido

- Por un lado, y con carácter general se establece que existirá un mercado líquido para un paquete de órdenes en su conjunto si se cumple alguna de las condiciones establecidas en el artículo 1: el paquete de órdenes consiste en un máximo de cuatro componentes pertenecientes a clases de derivados declaradas sujetas a la obligación de negociación para derivados de conformidad con el procedimiento descrito en el artículo 32 del Reglamento (UE) n.º 600/2014, salvo si concurre alguna de las circunstancias expresadas en este precepto del que se da noticia
- Por otro lado se establecen criterios específicos por clase de activos para los paquetes de órdenes compuestos exclusivamente por derivados sobre tipos de interés, para los paquetes de órdenes compuestos exclusivamente por derivados sobre acciones e instrumentos asimilados, para los paquetes de órdenes compuestos exclusivamente por derivados de crédito y, criterios específicos por clase de activos para los paquetes de órdenes compuestos exclusivamente por derivados sobre materias primas

Pues bien, como puede observarse, **MIFIR no incluye especificaciones sobre la ejecución (o la liquidez) de todo tipo de paquetes que incluyen derivados**, haciéndose necesaria una interpretación para dilucidar si los paquetes que incluyen derivados entre sus componentes están sujetos, como tales paquetes, a la obligación de negociación.

- **Durante el proceso de elaboración del RTS1, que como acabamos de exponer sirve de base para el [Reglamento Delegado 2017/2417](#), ya habían surgido dudas sobre cual debía ser el tratamiento de los «paquetes» y en concreto sobre si estaban afectados por la obligación de negociar):**
 - Distintos **participantes en el mercado** solicitaron orientación a la AEVM sobre el tratamiento de los paquetes. La AEVM convino en que existía esa necesidad de clarificación, pero, **añadió que carecía de un mandato específico.**
 - En su declaración de no oposición al Reglamento de la Delegación de la Comisión 2017/2417, el **Parlamento Europeo** abundó en la conveniencia de clarificación, y en que ésta debía ser coherente con las disposiciones establecidas en el Reglamento (UE) 2016/1033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de junio de 2016, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 600/2014 (MIFIR), el Reglamento (UE) n.º 596/2014 sobre el abuso de mercado, y el Reglamento (UE) n.º 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y

los depositarios centrales de valores

- La AEVM recibió consultas de las **autoridades competentes** preocupadas porque la falta de aclaraciones sobre el tratamiento de ejecución de los paquetes (sobre si deben ejecutarse en centros de negociación, o no), pudiera resultar en graves incoherencias en la aplicación de esa obligación en problemas para la comercialización de esos paquetes.



San Telmo.
Frómista.
Palencia

A la luz de todas las indicaciones recibidas, y de sus propias apreciaciones, AEVM expresa ahora en el informe o Dictamen del que damos noticia, **que es importante garantizar que las empresas de inversión puedan continuar intercambiando paquetes que incluyen componentes sujetos a obligación de negociación en centros de negociación, sin socavar el objetivo político de negociar derivados estandarizados en los centros de negociación, pero también sin dificultar el tráfico de estos productos complejos.**

Es sabido que muchos SMN y SOC que ofrecen operaciones de derivados sujetos a ON pueden ofrecer también categorías de paquetes que incluyen Swaps de Tipos de Interés (es decir, un paquete compuesto por dos o por tres IRS -los últimos llamados «mariposas»-), o paquetes compuestos por Swaps de tipos de interés y bonos del Estado; o diferenciales (es decir, un paquete compuesto por un IRS y un contrato futuro sobre bonos del Estado). Además, algunos SMN y SOC ofrecen paquetes compuestos por derivados de crédito por ejemplo reemplazando la posición en el último contrato por otra posición en un nuevo contrato ; o «mariposas de crédito» (es decir, paquetes compuestos por tres contratos de

CDS con diferentes vencimientos). Además, en el desglose de componentes de paquetes podemos encontrar algunos cuya ejecución se realiza en centros distintos, añadiendo complejidad al sistema y aumentando los riesgos operacionales y de ejecución. Tales paquetes se pueden intercambiar, según las normas internas de cada en SMN/SOC, con métodos distintos.

En este dictamen, la AEVM aclara que MiFIR , RTS 1 y el Reglamento Delegado 2017/2417 no prescriben un método de ejecución específico para paquetes, con carácter general, por lo que es necesario interpretar la normativa en relación con la ejecución de paquetes. Y, para seguir avanzando sugiere un enfoque flexible:

- Por un lado **recomienda la redacción de protocolos sobre y procesos para permitir la ejecución sin problemas**. Señala la AEVM que la elaboración de protocolos es, en este momento, preferible a la imposición de exigencias de ejecución a los componentes.
- Solo **cuando sea factible intercambiar componentes de paquetes sujetos a ON sin crear un riesgo operativo o de ejecución, esos componentes deban ejecutarse en un centro de negociación**, comportamiento aplicable a las siguientes categorías de paquetes:
 - Aquellos en los que todos sus componentes estén sujetos a ON;
 - Los que tengan al menos un componente sujeto a ON (con todos los demás componentes sujetos a la obligación de compensación);
 - Paquetes en los que al menos un componente sea un IRS sujeto a ON y todos los demás componentes sean bonos del Estado denominados en la misma moneda (*'spread overs'*).

La complejidad de la estructura de mercado, de las obligaciones de pre y post contratación seguirá exigiendo, parece, futuras intervenciones tanto del legislador europeo, como de las Autoridades Financieras, y de los propios centros de negociación -ya sea en función de su capacidad de autoregulación como mediante protocolos conjuntos. En este marco de complejidad cabe subrayar que las limitaciones competenciales de estas autoridades - como la AEVM- contribuyen a la lentitud y pesadez de estos procesos.

Recordamos estas entradillas anteriores:

- [¿Cuándo deben los derivados negociarse en centros multilaterales?](#)

- [Derivados y paquetes de órdenes. Compensación y negociación por categorías](#)
- [“Negociado en un centro de negociación”. Significado en MIFID2/MIFIR, explicado en una Opinión de ESMA](#)
- [Obligaciones de los mercados regulados de la UE, respecto de la admisión a negociación. Nuevo desarrollo de Mifid 2](#)
- [Informe del FSB, seguimiento de las reformas en los mercados de derivados.](#)
- [Derivados y paquetes de órdenes. Compensación y negociación por categorías](#)
- Recuerdese, por último, que actualmente se debate sobre la reforma de estas autoridades y de sus competencias