

Spread the love



En el contexto de la reforma estructural del sistema financiero europeo tras la crisis de 2008, dos Reglamentos clave han configurado el régimen de reporte (información y notificación) de transacciones financieras. Su objetivo es mitigar los riesgos financieros sistémicos y aumentar la transparencia, y son el Reglamento EMIR, relativo a los derivados financieros, y el Reglamento SFTR, relativo a las operaciones de financiación de valores (*Securities Financing Transactions, SFTs*). Aunque su ámbito de aplicación objetiva alcanza a instrumentos y operaciones diferentes, ambos Reglamentos comparten una arquitectura técnica armonizada, impulsada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), y persiguen objetivos funcionales convergentes: **mejorar la supervisión macroprudencial, limitar la opacidad estructural y dotar de mayor resiliencia al sistema financiero europeo.**

EMIR: derivados y control del riesgo sistémico

El Reglamento (UE) n.º 648/2012, conocido como EMIR (European Market Infrastructure Regulation), se adoptó como respuesta directa a las deficiencias regulatorias reveladas por la crisis financiera global de 2008. En particular, el crecimiento descontrolado del mercado de derivados extrabursátiles (OTC) y la falta de mecanismos centralizados de compensación y transparencia fueron considerados como epicentros de aquella gravísima devacle, y exigieron acción legislativa, regulatoria, supervisora.

La lógica subyacente de EMIR es clara: los derivados, en especial los OTC, generan un riesgo de contraparte elevado, de difícil trazabilidad y susceptible de amplificar efectos de contagio. Para abordar estos desafíos, EMIR establece una triple obligación para las contrapartes que celebren contratos de derivados:

- compensación obligatoria en cámaras centrales autorizadas (CCPs),
- aplicación de medidas prudenciales bilaterales —como el intercambio de garantías— para los contratos no compensados, y
- reporte obligatorio de todas las operaciones a un repositorio de operaciones (*trade repository*) ubicado bajo el paraguas de ESMA.

Este régimen se aplica tanto a contrapartes financieras (entidades de crédito, empresas de seguros, gestoras de fondos, etc.) como a las contrapartes no financieras cuando superan umbrales de exposición agregada a derivados. Busca garantizar una trazabilidad completa del ciclo de vida de las operaciones y permitir a las autoridades competentes reconstruir posiciones de riesgo a nivel agregado y entidad por entidad.

La revisión introducida por EMIR REFIT (Reglamento (UE) 2019/834) ha reforzado aún más el marco de reporte, armonizando los estándares técnicos a nivel europeo. Así, a partir de abril de 2024, ha entrado en vigor un nuevo paquete técnico que incluye un formato de reporte XML basado en el estándar ISO 20022, una taxonomía armonizada de eventos del ciclo de vida que supone, entre otras consecuencias, el incremento del número de campos obligatorios de datos desde 129 a más de 200. Esta evolución responde a una exigencia de supervisión más granular, orientada a la prevención de la acumulación de riesgos ocultos en el sistema. También facilita la integración de los datos reportados en el *futuro Data Hub europeo*, previsto como nodo central de análisis supervisor en la Unión.

SFTR: transparencia en las operaciones de financiación de valores

El Reglamento (UE) 2015/2365, conocido como SFTR (*Securities Financing Transactions Regulation*), nace con una finalidad paralela a la de EMIR: arrojar luz sobre un segmento del mercado que, si bien crucial para la gestión de liquidez y la eficiencia operativa, genera riesgos de naturaleza sistémica y opacidad similar a la de los derivados OTC. Se trata de las operaciones de financiación de valores (SFTs), tales como los acuerdos de recompra (repos), préstamos de valores, acuerdos de compra con pacto de recompra y la reutilización de garantías financieras. Estas operaciones forman parte del engranaje funcional del sistema financiero, pero también -se sabe- que son utilizadas por entidades del sistema bancario en la sombra (*shadow banking*) para realizar operaciones de apalancamiento o arbitraje regulatorio con escasa supervisión.



Camelia rosiflora

- SFTR impone una obligación de reporte ex post de todas estas operaciones a repositorios de operaciones registrados y supervisados por ESMA. Al igual que en EMIR, el reporte debe realizarse en formato XML bajo ISO 20022, cubriendo el ciclo completo de vida de la operación: ejecución, modificación, cancelación y movimientos de colateral.
- Además, impone a los gestores de fondos de inversión colectiva (UCITS) y de fondos alternativos (AIFs) la obligación de informar, en sus documentos precontractuales y en sus informes periódicos, sobre el uso de SFTs y derivados equivalentes, incluyendo la

exposición relativa de estas operaciones respecto al valor neto del fondo, los riesgos asociados y las políticas de reutilización de garantías.

- Otro aspecto destacable del SFTR es la regulación de la reutilización (rehypothecation) de garantías. El SFTR exige el consentimiento previo, específico y por escrito del proveedor de la garantía, así como la entrega de información detallada sobre los riesgos y las condiciones aplicables. Este requisito busca equilibrar la flexibilidad operativa con la protección de los titulares originales de los activos entregados en garantía, y evitar cascadas de reclamaciones en caso de impago o liquidación.

Convergencias técnicas y divergencias funcionales entre ambos Reglamentos de la UE

Aunque EMIR y SFTR regulan operaciones de distinta naturaleza —derivados financieros en el primer caso y operaciones de financiación de valores en el segundo—, presentan una notable convergencia en su arquitectura técnica y en sus fundamentos regulatorios.

Ambos Reglamentos imponen un deber de reporte a repositorios registrados, supervisados por ESMA, utilizan identificadores únicos armonizados (LEI, UTI, UPI) para permitir la agregación de datos, y se basan en estándares técnicos comunes, incluyendo el formato XML ISO 20022.

Sin embargo, coexisten también entre ellos diferencias sustanciales:

- Mientras EMIR contempla la obligación de compensar determinados derivados OTC a través de cámaras centrales, SFTR no impone un régimen equivalente de compensación.
- Los umbrales de aplicación, la clasificación de las contrapartes, y la granularidad de los datos exigidos en un Reglamento y en el otro presentan matices significativos.
- Desde una perspectiva funcional, puede afirmarse que EMIR está más orientado a la mitigación del riesgo de contraparte y de contagio sistémico asociado al apalancamiento derivado, mientras que SFTR atiende a los riesgos de liquidez, de pro-ciclicidad y de reutilización de activos en cadenas de colateral.

Las diferencias entre EMIR y SFTR obligan a las entidades a establecer marcos de cumplimiento diferenciados, que a menudo suponen duplicaciones, para poder atender correctamente las exigencias de ambos Reglamentos.

El Brexit y las divergencias regulatorias emergentes

El proceso de retirada del Reino Unido de la Unión Europea ha introducido un nuevo vector de complejidad regulatoria. No es causa menor para ello, la importancia global de los mercados y centros de intercambio de derivados, y de refinanciación de valores de Reino Unido.

Tanto EMIR como SFTR han sido incorporados en el derecho interno británico como parte del llamado retained EU law (EMIR UK y SFTR UK), pero las autoridades del miembro separado han optado por un calendario de entrada en vigor efectivo y por ajustes técnicos que divergen progresivamente de las normas de la UE.

Por ejemplo, la *Financial Conduct Authority* (FCA) no ha adoptado aún el paquete técnico de EMIR REFIT en los términos aprobados por ESMA. Esto ya ha generado diferencias en los formatos de validación, plazos y contenido de los campos de reporte, e impone una carga adicional a las entidades financieras con operaciones transfronterizas. Las entidades que operen tanto en territorio de la UE como en Reino Unido se ven abocadas a mantener infraestructuras de reporte paralelas, establecer relaciones con repositorios autorizados en ambas jurisdicciones y adaptar sus sistemas internos a dos marcos de validación técnica distintos. Las



Rhododendrito

consecuencias no son únicamente de encarecimiento, sino que incrementa el riesgo operativo, especialmente en los procesos automatizados de reconciliación de datos.

Perspectiva supervisora y reformas estructurales en curso

La evolución del régimen de notificación y transparencia de operaciones financieras no se detiene.

El proyecto legislativo conocido como [EMIR III \(COM\(2022\) 697 final\)](#) plantea una reforma ambiciosa del ecosistema de compensación y del tratamiento de datos derivados. Entre sus objetivos figura una mayor concentración de las operaciones de compensación en infraestructuras europeas, una supervisión más directa por parte de ESMA y el reforzamiento de la arquitectura de agregación de datos a través del futuro Data Hub.

Paralelamente, ESMA ha desplegado nuevas guías de supervisión sobre calidad de datos (Data Quality Reports, DQR), que constituyen un marco técnico común para la validación, reconciliación y control de los datos reportados. Estos desarrollos apuntan a una progresiva integración del análisis de riesgos micro y macroprudenciales en la supervisión financiera europea.

La correcta aplicación de los Reglamentos EMIR y SFTR exige, en definitiva, algo más que el cumplimiento formal de requisitos técnicos. Implica una gobernanza de datos sólida, mecanismos internos de control y resolución de discrepancias, y una comprensión profunda de las interacciones entre los distintos marcos regulatorios. Las entidades no pueden delegar ciegamente el cumplimiento en terceros reportantes o proveedores tecnológicos: la responsabilidad última frente a la autoridad competente sigue siendo indelegable.

En última instancia, la transparencia operativa que persiguen EMIR y SFTR no debe entenderse únicamente como una herramienta de supervisión. También constituye un factor de eficiencia, confianza y estabilidad del sistema financiero, que fortalece la capacidad de respuesta ante perturbaciones y promueve un entorno más resiliente, competitivo y seguro

para los mercados europeos.