



BANCO CENTRAL EUROPEO

## LA POLÍTICA DEL EUROSISTEMA EN RELACIÓN CON LA CONSOLIDACIÓN EN LA COMPENSACIÓN MEDIANTE UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

### 1. ANTECEDENTES

Desde la adopción del euro en 1999 se ha producido una demanda creciente de compensación mediante una entidad de contrapartida central. En la zona del euro existen ya varias cámaras de compensación que actúan como entidad de contrapartida central y se están considerando, o se están llevando a la práctica, varias fusiones y alianzas. Las economías de escala y las externalidades de red parecen favorecer un elevado nivel de concentración. Así pues, un grupo de los principales bancos de inversión internacionales ha apoyado la idea de que Europa debería tener una única cámara de compensación como entidad de contrapartida central, que ofrecería servicios multidivisa y multiproducto (renta variable, renta fija, derivados y materias primas). Sin embargo, no existe un consenso generalizado, en especial en la zona del euro, en cuanto a la infraestructura más adecuada.

El Eurosistema está realizando un seguimiento y un análisis atento de estos acontecimientos. Ciertamente, la compensación mediante una entidad de contrapartida central podría afectar a la correcta ejecución de las operaciones de política monetaria, al buen funcionamiento de los sistemas de pago y de liquidación y a la estabilidad de los mercados financieros en general. El proceso de consolidación aumenta la complejidad del tema: por una parte, la consolidación en la compensación mediante una entidad de contrapartida central podría contribuir a mejorar la eficiencia en la compensación y la liquidación de los valores; por otra, las posibles consecuencias para el sistema de la quiebra de una entidad de contrapartida central se acrecentarían con el tamaño de ésta.

## 2. OBJETIVOS Y DIRECTRICES

### a) Necesidad de normas de gestión de riesgos

Dadas las funciones que le son encomendadas en materia de política monetaria y de sistemas de pago y su objetivo de mantener la estabilidad financiera, el Eurosistema tiene interés en el buen funcionamiento de las entidades de contrapartida central que llevan a cabo la compensación de un elevado volumen de activos denominados en euros.

Es fundamental establecer unas normas de gestión de riesgos para las entidades de contrapartida central y ello ha de hacerse en colaboración con las demás autoridades competentes (y con el recién creado Comité de Reguladores Europeos de Valores). El proceso de establecer normas ha comenzado ya con iniciativas dirigidas por los participantes en el mercado o seguidas en el marco de la cooperación internacional entre los organismos reguladores. Por ejemplo, la Asociación Europea de Cámaras de Compensación (*EACH: European Association of Central Counterparty Clearing Houses*) ha establecido normas para las entidades de contrapartida central, que el Eurosistema debería evaluar ahora.

### b) Necesidad de una infraestructura "interior" localizada en la zona del euro

Tradicionalmente, las áreas monetarias han desarrollado sus propias infraestructuras interiores para sus sistemas de pago, de liquidación de valores, bolsas de valores, etc. A este respecto, es importante hacer una clara distinción entre un sistema “interior”, que opera, principal o exclusivamente, con activos denominados en una moneda, y un sistema “internacional” (o “global”), que opera con distintas monedas a la vez.

Definir un sistema interior sobre la base de la moneda permite a las autoridades (y, en especial, al Eurosistema) responder mejor a los problemas de regulación y vigilancia. En la práctica, el ámbito geográfico lógico de una infraestructura de mercado es el área monetaria, tal como lo evidencia la consolidación actualmente en curso en las bolsas de valores y en los sistemas de pago y de liquidación de valores de la zona del euro. En efecto, los sistemas de pago, compensación y liquidación pueden provocar problemas de liquidez, que solo podrán solventar las autoridades locales competentes, en particular los bancos centrales. Este es el caso, hoy en

día, en Estados Unidos y Japón. Ahora que la necesidad en materia de compensación de valores está creciendo rápidamente en la zona del euro, se constata la necesidad de desarrollar una infraestructura interior coherente para el euro.

Una infraestructura de esta clase debería, obviamente, estar localizada en la zona del euro, tal como ocurre con las infraestructuras básicas de otras áreas monetarias. Desde el punto de vista de la regulación, esta sería la solución preferida, además de ayudar al Eurosistema, como “banco central” del euro, a garantizar el buen funcionamiento de los sistemas de pago, la correcta ejecución de la política monetaria y la estabilidad financiera. Los acuerdos existentes entre los bancos centrales atribuyen un papel principal a las autoridades nacionales, como asimismo lo hacen los acuerdos internacionales establecidos entre bancos centrales y, posiblemente, con organismos reguladores de valores. La existencia de estos acuerdos facilitaría una vigilancia efectiva de las entidades de contrapartida central establecidas en la zona del euro. Por otro lado, la localización de dichas entidades en la zona facilitaría, a su vez, la provisión de liquidez en euros en cuentas del banco central, cuando fuera necesario o se considerara conveniente.

### **c) Neutralidad: fuerzas del mercado, cooperación y directrices públicas**

Existen varias formas de integración de las entidades de contrapartida central, tales como la interoperabilidad, las alianzas, las agrupaciones de empresas (*joint ventures*) y las fusiones. Todas ellas tienen en común que podrían ayudar a mejorar la eficiencia del mercado. Los participantes en el mercado necesitan hallar soluciones que sean óptimas a largo plazo, es decir, capaces de maximizar las economías de escala y minimizar los costes medios de transacción para los usuarios finales. Sin embargo, se admite que, en la práctica, podría ser necesario adoptar soluciones provisionales. En la actualidad, el Eurosistema se propone permanecer neutral respecto al enfoque por el que se optará, en última instancia, para mejorar la eficiencia y encontrar una solución óptima.

Las tres principales fuerzas que impulsan a los participantes en el mercado a adoptar soluciones eficientes respecto a la compensación mediante una entidad de contrapartida central son las presiones competitivas, la cooperación entre los citados participantes y, en su caso, las directrices públicas. El Eurosistema comparte la opinión del Comité de Sabios de que, en

general, el proceso de consolidación debería ser dirigido por el sector privado, lo que no significa, sin embargo, que no se planteen cuestiones que pertenezcan al ámbito de las competencias de las autoridades. Las autoridades deberían ayudar eliminando barreras a la integración y la competencia contrarias a la equidad e injustificadas, tales como los impedimentos legales y la falta de normalización.

#### **d) Definición de estructuras de mercado eficientes**

El tema de las estructuras de mercado está estrechamente relacionado con la cuestión de si la compensación mediante una entidad de contrapartida central es un monopolio natural. Está claro que, en el corto plazo, una infraestructura única maximizaría las externalidades de red y las economías de escala. Sin embargo, estas ventajas a corto plazo deben sopesarse frente a las ineficiencias que podrían derivarse, en el largo plazo, de la ausencia de competencia (tales como la falta de dinamismo y de innovación). En una época en la que se están desmantelando gradualmente los antiguos monopolios naturales, por ejemplo, en los campos de las telecomunicaciones, la energía y el transporte, la aparición de nuevos monopolios en el sector financiero podría ser cuestionable.

Las estructuras integradas verticalmente, en las que la contratación, la compensación y la liquidación se proporcionan al cliente como un conjunto completo de servicios, permiten incrementar la eficiencia de los mercados locales al ofrecer mejores servicios a precios más bajos. Sin embargo, también pueden presentar algunos inconvenientes, en términos de ausencia de competencia, los cuales pueden superarse siempre que los clientes puedan elegir los sistemas a lo largo de la "cadena de valor" (es decir, contratación, compensación y liquidación). Por lo tanto, es crucial que el acceso a los principales mecanismos, estén o no integrados verticalmente, no se vea impedido de manera no equitativa. Por ejemplo, en el caso de propiedad común de las plataformas de contratación, de la cámara de compensación que actúa como entidad de contrapartida central y de los sistemas de liquidación, el acceso a los mecanismos posteriores a la contratación no debería estar condicionado a la ejecución de operaciones en la plataforma de contratación afiliada. El Eurosistema es consciente de que una interconexión plena entre los sistemas de contratación, compensación y liquidación puede no ser fácil de conseguir, dado que puede presentar dificultades operativas y posibles riesgos sistémicos. Cabe observar que ninguna cámara de compensación que actúa como entidad de

contrapartida central ni ningún sistema de liquidación puede ser obligado a establecer conexiones que no sean comercialmente viables o que comprometan el buen funcionamiento del sistema. Sin embargo, las razones para no proporcionar conexiones no deberían ser tan amplias como para permitir abusos. Por último, el acceso abierto a mecanismos esenciales debe garantizar la igualdad de condiciones a los proveedores de servicios. En especial, la existencia de problemas legales, tratamiento fiscal privilegiado y falta de normalización no debería dar a lugar a competencia desleal.

**e) Cooperación al nivel internacional**

La existencia de infraestructuras interiores no impide la creación de infraestructuras internacionales, que se sobreponen a las anteriores y no están diseñadas para sustituirlas.

El Eurosistema respalda la cooperación en el ámbito internacional en materia de compensación mediante una entidad de contrapartida central. Dicha cooperación debe fundamentarse en la viabilidad jurídica y la interoperabilidad. La interoperabilidad supone acuerdos sobre procesos, métodos, protocolos y redes comunes que permiten la cooperación técnica entre las entidades de contrapartida central. Con ello, las distintas cámaras de compensación que actúan como entidad de contrapartida central en el mundo pueden establecer conexiones entre sí de forma que se puedan alcanzar acuerdos sobre garantías y márgenes entre productos y divisas. Esto puede o no llevar a la creación de cámaras de compensación internacionales.

Por otra parte, cuando los sistemas multidivisa internacionales que operan con el euro estén funcionando, el Eurosistema debería participar en su vigilancia, dado su interés como banco central emisor del euro en la buena marcha de estos sistemas.

Del análisis anterior, el Consejo de Gobierno del BCE ha extraído las conclusiones siguientes

- a) Debido a la potencial trascendencia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, el Eurosistema está interesado en la compensación mediante una entidad de contrapartida central y considera esencial establecer, en colaboración con las demás autoridades competentes, unas normas de gestión de riesgos efectivas.

- b) El ámbito geográfico natural de cualquier infraestructura de mercado “interno” considerada (incluida la compensación mediante una entidad de contrapartida central) para los valores y los productos derivados denominados en euros es la zona del euro. Dada la potencial trascendencia sistémica de los sistemas de compensación y liquidación de valores, esta infraestructura debería estar localizada en la zona del euro.
- c) El proceso de consolidación de la infraestructura de compensación mediante una entidad de contrapartida central debería ser dirigido por el sector privado, a menos que existan claros indicios de fallos de mercado.
- d) Cualquiera que sea la arquitectura final, es fundamental que el acceso a los mecanismos de contratación, compensación y liquidación no se impida de forma no equitativa. Esta política de acceso abierto y equitativo debería garantizar la seguridad, la conformidad legal y la eficiencia de los sistemas de compensación y liquidación de valores, asegurar la igualdad de condiciones y evitar una fragmentación excesiva de la liquidez del mercado.
- e) El Eurosistema respalda la colaboración en el ámbito internacional entre los proveedores de servicios de compensación mediante una entidad de contrapartida central y debería participar en el seguimiento de los sistemas multidivisa internacionales que operan con el euro, dado su interés en el buen funcionamiento de dichos sistemas.