



Intervención en la Conferencia Los Retos del Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL)

LISBOA. JULIO SEGURA, PRESIDENTE CNMV

1 de junio, 2010

La transparencia en los mercados de derivados sobre *commodities*

Buenos días, quiero en primer lugar agradecer a ERSE –y en particular a su Presidente, Vitor Santos- la organización de esta Conferencia, su invitación a participar en ella y, también, la elección de la Fundación Calouste Gulbenkian para su celebración. No sólo hay que resaltar la magnificencia del lugar, sino lo adecuado que resulta para la celebración de esta Conferencia teniendo en cuenta las actividades llevadas a cabo por su fundador.

En efecto, Calouste Gulbenkian actuaba, en el primer tercio del siglo XX, como hoy lo haría un *trader* energético, en el petróleo en su caso, y, probablemente, hoy en día utilizaría instrumentos financieros derivados para facilitar la compra de compañías, apalancar inversiones, cubrir riesgos contraídos y ¿por qué no? ...especular. Aunque su filantropía le distingue de los restantes *traders*.

Mi breve intervención en este panel estará centrada, más que en las peculiaridades del funcionamiento del MIBEL, que han sido tratadas en intervenciones precedentes y lo serán con mucho mayor competencia de lo que yo podría hacerlo en esta conferencia, en la transparencia en los mercados de derivados sobre *commodities* y en las iniciativas internacionales que están llevando a cabo los reguladores financieros –en ocasiones en colaboración con los energéticos- para su fortalecimiento, así como también en las recientes iniciativas de carácter legislativo en diversos organismos internacionales.

Relacionado con esto, al final de la exposición, haré referencia a la colaboración que debe establecerse entre los reguladores financieros y energéticos en el marco del intercambio de información de las transacciones realizadas en los mercados de derivados sobre la energía.

No soy muy original mencionando la cada vez mayor interrelación entre los mercados energéticos, y de cualquier *commodity* en general, y los mercados financieros. De hecho, la actual crisis financiera no ha hecho sino acentuar esta tendencia. Cabe destacar, en este sentido, que la negociación de derivados OTC, *commodities* incluidas, sobre el que me extenderé posteriormente, está siendo objeto de un intenso debate regulatorio. El otro elemento destacable son los efectos positivos y negativos de la utilización de la titulización tanto para la obtención de financiación como para la transferencia del riesgo de crédito. Recuerdo, en relación con este tema, el reciente proceso en España de titulización del déficit de la tarifa eléctrica que, en su diseño, ha contado con la colaboración y trabajo común de la Comisión Nacional de la Energía (CNE) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En definitiva, y concluyo la introducción, existe una clara complementariedad, en mi opinión positiva, en la utilización de instrumentos financieros en la negociación de contratos sobre la

energía eléctrica. Pero también efectos potencialmente negativos para la estabilidad financiera y generadores de riesgo sistémico en la utilización, llamémosle perversa, de instrumentos financieros derivados o en el desvío fraudulento (caso ENRON) del objeto social de una empresa, esto es, de la provisión de energía a la negociación masiva de instrumentos financieros opacos y complejos. Como es bien sabido por la teoría de redes, los sistemas son más inestables cuanto mayor número de nodos tienen y mayor es la densidad de intercambio entre ellos. Ambos aspectos, los positivos y, también, los negativos, merecen sin duda la atención y vigilancia de los reguladores y supervisores de mercados financieros.

Transparencia

La complejidad y opacidad a la que hacía referencia anteriormente me permiten enlazar con el tema principal de esta intervención: la importancia de la transparencia en los mercados de derivados sobre *commodities*.

Hay que recordar que hasta hace muy poco tiempo, de hecho cabe decir que casi hasta el estallido de la crisis financiera actual en el verano de 2007, se consideraba normal que los mercados, tanto de renta fija privada como de derivados financieros en general y, en particular, sobre *commodities* mantuviesen un grado de opacidad elevado. Es significativo el hecho de que, hasta hace muy poco, se considerara que los requisitos de transparencia exigidos por la Directiva de Mercados de Productos Financieros (MiFID) a los mercados de renta variable no era necesario extenderlos a los restantes mercados financieros.

Las razones de dicha opacidad son conocidas por todos: negociación OTC bilateral, sin registro alguno y sin sistema organizado de liquidación con garantías y una participación mayoritaria, si no total, de inversores profesionales, dada la complejidad técnica del producto, inversores que, por tanto, no necesitan la protección de mercados como los de renta variable. La defensa de dicha opacidad se basa en la supuesta explicitación de las estrategias seguidas por los agentes intervinientes en caso de una elevada transparencia pre y post-contratación y la consiguiente posible pérdida de liquidez de dichos mercados.

La crisis ha demostrado que la realidad es otra. Los mercados que mejor han funcionado han sido los más transparentes –acciones y deuda pública- y los que han experimentado mayor inestabilidad y episodios de falta de liquidez han sido los menos transparentes, renta fija privada, derivados OTC, etc. Además, la puesta en marcha en EE.UU. del TRACE ha demostrado que sus efectos sobre la liquidez son inapreciables.

Por una parte la opacidad de las transacciones impide, entre otras cosas, una adecuada gestión de los riesgos de, por ejemplo, las entidades que financian estas transacciones. Por otra parte, los mercados opacos dificultan, si no imposibilitan, las tareas de supervisión entre las que se encuentran las de detección temprana de problemas. Además, tal como hemos visto en el caso de las hipotecas *subprime*, la distinción entre inversor profesional e inversor minorista es cada vez más borrosa y productos financieros inicialmente diseñados por su complejidad para inversores profesionales acaban en las carteras de fondos de inversión o fondos de pensiones con partícipes e inversores minoristas.

Es fundamental, por tanto, fortalecer, cuando no implantar, la transparencia en la negociación –para los inversores, para los financiadores, para los supervisores- de todos los instrumentos financieros y los derivados sobre *commodities* no son una excepción. Y así parecen haberlo entendido los legisladores y reguladores mundiales a tenor de las vigentes iniciativas internacionales. Describiré muy brevemente estas iniciativas en lo que respecta al trabajo del Comité Internacional de Reguladores de Valores (IOSCO), la Comisión Europea (CE) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR).

Iniciativas internacionales

1. Grupo de trabajo de IOSCO sobre mercados de futuros sobre *commodities*.

En el comunicado de los líderes del G-20 en su reunión de Pittsburg de septiembre de 2009 se pedía explícitamente a este grupo de trabajo que, además de implementar las recomendaciones establecidas en su informe de marzo de 2009, reforzará la captura de datos relativos a la negociación OTC en los mercados energéticos y avanzase en la publicación de datos del mercado.

Las tareas de IOSCO –que continúan en la actualidad- tendrán también en cuenta las iniciativas llevadas a cabo por la industria –agrupada en ISDA y en el CMD (*Commodity Major Dealers*)- en el establecimiento de una plataforma para el almacenamiento de datos, conocidas como *trade repositories*.

En paralelo, IOSCO está supervisando la implementación de otra recomendación del G-20, en concreto la relativa a la publicación de las posiciones agregadas mantenidas por los participantes en las plataformas de negociación.

2. Comisión Europea.

Los trabajos que desarrolla actualmente la CE, en los que la transparencia de los mercados de *commodities* constituye una parte esencial, pueden agruparse en tres bloques que, aunque formalmente separados, deben contemplarse en conjunto:

2.1. Revisión de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros.

En la propuesta de revisión de la MiFID, que la CE presentará previsiblemente en el primer trimestre de 2011, se analizará, con vistas a una mejor supervisión de los mercados de derivados, la necesidad o no de mantener las excepciones vigentes para las entidades que negocian derivados sobre *commodities* por cuenta propia o que desarrollan servicios de inversión de manera incidental.

También el tema de la especulación en los mercados de derivados será abordado en la revisión de la MiFID, lo que favorecerá el incremento de la información disponible para los reguladores y el público en general sobre, entre otros puntos, las posiciones mantenidas por categoría de *traders* y contemplará la posibilidad de establecer límites a esas posiciones.

2.2. Legislación específica sobre mercados energéticos

La CE trabaja en la actualidad en el diseño de un régimen específico de transparencia e integridad del mercado en los mercados mayoristas de electricidad y gas, diseño que está previsto esté listo a finales de 2010. Este régimen complementará a la ya mencionada revisión de la MiFID y la Directiva de Abuso de Mercado, lo que permitirá un fortalecimiento de la transparencia y una mejora de la supervisión de los mercados de derivados energéticos.

2.3. Legislación para reforzar la seguridad de los mercados de derivados y de las infraestructuras de post-contratación

En línea con algunas de las recomendaciones y propuestas del G-20, la CE pretende lanzar una propuesta legislativa antes de que finalice el mes de julio que contemplará, entre otras iniciativas, un incremento en la transparencia de los mercados de derivados, incluidos los de subyacente energético, a través de:

El registro en *trade repositories* todas las transacciones no compensadas y liquidadas a través de una entidad de contrapartida central (CCP)

La negociación obligatoria de derivados estandarizados en mercados o plataformas organizadas de negociación

Quiero señalar que estas iniciativas legislativas de la CE se benefician del trabajo que viene desarrollándose de forma regular en el seno del CESR y que, previsiblemente, continuará desarrollando la futura Autoridad Europea de Mercados y de Valores –ESMA– además del asesoramiento ya realizado por CESR y los reguladores energéticos agrupados en ERGEG sobre estos temas.

3. Intercambio de información entre reguladores energéticos y de valores

Demostrada la necesidad de incrementar los niveles de transparencia para los reguladores y supervisores y el público en general, queda por establecer y desarrollar un mecanismo adecuado de intercambio de información entre los reguladores energéticos y de valores.

Retomo para ello una de las recomendaciones del grupo de trabajo de CESR/ERGEG al que me acabo de referir que propone, al menos en una primera fase, que los reguladores energéticos y de valores formalicen Acuerdos de Entendimiento (MoUs) a nivel nacional que, dado el carácter global de los mercados de derivados sobre *commodities*, sean complementados por acuerdos multilaterales con reguladores energéticos y financieros de otros países. Sin duda, el principal problema que subyace es la limitación a la transmisión de la información por su carácter confidencial que suelen imponer la legislación sobre los mercados de valores a los supervisores financieros y, por tanto, su imposibilidad de suministrar información de detalle a supervisores energéticos.

Antes de finalizar mi intervención quisiera volver al hombre que hizo posible esta Fundación en la que nos encontramos, Calouste Gulbenkian. Se dice de él que comentó en repetidas ocasiones que era preferible tomar una pequeña parte de un gran pastel –en su caso el 5%– a una gran parte de un pequeño pastel. Nosotros, los reguladores y supervisores no queremos, ni podemos, quedarnos con una parte del pastel, grande o pequeña. Simplemente debemos conocer qué tipo de pastel es y quién o quienes se lo quedan para evitar, si es posible, indigestiones no deseadas.

Nada más y muchas gracias por su atención.